

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**10 ANS APRÈS LEHMAN:  
ÉTAT DES LIEUX**

**LE THÈME DU MOIS**

**27 SEPTEMBRE 2018, DATE BUTOIR  
DE PRÉSENTATION DU BUDGET ITALIEN:  
UN DÉFI POUR LE GOUVERNEMENT**

Research  
& Macro  
Strategy

## VUES DES CIO

## 10 ans après Lehman : état des lieux

---

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

---

La faillite de Lehman Brothers survenue il y a dix ans a marqué le début de la crise financière de 2008. L'héritage de la crise révèle plusieurs paradoxes, avec des conséquences sur l'économie et sur les marchés financiers.

**1. L'incapacité à se désendetter :** le rythme d'endettement a ralenti mais, en termes absolus, il n'y a pas eu de processus de désendettement réel après la crise. La perspective d'une hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la reprise conjoncturelle soulèvent des questions sur la soutenabilité de la dette. Il conviendra d'identifier les domaines vulnérables susceptibles de se transformer en risques idiosyncratiques pour empêcher la dépréciation des actifs.

**2. Les deux faces de la liquidité :** malgré l'excédent macroéconomique de liquidité qu'affichent les banques centrales dans leurs bilans, nous sommes confrontés à une dégradation microéconomique de la liquidité de marché en raison des réglementations post-crise. Le défi des sociétés de gestion est de mettre en place des stratégies qui permettent de faire face à ce paradoxe de liquidité.

**3. Un remède avec des effets secondaires incertains :** la réponse à la crise fut de stimuler massivement et temporairement la croissance, principalement par le biais de la politique monétaire puis, dans un second temps, grâce à des mesures de relance budgétaire, y compris dans la zone euro. Toutefois, la nature de la crise et sa genèse dans le cycle d'endettement ont fortement prolongé le processus de guérison. De nouveaux déséquilibres sont apparus, sous la forme d'une inflation des prix des actifs. À moins qu'un choc de productivité survienne, à long terme, les marchés auront tendance à se réajuster en fonction de leurs fondamentaux (par exemple, les marchés actions se tourneront de nouveau vers la croissance des bénéfiques) et produiront des rendements inférieurs.

**4. Les inégalités et l'instabilité ont progressé, pas régressé :** la reprise a davantage concerné la sphère financière que l'économie réelle (l'inflation des prix des actifs a remplacé la hausse des prix des biens et des salaires) et les inégalités se sont creusées, alimentant de fait la percée des partis populistes dans de nombreux pays. Par ailleurs, l'importance croissante de la Chine comme acteur de l'économie mondiale et sur la scène politique internationale concourt à complexifier la situation. Le protectionnisme est une autre conséquence des politiques de repli sur soi. Le thème de la mondialisation a toujours sa raison d'être mais les investisseurs doivent tenir compte des bouleversements puissants dans la structure de la croissance et privilégier des moteurs de croissance plus locaux via des approches globales dynamiques.

**Dans une optique de court terme,** le ralentissement économique qui se profile devrait révéler des risques différents des risques habituels (l'accélération de la croissance entraîne une accélération de l'inflation et une hausse des taux), comme des brèches éventuelles dans les situations les plus déséquilibrées, des risques politiques (droits de douane/incertitudes sur la politique commerciale américaine) sur le plan macroéconomique et un risque de liquidité et de positionnement sur les marchés. Il pourrait s'ensuivre une poussée d'aversion au risque alimentée par des situations spécifiques (la Turquie et l'Italie sont les deux derniers exemples en date) qui pourrait raviver l'appétit des investisseurs pour les actifs core des pays occidentaux. Les actifs core et les taux core devraient profiter de vents porteurs. Les marchés actions devraient connaître une rotation des styles en faveur de la qualité et de la valeur. Les obligations périphériques et les marchés émergents pourraient subir des corrections à court terme. Toutefois, dans la mesure où les craintes d'une hausse brutale des taux et du dollar sont derrière nous, ce réajustement devra être considéré comme un point d'entrée (sauf pour certaines situations spécifiques) pour les investisseurs de long terme.

## Nos convictions

### GESTION DIVERSIFIÉE

Les incertitudes croissantes nous poussent à adopter un positionnement neutre sur les actifs risqués. Sur le marché des actions, nous continuons à privilégier les valeurs américaines et limitons notre exposition aux valeurs européennes (matériaux de base), britanniques et japonaises. Nous adoptons un positionnement sur les marchés actions émergents. Sur les marchés obligataires et des changes, nous continuons à miser sur les divergences entre les politiques des banques centrales et privilégions une durée limitée ainsi que les obligations indexées sur l'inflation. Nous avons un positionnement très défensif sur les obligations d'entreprise. Nous avons mis en place des couvertures en cas de dégradation de la conjoncture.

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les banques centrales ne devraient pas changer leurs plans en dépit de quelques facteurs spécifiques, tels les flux sur les obligations core et la vente d'obligations risquées et nous conservons un positionnement en durée prudent (plus court en Europe qu'aux États-Unis) et nous privilégions désormais les titres mieux notés et plus liquides. Le dollar devrait rester solide à court terme, mais le plus gros de la hausse est derrière nous. Cela pourrait offrir du répit jusqu'à la fin de l'année aux actifs des marchés émergents, actuellement sous pression.

### ACTIONS

Nous privilégions les stratégies qui permettent de tirer profit de l'arrivée à maturité du marché et nous cibons les entreprises de qualité, peu endettées. Nous nous efforçons de réduire les risques de concentration actions/secteurs et d'adopter un positionnement équilibré entre secteurs cycliques et secteurs défensifs. Nous pensons qu'il est encore trop tôt pour adopter un positionnement ultra-défensif car les perspectives de bénéfices restent favorables. Cela étant, les rumeurs de marché, l'approche des élections législatives américaines de mi-mandat, certains facteurs idiosyncrasiques et le resserrement des conditions de financement devraient provoquer un regain de volatilité. Nous continuons à privilégier les valeurs américaines car les bénéfices des entreprises y progressent plus rapidement.

### ACTIFS RÉELS

Dans la mesure où la plupart des classes d'actifs traditionnelles devraient produire des rendements inférieurs, les investisseurs ont tout intérêt à chercher des actifs susceptibles d'offrir de solides rendements ajustés en fonction des risques et à miser sur les bienfaits de la diversification. À cet égard, les solutions de dette privée, notamment celles ciblant les tranches les plus senior et garanties, pourraient être de bons moyens de compléter les expositions obligataires traditionnelles.

## MACRO

## Économie mondiale : la croissance demeure solide mais les foyers de risque se multiplient

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

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

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

L'année avait commencé par une reprise mondiale synchronisée. La plupart des économies bénéficiaient alors d'un environnement porteur. Si bien que le risque inflationniste et le risque « d'erreur de politique monétaire » dominaient les craintes des investisseurs. Depuis le printemps, les nuages se sont accumulés à l'échelle mondiale. Le 2<sup>nd</sup> semestre a débuté sous des auspices moins heureux, avec une conjoncture moins porteuse et de nombreux foyers de risques.

D'une part, la croissance en zone euro s'est avérée plus faible que prévu au S1 (après toutefois un 2<sup>nd</sup> semestre 2017 très vigoureux). D'autre part, de grands pays émergents ont vu leur situation macrofinancière se détériorer avec l'appréciation généralisée du dollar, qui met en difficulté les pays où le secteur privé s'est endetté en dollar. L'Argentine et la Turquie sont aujourd'hui en crise. Ce sont des chocs idiosyncratiques qui n'ont pas de raison de se propager. Toutefois, de nombreuses économies émergentes ont subi la défiance des investisseurs durant l'été (parfois sans raison).

En outre, les menaces protectionnistes de Donald Trump se sont multipliées. La proximité des élections de mi-mandat (6 novembre) encourage Donald Trump à mettre en œuvre ses promesses de la campagne présidentielle sur le commerce. L'Europe a été relativement épargnée pour le moment. Mais au vu des déclarations récentes de Donald Trump, on ne peut exclure une taxation sur les importations d'automobiles. Ceci dit, pour l'heure, c'est la Chine qui fait l'objet des mesures protectionnistes les plus agressives.

Aux menaces de guerre commerciale s'ajoutent des risques de nature très différente :

- Les sanctions américaines sur l'Iran qui tendent à faire monter le prix du baril.
- Le dérapage budgétaire en Italie. Les relations sont tendues au sein de la coalition gouvernementale sur la stratégie à suivre et sur l'ampleur du déficit budgétaire. Une clarification est attendue dans les prochaines semaines.
- Les négociations sur le Brexit piétinent et les gouvernements (au Royaume-Uni et dans le reste de l'UE) préparent ouvertement des plans d'urgence en cas d'absence d'accord et de sortie brutale du Royaume-Uni de l'UE au 31 mars 2019 (« *Hard Brexit* »).
- La crise financière turque peut encore s'aggraver (nous anticipons une récession en Turquie dans les prochains trimestres).

La multiplication des foyers de risque accroît l'incertitude globale. Si nous continuons d'anticiper la poursuite de l'expansion mondiale, c'est à un rythme légèrement plus faible en zone euro, en Chine et en moyenne dans les pays émergents. L'économie américaine demeure, quant à elle, soutenue par une politique fiscale dont l'effet devrait s'essouffler en 2019. Les risques sont clairement baissiers sur la croissance à l'horizon des 18 prochains mois. Quant au risque inflationniste, sans avoir disparu, il s'est affaibli (sauf naturellement dans les pays où la devise chute) : l'inflation est un indicateur retardé de l'activité. Une surprise inflationniste serait de courte durée si, comme nous le pensons, la croissance mondiale se tasse.

## Le point de vue des stratégestes

### À l'approche du « moment de vérité » pour le budget italien, l'incertitude politique pèse sur les BTP.

Les *spreads* des BTP italiens se sont inscrits en hausse au mois d'août, atteignant des niveaux proches des plus hauts de mai sur l'échéance 10 ans ; en revanche, les échéances plus rapprochées ont fait preuve d'une plus grande résistance. L'annonce de Moody's selon laquelle l'agence de notation attendra fin octobre avant de prendre une décision, afin d'en savoir plus sur le budget à paraître en septembre, a donné un peu de répit aux BTP et augmenté la pression sur le gouvernement en faveur d'une plus grande prudence dans la gestion des finances publiques. Les données publiées récemment sur les tendances de la demande font état d'une nette réduction des expositions des investisseurs étrangers en mai et en juin, ainsi que d'une légère reprise en juillet. Les banques italiennes ont renforcé leurs positions en BTP, ce qui a compensé la majeure partie des ventes des investisseurs étrangers. D'ici la fin de l'année, les pressions sur l'offre nette vont probablement diminuer par rapport au premier semestre. L'offre nette devrait être légèrement négative sur l'ensemble du second semestre, car le rythme des émissions brutes sera vraisemblablement inférieur de moitié à celui des cinq premiers mois de l'année. Les adjudications de milieu de mois en août ont déjà été annulées, ce qui sera certainement aussi le cas en décembre. **Malgré la baisse des volumes d'achats de la BCE à prévoir dans les prochains mois, le niveau négatif des émissions nettes devrait donc atténuer les pressions sur les BTP.** En fonction de l'issue des propositions budgétaires et de l'objectif de déficit pour 2019, une sorte de « consensus sur les *spreads* » se dégage au niveau des BTP : un déficit de 0,8 % du PIB correspondrait à un niveau moyen de *spread* de 150 pb, un déficit de 1,8 % du PIB à un *spread* légèrement supérieur à 200 pb et un déficit de 3 % impliquerait un *spread* de 300 pb. Selon les estimations du consensus, une opposition frontale avec l'UE assortie d'une prévision de déficit supérieure à 6 % donnerait lieu à des *spreads* compris entre 450 et 500 pb. Pour l'instant, les BTP se négocient sur la base d'une prévision de déficit plus proche de 3 % que de 1,8 %, qui paraît pourtant plus probable à en croire les toutes dernières « fuites » et les déclarations rassurantes du Premier ministre et du ministre des Finances. Il semble donc exister un certain potentiel haussier aux niveaux actuels en cas de vote d'un budget responsable avec un objectif de déficit proche de 1,8 % du PIB. **La volatilité des BTP devrait perdurer pendant le mois de septembre**, amplifiée par la liquidité réduite et les incertitudes politiques. Parmi les bonnes nouvelles, l'encours de créances douteuses des banques italiennes a nettement baissé en juin pour s'établir à des niveaux inédits depuis 2010 : les interférences de la scène politique ne semblent pas avoir entravé les progrès réalisés par les établissements financiers dans ce domaine.

“ La volatilité des BTP devrait rester élevée jusqu'à ce que les marchés aient plus de visibilité sur la loi de finances courant septembre\*.”

\* Voir thème du mois pour une analyse plus approfondie

## GESTION DIVERSIFIÉE

## Prudence et sélectivité

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

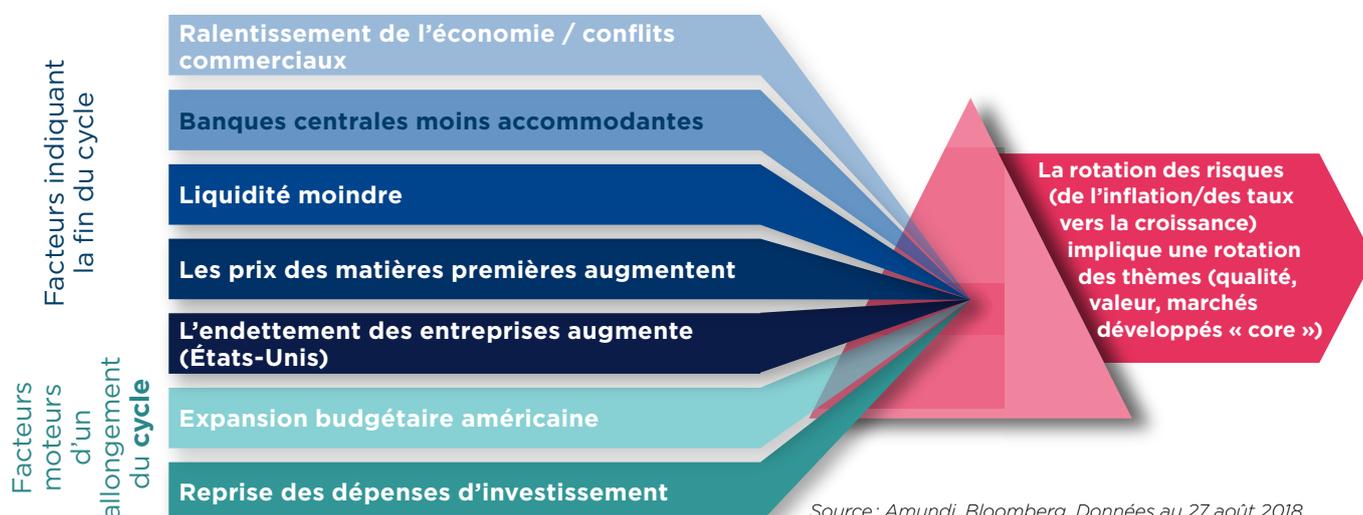
Les différentes classes d'actifs ont produit des rendements disparates depuis le début de l'année : la vigueur et la stabilité de la croissance américaine ont permis aux marchés actions américains de poursuivre leur progression, comme en atteste la hausse de 20 % des BPA. En revanche, les marchés émergents ont signé de piètres performances, dans un contexte marqué par une érosion du moral des investisseurs sur fond de hausse du dollar et des taux d'intérêt américains. Les pays dépendant davantage du financement externe ont vu leurs monnaies se déprécier. La Chine a pâti des menaces de barrières douanières du gouvernement américain : les valeurs du secteur des technologies de l'information et les valeurs technologiques ont signé des performances particulièrement médiocres. Notre scénario central prévoit la poursuite de cette tendance jusqu'à la fin du cycle, à savoir une croissance mondiale toujours solide mais en perte de vitesse à mesure que l'inflation progresse, avec un risque de correction. Nous pensons que les banques centrales maintiendront le cap de la normalisation progressive de leurs politiques monétaires dans un contexte caractérisé par des perspectives macroéconomiques relativement favorables. Les conflits liés au commerce mondial devraient perdurer et les événements exceptionnels (à l'instar de la crise en Turquie) devraient survenir à intervalles plus rapprochés sur fond de dégradation du système et de resserrement des conditions de financement. Nous continuons à privilégier les investissements et les thèmes de valeur relative par rapport aux expositions directionnelles et nous continuerons à nous concentrer sur la solidité des fondamentaux pour mieux faire face à l'incertitude qui règne sur les marchés.

« Nous continuons à privilégier les thèmes de valeur relative et les fondamentaux solides pour mieux faire face à l'incertitude. »

## Des idées à conviction forte

Nous conservons un positionnement quasi neutre sur les actions mondiales, convaincus que le cycle financier arrive à maturité. Il est difficile d'envisager une forte correction des marchés actions lorsque la croissance est forte et que les bénéfices sont importants (nous pensons que les résultats des entreprises seront solides aux T2 et T3), mais il devient difficile de se positionner à l'heure où les cours des actions américaines flirtent avec leurs plus hauts historiques. Les investisseurs ont tout intérêt à miser sur un thème que nous avons appelé « la dernière

## Vers la dernière phase du cycle



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 27 août 2018.

ligne droite pour les actifs risqués » et à cibler les marchés actions affichant une forte croissance des bénéficiaires, en privilégiant notamment les valeurs américaines et britanniques aux valeurs européennes. Nous privilégions une rotation en faveur des titres européens sous-valorisés, avec une préférence pour les valeurs de rendement par rapport à l'indice EMU. Dans l'univers obligataire, nous cherchons les titres sous-valorisés susceptibles de profiter de l'asynchronisme des politiques des banques centrales. Nous affichons un positionnement défensif sur l'extrémité courte de la courbe des taux allemands et sur les taux réels britanniques. Nous affichons un positionnement neutre sur la duration américaine et nous affichons un positionnement légèrement long sur les obligations d'entreprise « investment grade » et sur les obligations indexées sur l'inflation (10Y US, EUR, JPY et US 2/10 inflation steepener). Nous avons réduit notre surexposition systématique aux obligations d'entreprise. Nous conservons un positionnement neutre sur les marchés émergents (actions et obligations), mais la stratégie consistant à distinguer les titres porteurs des titres sans avenir reste l'un de nos thèmes principaux. Nous cherchons les valeurs de rendement sous-valorisées les plus intéressantes, en nous concentrant sur les pays avec des fondamentaux solides et peu de vulnérabilité externe. Nous privilégions les valeurs chinoises aux valeurs émergentes mondiales à moyen terme. Globalement, nous estimons que les valorisations sur les marchés émergents sont attractives mais nous préférons attendre les points d'entrée qui se présenteront après les élections américaines de mi-mandat, car nous pensons que les tensions commerciales se seront apaisées à cette date et parce que la plupart des échéances électorales attendues dans les marchés émergents seront alors passées.

### Risques et couverture

Il convient impérativement de couvrir les risques dans le contexte actuel de fin de cycle caractérisé par une forte incertitude géopolitique. Nous conservons l'or comme couverture. Le yen (face au dollar ou au dollar australien) pourrait également contribuer à protéger les portefeuilles des investisseurs contre les effets des tensions commerciales. Il est également judicieux de prévoir des couvertures contre certains risques, comme celui lié au marché des obligations d'entreprises à haut rendement, lequel pourrait subir une correction en cas de tarissement de la liquidité, ou contre une dégradation importante des conditions de marché (correction du S&P 500).

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Un attrait pour les obligations core, mais il est trop tôt pour adopter un positionnement trop défensif

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

### Évaluation globale

L'attrait pour les obligations core se maintient dans un contexte de tensions géopolitiques et d'apparition de facteurs idiosyncrasiques dans les marchés émergents. La crise turque est le dernier évènement en date indiquant un resserrement des conditions de financement pour les marchés émergents. Il est de plus en plus important de faire preuve de sélectivité pour limiter les effets des vulnérabilités et des déséquilibres qui plombent certains pays. Les banques centrales s'apprêtent à mettre un terme à leurs politiques monétaires ultra accommodantes et à durcir les conditions de financement. Par conséquent, les investisseurs ont tout intérêt à chercher de nouvelles opportunités dans l'univers des obligations d'entreprise, mais en faisant preuve d'une plus grande prudence sur les segments du marché qui profitent le plus des acheteurs de dernier recours (les banques centrales, notamment sur le segment des obligations de faible qualité et peu liquides). Nous conservons un positionnement prudent sur la duration, mais les investisseurs devraient envisager de réduire leurs positions courtes à mesure que nous nous rapprochons d'un taux neutre, notamment aux États-Unis.

## Obligations d'État des marchés développés

Le rendement des Bunds à 10 ans stagne à son plus bas niveau depuis le début de l'année car les investisseurs se sont rués vers les actifs refuges en réaction à la crise turque (susceptible d'avoir un impact sur les banques européennes) et aux tensions sur les obligations d'État italiennes. Les prochaines semaines seront décisives pour la loi budgétaire italienne et les rumeurs iront bon train. L'écart de taux entre la dette italienne et la dette espagnole est proche de son point haut historique, ce qui signifie que les marchés font confiance aux mesures adoptées par la BCE pour réduire le risque de contagion. Nous pensons que ces frictions n'auront pas d'impact sur les intentions affichées de la BCE. L'Indice des prix à la consommation de la zone euro est proche de l'objectif fixé par la BCE et la conjoncture économique reste solide, malgré quelques difficultés. Partant, dans un contexte marqué par des événements exceptionnels et par une conjoncture économique solide, nous pensons que les taux core continueront à évoluer à l'intérieur de leur fourchette actuelle.

“ Les facteurs spécifiques soutiennent les cours des obligations core. ”

## Obligations d'entreprise des marchés développés

Nous avons adopté un positionnement plus défensif et plus ciblé sur les obligations d'entreprise au cours des derniers mois, quand bien même nous pensons qu'il est encore trop tôt pour adopter un positionnement trop marqué défensif.

Les investisseurs commencent à anticiper un plafonnement de l'activité économique mondiale, une dégradation des facteurs techniques et une divergence des fondamentaux entre les États-Unis et l'Europe. Les entreprises de l'Union européenne restent très prudentes, comme en attestent leur faible endettement et leurs importantes réserves de liquidité. Les entreprises américaines, convaincues de la vigueur de la conjoncture économique, ont augmenté leur endettement et réduit leurs réserves de liquidité.

Nous privilégions les obligations à taux variables assorties de maturités courtes et les obligations de qualité. Les opportunités se multiplient sur le segment des obligations subordonnées européennes, mais là aussi, il convient de faire preuve de sélectivité.

## Obligations des marchés émergents

Nous conservons pour l'instant une exposition prudente aux obligations des marchés émergents l'agitation politique devant s'accroître avant les élections brésiliennes prévues au mois d'octobre. Nous privilégions les obligations libellées en monnaie forte aux obligations libellées en monnaies locales car elles affichent des valorisations plus intéressantes, profitent d'un climat d'aversion au risque et de la fragilité des devises émergentes face au dollar. Nos obligations émergentes préférées sont les obligations mexicaines (accord commercial avec les États-Unis) et profil risque/rendement attractif pour la dette souveraine libellée en monnaie locale), les obligations serbes

## Écart de taux entre le BTP à 10 ans et le Bund à 10 ans



(fondamentaux solides et profil risque/rendement intéressant) et les obligations argentines (soutien du FMI). Nous avons un positionnement prudent sur les obligations turques libellées en monnaie locale. Nous excluons l'hypothèse de sanctions américaines sur la dette souveraine russe, mais la volatilité restera importante. Nous tablons sur un apaisement des tensions commerciales et sur une stabilisation du dollar d'ici la fin de l'année, et nous pensons que les obligations des marchés émergents, qui offrent des primes de rendement intéressantes, connaîtront un regain d'intérêt auprès des investisseurs de long terme.

### Devises

Le dollar devrait bien résister à court terme face aux autres grandes devises grâce à la vigueur de l'économie américaine et aux divergences entre les politiques monétaires des banques centrales. Cela étant, les élections américaines qui auront lieu en novembre pourraient peser sur le cours du billet vert et offrir du répit aux devises des marchés émergents.

## ACTIONS

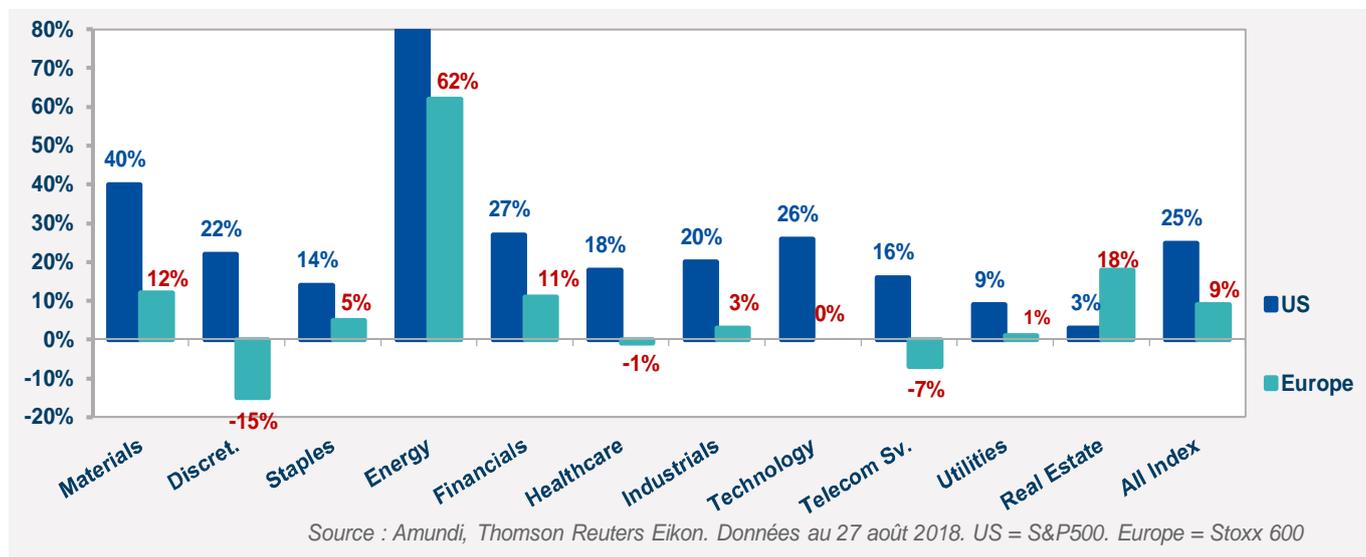
### Des résultats d'entreprise excellents

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

#### Évaluation globale

Les divergences se sont accentuées en raison de certains événements exceptionnels (la crise turque a pesé sur le marché européen et les marchés émergents ont pâti du climat d'aversion au risque), à l'heure où le marché américain avoisine une nouvelle fois son plus haut historique. Les bénéfices des entreprises progressent grâce à la forte croissance. Les divergences devraient perdurer dans les prochains mois et s'atténuer l'an prochain lorsque la croissance exceptionnelle des BPA des entreprises américaines aura pris fin. Les perspectives d'évolution des BPA des actions mondiales sont encourageantes pour le T3 et le T4 dans un contexte de forte croissance, de hausse modérée des taux d'intérêt, sous réserve toutefois que les tensions commerciales ne dégénèrent pas en guerre commerciale ouverte. Nous continuons à privilégier les actions américaines en raison de leur prime élevée liée à la croissance des BPA et de l'amélioration des valorisations relatives (en raison de cette même croissance). À mesure que nous

#### États-Unis et Europe: croissance des bénéfices par secteur au T2 2018



approchons de la fin du cycle, (hausse des cours du pétrole et des coûts de production), la capacité à sélectionner judicieusement les titres se révélera essentielle et il conviendra de cibler les entreprises de qualité, peu endettées.

## Europe

Les perspectives restent modérément encourageantes, mais des vulnérabilités demeurent. La crise turque pourrait avoir un impact sur les banques européennes, qui détiennent près de 150 milliards de dollars en Turquie. Même si cela ne menace pas leurs bilans, l'impact sur le compte de résultat d'une hausse des provisions pour pertes pourrait être négatif et freiner la croissance des BPA du MSCI Europe. La correction récente de l'euro face au dollar est un élément favorable, mais peut-être temporaire (jusqu'au T1 2019). En termes de taux de change effectif, la dépréciation de l'euro face au dollar a été compensée par une progression de la monnaie unique face aux devises des marchés émergents.

## États-Unis

Le marché américain des actions connaît l'un de ses épisodes haussiers les plus longs de son histoire, mais ce n'est pas une raison suffisante pour tabler sur une inflexion imminente. L'économie croît à un rythme soutenu, l'optimisme des petites entreprises est proche de son plus haut niveau historique et les programmes de dépenses d'investissement se multiplient. L'envolée des bénéfices est en partie due à l'effet de la réforme fiscale, qui a dopé la croissance des BPA d'environ 8 % cette année. Les perspectives de bénéfices restent encourageantes pour 2018 et 2019. Cela étant, nous pensons qu'il convient de s'assurer de la qualité des titres en portefeuille à ce stade et qu'il faut mettre en place des stratégies plus défensives (réduction de la concentration titres/secteurs et accent mis sur les valorisations et une volatilité plus faible). La performance du S&P depuis le début de l'année est attribuable à un nombre limité de secteurs (Technologies de l'information, biens de consommation discrétionnaire et énergie) et la profondeur du marché diminue. Nous pensons qu'il faut surveiller le secteur des technologies de l'information, qui pourrait pâtir de mesures de représailles à l'heure où le ratio croissance/rendement est excessif partout dans le monde, la forte hausse du dollar, qui pourrait pénaliser plus avant les exportateurs opérant à l'international, et l'aplatissement de la courbe des taux. L'agitation politique devrait s'intensifier à l'approche des élections de mi-mandat, mais la conjoncture reste globalement favorable.

**“La primauté des bénéfices des entreprises américaines reste d'actualité.”**

## Marchés émergents

La correction récente a contribué à assainir les valorisations et, en l'absence de mauvaises nouvelles sur le front de la croissance, les actions des marchés émergents pourraient rebondir. Au dernier trimestre, nous avons abaissé nos prévisions de croissance de BPA pour les marchés émergents à hauteur d'une fourchette comprise entre 5 % et 9 % (contre une fourchette comprise entre 6 % et 11 % auparavant) pour l'exercice 2018 et nous sommes plus prudents que le consensus. Nous conservons un positionnement prudent sur la classe d'actifs car elle pourrait connaître des difficultés. La croissance commerciale mondiale et les exportations des marchés émergents devraient se contracter en 2018, car l'incertitude politique est élevée (Brésil, Afrique du Sud, Turquie) et la politique du gouvernement américain suscite des interrogations. En revanche, les cours des matières premières devraient rebondir. La Grèce et les thèmes d'investissement liés au pétrole sont des idées d'investissement qui nous plaisent. Nous sommes également optimistes vis-à-vis de la Chine car la majeure partie des inquiétudes liées au ralentissement économique ou aux tensions commerciales semblent d'ores et déjà prises en compte dans les valorisations (attractives) et nous pensons que les mesures adoptées par le gouvernement chinois soutiendront la croissance

**ACTIFS RÉELS**

# Dettes privées : des stratégies diversifiées pour investir en Europe

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

## Un marché en forte croissance en Europe

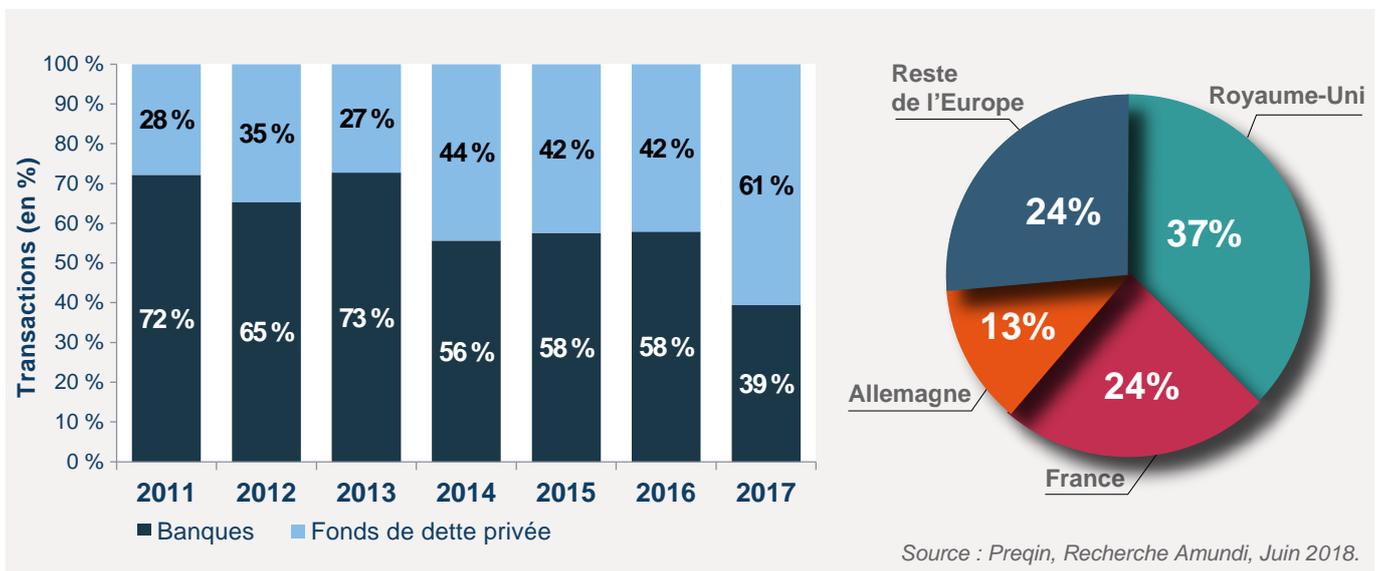
Le marché européen de la dette privée a fortement progressé au cours des dix dernières années. D'après l'analyse trimestrielle sur la dette privée de Prequin (T2 2018), la majeure partie de l'activité de gestion de fonds de dette privée a eu lieu en Amérique du Nord l'an dernier, mais le marché européen a connu la plus forte croissance (l'encours total des capitaux investis dans des fonds de dette privée a augmenté de 52 % au T2 2018 par rapport au T2 2017). Cette tendance est notamment alimentée par l'essor du financement non bancaire. La désintermédiation s'intensifie en Europe, comme le montre la progression constante des transactions garanties par dette privée. En Europe, après le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne ont été les deuxième et troisième marchés les plus désintermédiés en matière de transactions en 2017. Néanmoins, de nombreux investisseurs s'aventurent sur le marché européen de la dette privée, portés par un vif intérêt pour le solide potentiel de risque/rendement et les avantages que cela confère aux portefeuilles en matière de diversification. Globalement, les émetteurs européens souhaitent diversifier leurs sources et leurs modalités de financement, tandis que les investisseurs sont en quête de rendements plus élevés et de diversification. Nous pensons qu'il s'agit là d'une tendance de long terme, que le marché européen de la dette privée connaîtra une forte croissance et qu'il offrira des opportunités intéressantes dans les prochaines années.

“Le marché européen de la dette privée devrait offrir des opportunités intéressantes l'an prochain, mais il faut posséder une expertise de pointe pour pouvoir les exploiter.”

## Surveillez les opportunités

Nous sommes convaincus que cette classe d'actifs ne peut plus être ignorée dans les allocations stratégiques diversifiées. Le marché européen regorge d'opportunités d'investissement grâce à un paysage économique diversifié.

## Transactions de dette privée garanties en Europe



Cela étant, un nombre d'opportunités plus important commande aux gérants de fonds de faire preuve d'une extrême discipline et de rigueur pour choisir les bonnes transactions ajustées en fonction des risques. Par ailleurs, la grande diversité qui existe parmi les pays européens (chaque État membre a son propre système bancaire et sa propre réglementation, ses propres lois fiscales et procédures de faillite) fait qu'il est nécessaire d'être profondément ancré localement et d'avoir une excellente connaissance des pays européens et des acteurs régionaux pour tirer son épingle du jeu. Les conditions de marché dans lesquelles les intervenants évoluent actuellement (politiques monétaires non conventionnelles, fin des programmes d'assouplissement quantitatif et hausse attendue des taux d'intérêt) concourent à complexifier un peu plus l'univers d'investissement. Dans cet environnement changeant et difficile, il faut une véritable expertise pour élaborer des stratégies d'investissement diversifiées qui permettent de répondre aux besoins et préoccupations des investisseurs.

Nous sommes convaincus qu'investir dans la tranche la plus garantie et la plus sénior des structures capitalistiques peut offrir une protection contre un éventuel revirement du cycle de crédit, tout en offrant des rendements attractifs sur le long terme. En outre, nous privilégions les actifs à taux variables qui permettent de protéger les portefeuilles contre les hausses de taux d'intérêt et qui offrent des rendements relativement attractifs. Enfin, nous pensons qu'il convient de construire les portefeuilles sur la base d'une exposition optimale aux actifs liquides et peu liquides et d'une forte complémentarité avec les actifs obligataires traditionnels.

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

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

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

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

**DEVISES ET ACTIFS RÉELS**

**LÉGENDE**

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

Source: Amundi, au 29 août 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

### 27 septembre 2018, date butoir de présentation du budget italien: un défi pour le gouvernement

ANNALISA USARDI, Recherche Macroéconomique  
SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit

Achevé de rédiger le 30/08/2018

#### L'essentiel

Les discussions sur le budget italien vont s'intensifier à mesure que l'on s'approche du 27 septembre, date de publication du document qui donnera les grandes lignes du budget ainsi que les projections économiques et la cible de déficit. Nous considérons ici plusieurs scénarios de déficit budgétaire afin de comprendre les degrés de liberté dont dispose le pays. En particulier nous étudions le lien entre croissance du PIB et impact potentiel sur le niveau des *spreads* de la dette souveraine italienne.

Nos recherches montrent que les niveaux de *spreads* actuels reflètent d'ores et déjà une dérive budgétaire en escomptant certaines des mesures phares du programme du gouvernement. Nous revenons par ailleurs sur les facteurs d'offre et de demande qui affectent les emprunts d'État italiens. À cet égard, et au vu des tendances structurelles des coûts de financement, de la maturité moyenne et de la sensibilité au risque de taux d'intérêt, nous avons identifié quelques facteurs positifs. Ainsi une analyse en termes de valeur relative, notamment par rapport à d'autres emprunts d'État de la zone euro et aux obligations d'entreprise de la périphérie de l'Europe, indique que l'écartement des *spreads* italiens a un impact limité sur les autres segments obligataires.

#### Vision à court terme de l'économie italienne: la combinaison d'un ralentissement de la croissance avec une inflation basse et des taux d'intérêt en hausse constitue un cocktail explosif pour les finances publiques, de sorte qu'un excédent primaire est indispensable pour stabiliser la trajectoire de la dette

Nous avons revu nos prévisions de croissance du PIB à la baisse à 1,1 % en 2018 en ralentissement progressif vers son potentiel, juste en dessous de 1 % en 2019-2020. Cette révision est due à la contribution à la croissance plus faible des investissements et de la consommation personnelle par rapport à 2017, puisque dans le contexte législatif actuel l'on s'attend à un ralentissement de leurs dynamiques de croissance. **Nous ne voyons pas non plus de signaux de reprise significative de l'inflation sous-jacente**, avec d'une part une dynamique modérée des salaires et d'autre part un écart à la production négatif. Des mesures plus larges de l'inflation ont récemment mis en évidence une accélération soutenue par les effets de base liés aux prix de l'énergie, mais d'après nos prévisions cette accélération devrait s'estomper d'ici la fin de l'année. Les risques sur la croissance sont désaxés vers le bas en raison à la fois de facteurs externes (« guerre commerciale », géopolitique) et domestiques (incertitude politique), qui pourraient avoir un impact économique négatif sur la confiance des ménages et des entreprises, les investissements, les décisions d'embauche, les taux et les conditions de financement des entreprises.

#### Encore un mois pour être fixé sur la loi budgétaire tandis que la croissance et les développements politiques sont liés

Une croissance moins élevée pourrait avoir un impact considérable sur le plan politique dans la mesure où cela pourrait renforcer le contraste au sein de la coalition formée par le Mouvement 5 étoiles (M5S) et la Ligue et son ministre des Finances et exacerber les frictions entre les deux partis sur le sujet de la politique budgétaire (revenu universel vs impôt à taux unique) si la décision d'éviter les dérapages était actée.

Actuellement nous nous attendons à ce que le M5S et la Ligue dépassent temporairement leurs divergences et fassent preuve de pragmatisme en matière budgétaire et fiscale, en limitant le déficit public ; leurs yeux sont tournés vers la prochaine échéance électorale : les élections européennes de mai 2019. D'ici là, nous nous attendons à ce que la coalition ait des relations occasionnellement conflictuelles avec l'UE, le rôle dévolu au ministre des Finances étant de maintenir le dialogue ouvert avec les instances européennes. Toutefois, au vu des toutes dernières déclarations, le risque que le déficit atteigne le niveau de 3 % du PIB semble avoir diminué avec un gouvernement plus enclin qu'il ne l'était à adopter une mise en œuvre graduelle de son programme.

### Il y aura plus de visibilité vers le 27 septembre avec la publication de chiffres clés sur le PIB, le déficit et les projections de dette. Autres évènements clés :

Le projet de budget 2019 sera soumis à la Commission européenne avant le 15 octobre. Le gouvernement doit soumettre la loi budgétaire au Parlement avant le 20 octobre pour pouvoir entamer les débats. Puis auront lieu les révisions des notes souveraines entre la fin août et la fin octobre : Fitch le 31/08 (actuellement BBB avec perspective stable), Moody's fin octobre (Baa2 avec perspective négative) et S&P le 26/10 (BBB avec perspective stable).

### Pour lors peu de visibilité et beaucoup d'hypothèses.

#### Mais quel est le niveau de flexibilité des finances italiennes ? On marche sur une corde raide

Les principaux indicateurs des finances publiques, tels que présentés par le gouvernement précédent en tant qu'objectifs 2018 et 2019, seront probablement difficiles à atteindre en raison des performances macro-économiques plus faibles que celles anticipées lors de l'élaboration du budget. De plus l'arrêt des augmentations de TVA réduirait la marge budgétaire de 12,4 milliards supplémentaires.

Au cours du mois dernier de nombreuses hypothèses ont été avancées. Voici quelques scénarios pour mieux appréhender la marge disponible.

**Scénario 1 : implémentation d'un programme allégé n'incluant que le premier niveau de la « flat tax » pour les petites entreprises et l'arrêt des hausses de TVA, le tout financé par une combinaison d'économies et de recettes.** Ce scénario serait comparable à celui présenté par les journaux pour un gouvernement visant un déficit de 1,8 %, mais il ne permettrait l'implémentation que d'un petit nombre de mesures fiscales du contrat gouvernemental.

**Scénario 2 : implémentation initiale partielle de certaines mesures phares de la Ligue comme de M5S, financées par une combinaison d'économies et de recettes et la rationalisation en interne des dépenses fiscales** (implémentation d'une forme de revenu universel pour les revenus modestes avec le retrait de l'aide financière de 80 euros introduite par le gouvernement précédent). Ce scénario serait un peu plus « parcimonieux » que celui apparemment pris en compte par le *spread* BTP-Bund (selon une enquête Bloomberg le *spread* actuel anticiperait un déficit à 2,7 %).

**Scénario 3 :** à titre de référence nous prenons ici en compte, sur la base des estimations, l'implémentation simultanée de l'ensemble des mesures présentées dans le « contrat » de gouvernement.

Dans les scénarios 1 et 2 nous supposons que le gouvernement ne choisira pas de financer toutes les mesures avec du déficit, mais qu'il essaiera d'en financer un maximum grâce à une combinaison de mesures pour un montant allant jusqu'à 20 milliards. Le scénario 3 nécessite un financement par du déficit.

Le gouvernement pourrait mettre en avant la possibilité de le financer grâce à une combinaison de sources, comme la lutte contre l'évasion fiscale (estimée à 20 milliards en 2017 et 16 milliards en moyenne sur les 5 dernières années), la diminution des coûts politiques, une amnistie fiscale et la réduction des dépenses fiscales. Trouver une combinaison de recettes issues de la lutte contre la fraude fiscale ainsi que d'autres sources est essentiel sans quoi le déficit atteindrait rapidement les 3 % ou même au-delà, et ce même avec le premier scénario. Une chose est sûre : ce budget danse sur la corde raide.

**Un autre « espoir » de trouver de la marge budgétaire se fonde sur les négociations de flexibilité avec la Commission européenne.** Si le ministre des Finances parvenait à obtenir de la flexibilité (ne pas atteindre l'objectif d'évolution du déficit budgétaire ajusté du cycle d'environ 0,6 % du PIB), ceci pourrait générer une marge d'environ 10 milliards supplémentaires qui pourraient servir, en partie, à couvrir la suppression de l'augmentation de TVA. Cette hypothèse est plausible, au moins en partie, mais uniquement dans le cas d'un budget de départ raisonnable (à l'exclusion donc du scénario 3). Nous ne prenons pas cette marge additionnelle en compte dans nos calculs. Nous ne prenons pas non plus en compte, dans nos estimations, les possibles effets positifs sur le budget d'une croissance du PIB à court terme.

En l'absence d'éclaircissements apportés par le gouvernement, ces scénarios ne représentent que des combinaisons possibles pouvant servir de point de repère étant donné l'incertitude actuelle entourant la loi budgétaire.

| en Mds €                             |   |   |   |                                 |   |                                |      |
|--------------------------------------|---|---|---|---------------------------------|---|--------------------------------|------|
| Programme très allégé                | Scénario 1  | Implémentation partielle et rationalisation | Scénario 2  | Programme intégral en simultané | Scénario 3  |                                |      |
| Solde primaire 2018                  | 32,6  | Solde primaire 2018                         | 32,6  | Solde primaire 2018             | 32,6  |                                |      |
| D<br>É<br>P<br>E<br>N<br>S<br>E<br>S | Dépenses non-reportables                                    | -3,5  | Dépenses non-reportables                                    | -3,5                            | Dépenses non-reportables                                    | -3,5                           |      |
|                                      | Ressources pour éviter la hausse de TVA                     | -12,4                                       | Ressources pour éviter la hausse de TVA                     | -12,4                           | Ressources pour éviter la hausse de TVA                     | -12,4                          |      |
|                                      | Ressources pour mise en place partielle flat tax            | -3,5  | Ressources pour mise en place partielle flat tax            | -3,5                            | Flat Tax (mise en place complète)                           | -50,0                          |      |
|                                      |   |   |   |                                 | Taxes sur l'essence   | -6,0                           |      |
|                                      |   |   | Investissements publics.                                    | -6,0                            | Investissements publics.                                    | -6,0                           |      |
|                                      |   |   |   |                                 | Machine à sous  | -7,0                           |      |
|                                      |   |   | Réforme des centres de recrutement                          | -2,7                            | Réforme des centres de recrutement                          | -2,0                           |      |
|                                      |   |   | Revenu universel (a)  | -16,0                           | Revenu universel (b)  | -17,0                          |      |
|                                      |   |   |   |                                 | Réforme du système des retraites                            | -8,1                           |      |
|                                      |   |   |   |                                 | Allocations familiales                                      | -8,5                           |      |
|                                      | Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé | -3,0  | Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé | -3,0                            | Impact réduit de la croissance du PIB sur le déficit estimé | -3,0                           |      |
| R<br>E<br>C<br>E<br>T<br>T<br>E<br>S |   |   | Suppressions d'allègements fiscaux                          | 16,0                            | Suppressions d'allègements fiscaux                          | 16,0                           |      |
|                                      |   | Coût politique réduit                       | 0,5   | Coût politique réduit           | 0,5   | Coût politique réduit          | 0,5  |
|                                      |   |   |   |                                 | Paix fiscale  | 25,0                           |      |
|                                      |   | Lutte contre la fraude fiscale              | 16,0  | Lutte contre la fraude fiscale  | 16,0  | Lutte contre la fraude fiscale | 16,0 |
|                                      | =   |   | =   |                                 | =   |                                |      |
|                                      | 2019  | 26,7  | 2019  | 18,0                            | 2019  | -33,4                          |      |
|                                      | Solde primaire  |   | Solde primaire  |                                 | Solde primaire  |                                |      |

**Impact des scénarios envisagés ci-dessus sur quelques métriques clés en 2019.**

NB : entre parenthèses figurent les cibles du précédent gouvernement

|  | Scénario 1 | Scénario 2 | Scénario 3 |
|--|------------|------------|------------|
| Solde budgétaire (Mds)                         | 26,7       | 18,0       | -33,4      |
| Solde budgétaire (% PIB)<br>(cible 2019 : 2,7) | 1,6        | 1,0        | -1,9       |
| Charge d'intérêt estimée (% PIB)               | 3,5        | 3,5        | 3,9        |
| Déficit (% PIB)<br>(cible 2019 : -0,8)         | -1,9       | -2,5       | -5,8       |
| Dettes cible 2019 : 128)                       | 129,0      | 129,6      | 132,9      |

(a) Les estimations pour cette mesure vont de 17 à 35 Mds €, nous prenons la moyenne et lui retranchons environ 10 Mds en supposant que certaines mesures de soutien du revenu seront réduites (soutien de 80 € introduit par le gouvernement précédent).

(b) Nous retenons ici le coût minimal estimé pour cette mesure dans le scénario 3 (17 Mds €)

NB : si le ministre des finances parvient à obtenir un peu de flexibilité de la part de la Commission européenne en matière de réduction du déficit primaire structurel (avec un ajustement inférieur aux 0,6 % du PIB sur lequel le précédent gouvernement s'était engagé), cela pourrait libérer des ressources additionnelles de 10,3 Mds, ce qui, selon nous, serait possible uniquement dans les scénarios 1 et 2.

Sources : Recherche Amundi, Bloomberg, MEF, Il Sole 24 ore, Osservatorio dei Conti Pubblici

**Matrice de viabilité de la dette :**  
un outil pour mieux visualiser les différents scénarios de budget

**Évolution du ratio Dette/PIB selon différents scénarios de croissance et de balance primaire pour un niveau de taux d'intérêt donné**

| Solde budgétaire (% du PIB) | Croissance du PIB nominal |       |              |       |       |       |
|-----------------------------|---------------------------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|                             | 1%                        | 2%    | 2,5%         | 4%    | 5%    | 6%    |
| 3,5%                        | -0,5%                     | -1,8% | <b>-3,1%</b> | -4,4% | -5,7% | -7,0% |
| 3,0%                        | 0,0%                      | -1,3% | <b>-2,6%</b> | -3,9% | -5,2% | -6,5% |
| 2,5%                        | 0,5%                      | -0,8% | <b>-2,1%</b> | -3,4% | -4,7% | -6,0% |
| 2,0%                        | 1,0%                      | -0,3% | <b>-1,6%</b> | -2,9% | -4,2% | -5,5% |
| 1,5%                        | 1,5%                      | 0,2%  | <b>-1,1%</b> | -2,4% | -3,7% | -5,0% |
| 1,0%                        | 2,0%                      | 0,7%  | <b>-0,6%</b> | -1,9% | -3,2% | -4,5% |
| 0,5%                        | 2,5%                      | 1,2%  | <b>-0,1%</b> | -1,4% | -2,7% | -4,0% |
| 0,0%                        | 3,0%                      | 1,7%  | <b>0,4%</b>  | -0,9% | -2,2% | -3,5% |
| -0,5%                       | 3,5%                      | 2,2%  | <b>0,9%</b>  | -0,4% | -1,7% | -3,0% |
| -1,0%                       | 4,0%                      | 2,7%  | <b>1,4%</b>  | 0,1%  | -1,2% | -2,5% |
| -1,5%                       | 4,5%                      | 3,2%  | <b>1,9%</b>  | 0,6%  | -0,7% | -2,0% |
| -2,0%                       | 5,0%                      | 3,7%  | <b>2,4%</b>  | 1,1%  | -0,2% | -1,5% |
| -2,5%                       | 5,5%                      | 4,2%  | <b>2,9%</b>  | 1,6%  | 0,3%  | -1,0% |
| -3,0%                       | 6,0%                      | 4,7%  | <b>3,4%</b>  | 2,1%  | 0,8%  | -0,5% |
| -3,5%                       | 6,5%                      | 5,2%  | <b>3,9%</b>  | 2,6%  | 1,3%  | 0,0%  |

La partie grisée du tableau ci-contre met en avant les combinaisons de solde primaire et croissance du PIB nominal, qui selon un niveau donné de taux d'intérêt, permettent une réduction du ratio Dette/PIB. La cellule jaune correspond à la prévision actuelle basée sur le DEF (*Documento di Economia e Finanza*) à avril 2018.

Selon nos prévisions d'inflation et de croissance pour 2019 (colonne en gras) et avec un taux à 10 ans proche des niveaux actuels, le scénario 1 (vert) et le scénario 2 (jaune) permettraient une réduction du ratio Dette/PIB. Le scénario 3 (rouge) entraînerait une augmentation de ce ratio.

Si le solde primaire tombait en territoire négatif, la dette augmenterait, poussant le ratio vers le bas, de la colonne en gras.

La matrice ci-dessus permet de comprendre que le ratio dette/PIB baisserait proportionnellement à un dérapage fiscal (comme dans le scénario 3) à moins que la croissance nominale du PIB n'atteigne les 5 % voire 6 % ce qui serait le résultat d'une inflation très élevée ou d'une croissance très importante. Il est difficile d'imaginer que le plan budgétaire puisse pousser la croissance du PIB à de tels niveaux (qui plus est sans affecter auparavant les taux d'intérêt à 10 ans).

**La volatilité des spreads des BTP de retour en août tandis que « l'heure de vérité » du budget approche**

Après s'être stabilisés en juillet, les *spreads* des BTP sont repartis à la hausse en août frôlant les points hauts récents, enregistrés en mai pour les taux à 10 ans (286 pb à la mi-août contre 290 pb en mai). Cependant, le segment à court terme de la courbe des taux italienne a mieux résisté à la récente volatilité qu'au mois de mai, le *spread* entre le BTP et le Bund, pour les taux à 2 ans, culminant à 196 pb à la mi-août bien en deçà des 340 pb enregistrés en mai, mais également en dessous des 230 pb du mois de juin. La volatilité était également moins importante que le pic du mois de mai sur le segment court terme de la courbe des taux italiens. Après avoir mis l'Italie sous surveillance à fin mai, l'annonce par Moody's du report de toute prise de décision à fin octobre, en vue d'attendre la publication du nouveau budget en septembre, a donné un peu de répit à court terme aux *spreads* des BTP tout en mettant la pression sur le gouvernement, l'incitant à éviter le choix d'une orientation budgétaire trop accommodante.

**Quel type de budget sous-tend les spreads actuels ?**

D'après les prévisions médianes collectées par une récente enquête de Bloomberg auprès des banques, il semblerait que les *spreads* actuels du marché anticipent déjà un ratio dette/PIB pour 2019 à près de 2.5 %/2.7 %, plus élevé donc que les seuils de 1,6 % à 1,8 % que nous mentionnions plus haut comme étant ceux publiés dans les journaux pour le gouvernement et qui ne seraient compatibles qu'avec l'implémentation d'un petit nombre de mesures fiscales du contrat de gouvernement (scénario 1 d'un programme très allégé décrit dans la section précédente). Il ne s'agit donc pas d'un scénario extrême, bien qu'il soit plus agressif que le programme d'assouplissement budgétaire annoncé dans les déclarations récentes. En analysant de plus près les résultats de l'enquête, selon le résultat des propositions budgétaires et les objectifs de déficit par rapport au PIB en 2019, une sorte de « consensus de *spread* » a été façonné autour du *spread* des BTP. De fait, selon cette enquête, un ratio déficit/PIB de 0,8 % équivaldrait à un *spread* médian de 150 pb, un ratio déficit/PIB de 1,8 %

irait de pair avec un niveau de *spread* à quelques points de base au-dessus de 200 pb tandis qu'un niveau de 3 % équivaldrait à un *spread* d'environ 300 pb. Une confrontation forte avec l'UE combinée à une prévision de déficit très agressive au-dessus de 6 % mènerait, selon le consensus à des niveaux de *spreads* significativement plus élevés entre 450 et 500 pb. En résumé, une certaine prime de risque a déjà été intégrée en anticipation du résultat de la loi budgétaire tout en prenant en compte les déclarations rassurantes du ministre des Finances.

### Pour lors, il y a peu d'effet de contagion sur la dette souveraine des pays périphériques, tandis que les obligations d'entreprise périphériques ont bien résisté par rapport au BTP, sur une base relative, ce qui indique que le marché fait confiance à la BCE et aux outils à sa disposition

En août le *spread* entre les taux italiens et espagnols a atteint des points hauts historiques pour les échéances de 7 à 10 ans tandis que les maturités de 1 à 3 ans étaient récemment proches de leurs niveaux de 2011. Le pic des *spreads* italiens à de nouveaux points hauts historiques sur les maturités longues par rapport aux obligations d'état espagnoles souligne la confiance du marché dans la capacité de la BCE à contenir la contagion, grâce notamment à la large palette d'outils mise en place et développée au cours des dernières années et qui est désormais pleinement opérationnelle, ainsi que les effets continus des programmes d'assouplissement quantitatif et des taux négatifs et ce malgré la fin annoncée des programmes de rachat en décembre. Les obligations d'entreprises des pays périphériques restent corrélées aux *spreads* des obligations d'état italiennes, mais semblent résister jusqu'à présent, sur base relative, par rapport aux expériences passées. Sur ce plan, le CSPP a joué un rôle important en conjonction avec un contexte macro et micro-économique favorable et des conditions financières accommodantes.

### Spreads des obligations italiennes vs espagnoles sur les maturités courtes et longues



### Les banques italiennes maintiennent des conditions financières accommodantes et ont réduit leurs stocks de créances douteuses

Les résultats du dernier sondage sur les conditions de crédit bancaire mené sur les banques italiennes restent pour l'ensemble en conformité avec les signaux en provenance d'autres banques des pays de la zone euro : le pourcentage de banques italiennes qui resserrent leurs conditions financières est toujours négatif malgré une légère hausse, tandis que la demande de crédit des entreprises ralentit. **Les conditions de crédit adoptées par les banques italiennes demeurent donc souples pour le sondage de juillet.** En parallèle, les réductions de créances douteuses (NPL) par les banques italiennes se poursuivent, indépendamment des turbulences politiques et de la hausse des *spreads*. Les derniers chiffres publiés sur **les stocks nets de créances douteuses détenues par les banques italiennes sont tombés en juin à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2010 et se sont réduits de plus de la moitié depuis les pics de fin 2016** : ainsi, la volatilité des *spreads* n'a pas, jusqu'à présent, affecté la capacité des banques italiennes à maintenir le cap dans ce domaine.

**La diminution des créances douteuses détenues par les banques italiennes s'accélère en juin**



**Qu'en est-il de l'offre de dette souveraine sur les mois à venir ?**

Sur les trois dernières années, le volume net des émissions de dette souveraine italienne a adopté une tendance baissière, passant de 70/80 milliards d'euros annuels en 2013 et 2014 à 40/50 milliards d'euros sur les trois années suivantes. En 2018 le montant final devrait être encore moins élevé que l'an passé, probablement aux alentours de 30 milliards d'euros. Pour lors, en juillet, le montant net des émissions sur l'année en cours a atteint 56 milliards d'euros, en deçà de la moyenne cumulée des trois et cinq dernières années.

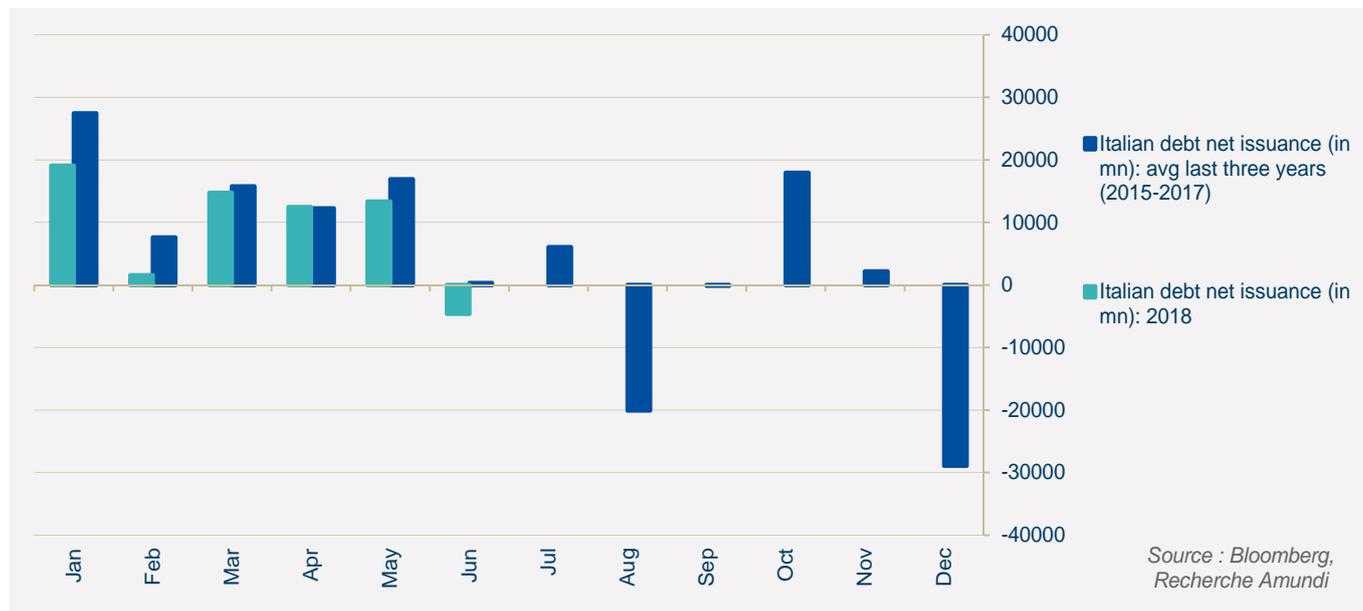
Après les pics récents, le montant net des émissions devrait devenir négatif sur les mois à venir : la saisonnalité des émissions de dette est très évidente si l'on observe les données mensuelles des cinq dernières années.

Quelques éléments à souligner :

- 1) le premier semestre est toujours l'occasion d'une hausse significative des émissions nettes proches de chaque pic annuel, pour ensuite retomber au cours du second semestre (c'est le cas des cinq dernières années et de la tendance 2018).
- 2) les émissions nettes au second semestre sont toujours assez négatives en août et décembre. La faible liquidité du marché et les volumes d'échanges peu importants font partie des facteurs sous-jacents de l'évidente saisonnalité du mois d'août. Par ailleurs la faible liquidité combinée au fait que les financements annuels tendent à être effectués par anticipation les mois précédents, sont probablement les causes des montants très négatifs des émissions nettes auxquels le mois de décembre est habitué.

Ainsi **les pressions sur l'offre devraient baisser sur le reste de l'année 2018** par rapport au premier semestre. L'offre nette devrait se stabiliser pour devenir négative au deuxième semestre et le rythme des émissions brutes devrait quasiment être divisé par deux par rapport aux cinq premiers mois de l'année. **Ces tendances devraient alléger les éventuelles pressions sur le marché primaire.** En revanche, du côté de la demande, les données récentes montrent que les investisseurs étrangers ont significativement réduit leur exposition en mai et juin. Au cours de ces deux mois, les banques italiennes ont augmenté leurs positions en BTP de 28 milliards d'euros, absorbant l'essentiel des ventes de non-résidents. Cette tendance s'est stabilisée en juillet, les banques italiennes n'augmentant leurs positions qu'à la marge par rapport aux deux mois précédents tandis que les engagements italiens résultant des opérations TARGET2 ont légèrement diminué sur ce même mois. Le volume des achats de la BCE se situe aux alentours de 4 milliards d'euros sur une base mensuelle, mais devrait être divisé par deux sur les trois derniers mois de l'année.

## Émissions nettes mensuelles italiennes pour 2018 en cohérence avec les moyennes des trois dernières années



## Regard sur les tendances structurelles récentes favorables des coûts de financement, maturités moyennes et sensibilité au taux de risque

Au cours des trois dernières années le profil de la dette publique italienne s'est amélioré, avec non seulement un coût moyen et une sensibilité au taux de risque réduits, mais également un risque de refinancement à court terme plus bas grâce à l'augmentation de sa maturité moyenne. Depuis 2011 le **coût moyen de financement** de la dette publique italienne s'est significativement réduit, pour atteindre un niveau situé entre 0,5 % et 0,7 % dans les trois dernières années. Avec un décalage d'environ trois ans, cette tendance a finalement aussi affecté le **coût moyen de financement de l'intégralité du stock de dette publique**, qui est passé d'un taux de près de 4,0 % en 2014 aux 2,7 % actuels. La répartition actuelle de la dette italienne, par année d'émission, montre qu'environ deux tiers de la dette actuellement en circulation a été émise depuis 2013, soit au cours d'années bénéficiant de taux relativement bas. La rotation moyenne annuelle de la dette ces dernières années a avoisiné les 400 milliards d'euros avec moins de deux tiers du refinancement (environ 62 %) via des obligations et le reste en bons du trésor avec des maturités d'un an ou moins. Au cours des dernières années, en parallèle de la chute de son coût moyen (qui devrait probablement se maintenir pour quelques années au moins, sauf si une augmentation significative du *spread* se concrétisait) le stock de dette publique italienne a également enregistré une augmentation régulière de sa maturité moyenne, qui est passée de 6,4 années à son niveau actuel proche de 7 ans. Ceci a été possible grâce à la gestion du compromis entre coût total de financement et risque de refinancement à court terme menée à travers la stratégie de refinancement. Pour résumer, la pondération des BOT (obligations à plus court terme) a été quasiment divisée par deux depuis 2011 passant de 9,8 % à 5,6 % tandis que la pondération des obligations à moyen et long terme a été augmentée, passant de 64 % à 72 %. Cette stratégie a également été efficace pour l'optimisation du compromis entre financement à coût réduit d'une part et exposition aux instruments à taux variable/court terme d'autre part. La poche d'instruments à taux variable liés à des taux à court terme (principalement avec des maturités courtes également) a été divisée par deux passant de 24 % à 12 % tandis qu'en parallèle le poids des instruments indexés à l'inflation s'est graduellement apprécié pour se stabiliser autour de 11 %.

## Dernières évolutions du coût de la dette et ses perspectives

Suite à l'augmentation des rendements des obligations italiennes et de leurs *spreads* depuis la mi-mai, le coût de refinancement de la dette italienne s'est légèrement apprécié au cours des derniers mois. Après le point bas enregistré en fin avril à 0,55 %, le taux d'intérêt moyen payé par l'Italie pour son financement est passé à 0,75 % à fin juin, le dernier chiffre officiel connu à la date de rédaction de cette analyse. Si l'on suppose une évolution stable des *spreads* actuels sur le reste de l'année, nos prévisions pointent vers une augmentation supplémentaire pour finir l'année à 0,85 %. **Si l'on suppose également une perspective stable des *spreads* pour**

**l'année prochaine nos anticipations pointent vers un coût moyen de financement à la hausse, avoisinant 1,5 %, un niveau qui serait plus bas que le coût moyen actuel payé par l'Italie sur l'ensemble de son stock de dette en circulation et également plus bas que le taux moyen des instruments arrivant à échéance l'an prochain.** En fait, selon nos prévisions, le coupon moyen des instruments obligataires à moyen et long terme arrivant à échéance au cours des trois prochaines années serait de 2,7 % en 2019, 2,34 % en 2020 et 2,37 % en 2021. Il faudrait donc une forte hausse des *spreads* pour affecter négativement les coûts de financement et ainsi retourner la tendance favorable observée ces dernières années. Un autre point à souligner également est le fait que grâce à la réduction du poids des instruments à taux variables et de celle des bons, la sensibilité du coût de financement à une hausse progressive des taux de la BCE semble relativement limitée. Ainsi, à moins d'un choc sur les *spreads* similaire à celui de 2011, la dette italienne devrait continuer à bénéficier des effets positifs à retardement des baisses de taux d'intérêt des dernières années, grâce également, en partie, à sa maturité plus longue. Ceci est important en vue d'évaluer la soutenabilité de la dette face à d'éventuels chocs négatifs sur les coûts de financement.

## Conclusion

Les BTP italiens offrent des *spreads* en cohérence avec un déficit budgétaire proche du seuil des 2.5 %/2.7 % ce qui semble augurer d'un assouplissement du budget en parallèle d'une implémentation partielle initiale de certaines mesures phares de la Ligue et de M5S financée par une combinaison d'économies, de recettes et de rationalisation interne sur le plan des dépenses fiscales. Ainsi, dans le cas où le scénario de budget le plus inquiétant (scénario 3) était évité, les facteurs techniques à court terme et la valeur relative par rapport à d'autres produits de *spread* pourraient soutenir un scénario de *spreads* moins volatiles, et ce particulièrement sur la partie court et moyen terme de la courbe des taux. Dans les faits, malgré des rachats moins importants de la BCE, l'offre sur le marché primaire devrait réduire sa pression durant les prochains mois, dans un contexte où les investisseurs étrangers ont réduit leur exposition et que les BTP constituent la dernière source de *spread* sur le segment des maturités courtes. Notre analyse des tendances à plus long terme montre également que l'augmentation, au cours des dernières années, de la maturité moyenne de la dette, devrait continuer à soutenir une diminution, même limitée, du coût moyen de la dette en 2019 tant qu'un choc sur les *spreads* est évité.

## Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le tableau ci-dessous reprend les principaux facteurs de risque accompagnés des impacts de marché possibles. Les probabilités reflètent notre propre jugement (ils ne reposent donc pas sur des variables de marché).

|  |                     |  |
|--|---------------------|--|
| Risque # 1   | 50 %<br>probabilité | <b>Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</b>                                    |
| <p><b>Analyse</b>   Avec les taxes sur l'aluminium et l'acier, Donald Trump s'est attaqué à la Chine. La Chine entend ne pas surréagir mais a quand même procédé à des mesures de rétorsion : vin, noix, acier, aluminium recycle, porc... Même chose pour le Mexique, le Canada, l'Union Européenne, l'Inde, la Turquie, la Russie... tous ces pays ont adopté des mesures restrictives. Il est probable que les menaces de Trump quant à la mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (6 novembre). Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère. Si une montée des tensions nous semble probable, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble en revanche toujours contenue (25 %) pour au moins deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif avant les élections (vive opposition perceptible dans le camp républicain/ effet boomerang); (2) les pays partenaires vont prendre garde de ne pas tomber dans le piège tendu et conserver une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque pour au moins deux autres raisons: (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier (avec une cote de popularité en hausse) et pas ou peu d'impact à ce stade sur le climat des affaires aux États-Unis.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment en Europe) et risquent de conduire à un report dans le temps de certains projets d'investissement. Même en l'absence de guerre commerciale de grande envergure, l'économie peut ralentir. Une réaction en chaîne provoquerait un affaissement du commerce mondial et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Contrairement à ce que soutient Donald Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.</p> |                     |  |
| Risque # 2   | 50 %<br>probabilité | <b>Accroissement des tensions géopolitiques, avec pour corollaire une augmentation supplémentaire du prix du pétrole</b> |
| <p><b>Analyse</b>   Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique. La situation s'est détendue en Asie avec la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation reste en revanche tendue sur le dossier iranien (dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire le risque d'une reprise du programme nucléaire en Iran). Les tensions au Moyen-Orient sont déjà en partie responsables de la montée des prix du baril.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Il y aura régulièrement des regains de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent de façon imprévisible. Les autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) sont plus difficiles à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les marchés financiers? Il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon épisodique.</p>   |                     |  |
| Risque # 3   | 20 %<br>probabilité | <b>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les spreads souverains en zone euro</b>                |
| <p><b>Analyse</b>   L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations sont particulièrement tendues avec les autres pays de l'UE, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Si le risque d'un dérapage budgétaire conséquent ne doit pas être négligé, les déclarations du ministre des finances visent à rassurer ses partenaires de l'Union monétaire: il est clairement exclu pour la coalition de mettre en œuvre une politique qui mette en risque l'appartenance de l'Italie à la zone euro. C'est d'ailleurs pourquoi la coalition parle de remettre à plus tard (2019 ou 2020) de nombreuses mesures de son programme... Le compromis adopté par les partis au pouvoir a néanmoins permis une accalmie, mais rien ne garantit que cela soit durable. La présentation du budget et la réaction de la commission européenne et des agences de notation seront sans doute assez déterminantes.</p> <p><b>Impact de marché</b>   En cas néanmoins de dérive budgétaire incontrôlée en Italie, il faudrait s'attendre à une augmentation très rapide des taux d'intérêt locaux, ce qui mettrait en péril la reprise en cours et la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Il est probable dans ce cas de figure que la coalition explose, ou encore que le Président oppose son veto à la loi de finances. Dans les deux cas de figure, de nouvelles élections seraient probablement inévitables. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter la propagation des tensions financières aux autres pays périphériques.</p>  |                     |  |

Risque # 4

**20 %**  
probabilité

**« Hard Brexit »**

**Analyse** | Nous identifions quatre scénarios :

(1) « **Soft Brexit** » (probabilité : 50 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJE...).

(2) **Brexit « très soft »** (probabilité : 20 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

(3) Un « **hard Brexit** » (probabilité : 20 %), selon les termes de l'OMC avec très peu d'accès aux services.

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

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

Risque # 5

**20 %**  
probabilité

**Contagion dans le « monde émergent »**

**Analyse** | Les marchés émergents sont en souffrance depuis quelques mois, impactés par les hausses de taux de la Fed, mais aussi et surtout par la montée des craintes de guerre commerciale et par la baisse de certains marchés spécifiques (difficultés en Argentine, en Chine, en Turquie, au Brésil...). En bref, si le risque systémique est plus faible compte tenu de la moindre vulnérabilité des pays émergents, il n'en demeure pas moins vrai qu'au final, tous les marchés ou presque (Russie et Inde en forte hausse) sont en baisse depuis le début de l'année : -10 % pour la Chine, -7,5 % pour la Corée... et -12 % pour le MSCI émergents. Des craintes de guerre commerciale plus intense pousseraient sans aucun doute vers une plus grande contagion.

**Impact de marché** | Spreads de crédit et marchés d'actions seraient fortement chahutés, et ce d'autant plus que les devises émergentes souffriraient en premier de sorties de capitaux. Attention, le monde émergent n'est pas un bloc homogène, mais il a nettement tendance à se comporter comme un bloc lorsque les conditions de marché se dégradent fortement et brutalement. C'est pour cela – aussi – que la prudence envers les marchés émergents est de mise actuellement

Risque # 6

**15 %**  
probabilité

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

**Analyse** | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) stimule la croissance. Avec une croissance du PIB réel déjà nettement supérieure à 2 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un *output gap* positif), le taux réel des *fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit évidemment éviter toute erreur de communication en raison de la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25 pb (non préparé). Ce type d'erreur est très improbable de nos jours : la Fed communique désormais sur le fait qu'elle ne sur-réagirait pas si l'inflation devait surprendre à la hausse temporairement. Notons par ailleurs que l'impact favorable à court terme de la politique budgétaire devrait permettre à la Fed de continuer à relever ses taux d'intérêt sans accroître le risque de récession, donc sans dommage pour les marchés financiers.

**Impact de marché** | Si jamais la Fed accélérât ses hausses de taux, il faudra miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis.

Risque # 7

**15 %**  
probabilité

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

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

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

Risque # 8

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

**Analyse** | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins : i) une remontée significative des perspectives de croissance (nominale, réelle ou potentielle), ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Néanmoins ces facteurs nous semblent plus improbables qu'en début d'année. 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.

## 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 ralentit, lentement mais sûrement.

- **La croissance mondiale se tasse : depuis l'été, l'économie mondiale tend à évoluer en ordre dispersé.** La croissance s'est tassée en zone euro tandis qu'elle reste très solidement ancrée aux États-Unis. En dépit de la montée des risques, les enquêtes de confiance restent néanmoins sur un niveau élevé. Les économies émergentes ont été fragilisées par la contagion financière qui a résulté des crises en Argentine et en Turquie. L'appréciation généralisée du dollar a fragilisé les économies endettées en dollar. Il en a résulté un mouvement de sorties de capitaux des pays émergents et une dépréciation des devises qui pèse sur l'inflation. En définitive, les banques centrales ont commencé à durcir leur politique monétaire dans de nombreux pays simultanément. Enfin on note un ralentissement économique plus prononcé qu'attendu en Chine qui a conduit les autorités à modifier l'orientation de la politique économique.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial s'est affaibli depuis le début de l'année. Les hausses de droits de douane annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium ont débuté le 1<sup>er</sup> juin vis-à-vis du Canada, du Mexique et des pays de l'UE. On observe que la menace protectionniste a pesé sur la confiance des chefs d'entreprise notamment en Europe. Rappelons toutefois que jusqu'à maintenant les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires sont mesurées. Ceci dit, l'incertitude tend à perturber le fonctionnement des chaînes de valeur dont le développement a été étroitement lié à la croissance du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i. e. sur une croissance du commerce en deçà de celle du PIB mondial).
- **États-Unis :** sans surprise la croissance est attendue supérieure à 3 % au T3 2018 et l'économie continue de créer des emplois. Le marché du travail se tend davantage et les salaires commencent à accélérer. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel dans les trimestres à venir. Les conditions monétaires et financières demeurent accommodantes en dépit de la remontée des taux de la Fed et de l'appréciation du dollar. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) explique le dynamisme de la conjoncture à ce stade du cycle. Pas de récession à craindre en 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement monétaire). Nous tablons sur un ralentissement de la croissance à l'horizon 2020, avec une croissance plus proche de 2 % à cet horizon.
- **Zone euro :** nous avons revu notre prévision de croissance légèrement à la baisse à 2,0 % (2018) et 1,8 % (2019). Les menaces protectionnistes ont pesé sur le climat de confiance mais les dernières enquêtes montrent que la zone euro est résiliente. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique de la nouvelle coalition en Italie aura un impact économique marqué (cf. le thème du mois). À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée de son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, la question des migrants continue d'occuper une place prépondérante dans les débats. Ce qui laisse augurer de tensions récurrentes dans la perspective des élections européennes de mai 2019. En Allemagne, les élections en Bavière le 14 octobre auront valeur de test.
- **Royaume-Uni :** les négociations sur le Brexit se sont enlisées et la date butoir pour parvenir à un accord avec l'UE cette année sera probablement dépassée. Les dissensions au Royaume-Uni sur les modalités du Brexit sont vives (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière). L'UE tient de son côté à démontrer que le pays qui s'engage dans une sortie de l'UE est perdant. En définitive, nous attendons néanmoins un accord (sans doute pas avant 2019) qui permettra au R-U de bénéficier de la période de transition jusqu'en décembre 2020. Nous tablons sur un rythme de croissance affaibli tant que l'incertitude n'est pas levée.
- **Chine :** l'économie chinoise est en train de ralentir. L'affaiblissement du commerce mondial explique en partie cela. Les tensions sur le commerce avec les États-Unis continuent de dominer l'actualité : la menace américaine de taxer 200 Mds de produits chinois importés est prise en compte très sérieusement par le gouvernement chinois. C'est dans ces conditions que la Chine vient d'opérer un virage de politique économique avec une politique budgétaire de soutien à la croissance. Nous avons très légèrement revu en baisse (d'un dixième) notre prévision pour l'an prochain. Ceci dit les risques sur la croissance nous semblent désormais clairement baissiers.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées) et devrait continuer de se redresser graduellement. 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 dans les pays avancés. Une « surprise inflationniste » demeure possible mais elle serait de courte durée dans un environnement de tassement de la croissance mondiale. En revanche, la situation est assez différente dans les économies émergentes où les pressions inflationnistes sont plus vives dans de nombreux pays, ce qui a conduit de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.

- **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (77 \$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par les tensions au Moyen-Orient et la politique de l'OPEP sur fond de demande mondiale toujours 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). Notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$) constitue notre prévision à 6-12 mois.
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons 2 hausses de 25pb au S2 2018 (septembre et décembre), et 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE réduira ses achats de titres mensuels (de 30 Mds à 15 Mds €) au T4, pour y mettre fin en décembre, comme annoncé. Le 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

**Les mesures protectionnistes annoncées par Trump ont fait monter le niveau d'incertitude à l'échelle mondiale et probablement nourri l'appréciation du dollar et les sorties de capitaux des pays émergents, très sensibles à la thématique du commerce international. Or D. Trump se dit prêt à aller plus loin. Cette menace est à prendre très au sérieux tant en ce qui concerne la Chine que l'Europe. La probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce est élevée, dans une période où les risques géopolitiques dominent au Moyen-Orient (risques sur le pétrole).**



### Scénario baissier (probabilité de 25 %) : ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.

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

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et pourrait générer à court terme de l'inflation. Ceci dit une guerre commerciale apparaîtrait rapidement déflationniste (en raison d'un choc sur la demande globale).
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cesseraient de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), auraient de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



### Scénario haussier (probabilité de 5%) : accélération de la croissance mondiale en 2018

**La probabilité est désormais très faible en raison de l'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis, la Chine et l'Europe notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran), de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement chinois et de tensions politiques en Europe (tensions entre l'Italie et l'UE, Brexit). Ces facteurs incitent les entreprises à rester prudentes.**

- Accélération tirée par l'investissement des entreprises et le commerce mondial (si les tensions protectionnistes disparaissent)
- La politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance ré-accélère en zone euro après un trou d'air au S1. Stabilisation en Chine.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires très accommodantes.

#### Conséquences :

- Une accélération de la croissance mondiale augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directeurs réels (aux États-Unis notamment).

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### Solide rebond du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre soutenu par une demande intérieure forte

- Le moral des entreprises reste bon et les enquêtes de conjoncture mettent en avant l'augmentation des projets d'investissement. Les ménages restent optimistes grâce à des salaires en augmentation et à un marché du travail vigoureux.
- L'activité industrielle reste orientée à la hausse, soutenue par une forte demande. Les chiffres des commandes de biens d'équipement et des ventes de détail ont confirmé leur solidité. De façon plus décevante, la tendance de la productivité est restée faible et certains indicateurs suggèrent un ralentissement de l'immobilier.
- Les perspectives d'inflation sont restées alignées sur les prévisions de la Fed: elles subissent une légère pression haussière mais le déflateur de la consommation privée (PCE) converge vers l'objectif de la Fed.
- Les taux sont restés inchangés après la réunion du FOMC en août (1,75 % à 2 %). La politique monétaire accommodante prend graduellement fin et devrait bientôt passer à neutre.
- Des droits de douane de 25 % ont été implémentés (sur 16 Mds \$ après 34 Mds \$ en juillet) avec d'autres à suivre (200 Mds \$). ALÉNA: un accord préliminaire entre le Mexique et le États-Unis a été trouvé.

### Facteurs de risque

- Durcissement de la Fed qui va impacter les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (immobilier, crédit aux ménages)
- Resserrement brutal des conditions financières
- Droits de douane et repréailles qui impactent les prix à l'importation et la pression inflationniste domestique
- Confiance affectée par l'escalade du conflit commercial
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

### Zone euro

#### Poursuite de la reprise malgré la remontée des risques.

- Après de nombreuses déceptions en début d'année (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), les indicateurs économiques se sont stabilisés au cours de l'été, en ligne avec une croissance du PIB d'environ 2 % par an. L'inflation sous-jacente reste bloquée aux alentours de 1 % par an, même la hausse des salaires devrait lui permettre de progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'attitude à venir du nouveau gouvernement italien, dont les promesses budgétaires sont incompatibles avec les règles européennes, reste un facteur d'incertitude. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée que les États-Unis au risque de guerre commerciale.

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

### Royaume-Uni

#### Montée de l'incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a rebondi au T2 (+0,4 %) confirmant que le faible chiffre du T1 (+0,2 %) sous-estimait la tendance réelle. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, l'incertitude liée au Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. D'importantes divergences font encore obstacle à un accord de sortie avec l'UE alors que le calendrier est de plus en plus serré. La probabilité d'un *Hard Brexit* est perçue comme étant en hausse.

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

### Japon

#### Voie semée d'embûches mais toujours en pente ascendante

- L'économie a rebondi après son revers du premier trimestre, entraînée par la forte reprise des dépenses des ménages et des investissements d'entreprise vigoureux. Cependant, les tremblements de terre de juin et les pluies torrentielles suivies d'une canicule aux mois de juillet et août ont mis un coup d'arrêt à la production des usines et aux activités commerciales.
- L'économie devrait se ressaisir à l'automne, les producteurs haussant leur production pour compenser leurs pertes. Les entreprises japonaises prévoient d'accroître leurs dépenses d'investissement au rythme le plus élevé depuis 2006, et ce malgré les craintes de différends commerciaux. En parallèle les salaires mensuels ont accusé en juillet une hausse record en glissement annuel tandis que le marché du travail atteignait un niveau de resserrement record en 44 ans. Les salaires minimums devraient être augmentés en octobre tandis que des investissements de substitution à la main-d'œuvre sont dans les tuyaux.

- Les droits de douane et quotas imposés par les États-Unis pourraient faire augmenter les coûts et perturber les chaînes d'approvisionnement

**Chine**

- La politique a été nettement assouplie en raison de l'accentuation des risques à court terme.
- L'économie ralentit, avec notamment un fléchissement plus important que prévu de la croissance du crédit sous l'effet du *deleveraging*.
- Les tensions commerciales É-U./Chine s'emballent, chacune des deux puissances imposant de nouveaux droits de douane sur 50 Mds USD de marchandises ; et Donald Trump menace de frapper de taxes 200 Mds USD supplémentaires de produits chinois en septembre.
- Pékin a réagi en assouplissant davantage sa politique au moyen de mesures monétaires, budgétaires et axées sur le désendettement, et affiche plus de détermination quant à la poursuite des réformes et projets d'ouverture.
- Les autorités ont également pris des mesures pour stabiliser le RMB et contenir les risques systémiques, tout en accordant plus de flexibilité au taux de change.
- L'incertitude devrait rester élevée. Il conviendra d'être attentif aux prochaines décisions commerciales des États-Unis et à l'efficacité des mesures chinoises visant un atterrissage en douceur de l'économie.

**Facteurs de risque**

- **Tensions commerciales É-U./Chine, avec une grande incertitude à court terme**
- **Des erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et de la transition structurelle**
- **Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord**

**Asie (ex JP & CH)**

- La croissance économique a bien résisté et les dynamiques macroéconomiques se sont stabilisées. L'étude des pays qui ont publié leurs données de croissance du PIB pour le T2 2018 révèle une demande intérieure (consommation des ménages et investissements en capital fixe) plus performante que les exportations nettes.
- L'inflation au 1<sup>er</sup> semestre reste modérée. Les hausses des prix du pétrole et les faiblesses des devises n'ont pas impacté l'IPC de façon significative. Comme anticipé, l'inflation en Inde est descendue vers les 4 % (niveau charnière dans la fourchette d'objectif de la banque centrale) tandis que l'inflation des Philippines a continué sa croissance au-delà de l'objectif de la banque centrale.
- Les politiques monétaires ont maintenu leur attitude offensive. Parmi les récentes mesures des banques centrales on peut noter l'augmentation attendue par la RBI de 25 pb, une augmentation audacieuse de 50 pb du côté de la BSP et une augmentation surprise de 25 pb par la BI.
- L'Indonésie a publié son projet budgétaire pour 2019 dans un contexte budgétaire 2018 sain jusqu'à présent et avec la volonté de se maintenir sur la voie de la responsabilité budgétaire.

- **La dynamique macroéconomique reste stable et positive**
- **À quelques exceptions près, les niveaux d'inflation sont toujours modestes**
- **Les banques centrales maintiennent leur approche offensive**
- **Les risques géopolitiques pèsent sur les performances des devises**

**Latam**

- Les pays d'Amérique latine ont publié des données économiques solides (PIB plus robuste au Mexique, Chili et Pérou) tandis que la dynamique macroéconomique du Brésil s'est également améliorée (production industrielle à 3,5 % en glissement annuel en juin après -6,6 % au mois de mai).
- Du côté de l'inflation, malgré un contexte général favorable, la baisse de l'inflation au Mexique a été interrompue en juillet avec une augmentation de l'IPC passant de 4,6 % en juin à 4,8 % tandis que l'inflation au Brésil a augmenté de façon temporaire passant d'environ 3 % en mai à 4,5 % en juin /juillet suite aux grèves du mois de mai.
- Les banques centrales de la région sont restées attentistes lors de leurs dernières réunions de politique monétaire excepté la BCRA qui a augmenté ses taux directeurs à deux reprises en août, de 40 % à 45 % et, dernièrement, à 60 %.
- Le Mexique a conclu un accord bilatéral avec les États-Unis (ALENA). Au Brésil la situation politique demeure très incertaine à l'approche des élections présidentielles d'octobre.

- **Données économiques solides avec une amélioration récente au Brésil**
- **Hausse de l'inflation au Mexique et au Brésil**
- **Les banques centrales de la région maintiennent leur statu quo, excepté l'Argentine**
- **Agenda politique toujours chargé ; prochaines élections au Brésil le 7 octobre**

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

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

**Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 0.7 % en ga en 2018.**

- Avec un déficit courant substantiel financé par les entrées de portefeuille (et non par les IDE) et une liquidité externe inadéquate, l'AS reste vulnérable aux turbulences des marchés émergents.
- À ces risques s'ajoutent des vulnérabilités du côté fiscal et des passifs éventuels des entreprises publiques.

**Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 1.8 %.**

- La TRY a plongé compte tenu des grands déséquilibres extérieurs, de la faible liquidité externe et des politiques non orthodoxes du gouvernement.
- Les investisseurs ont perdu confiance dans les actifs turcs, tandis que la banque centrale – un instrument politique du gouvernement – n'a pas été en mesure de relever les taux. Les entreprises turques ont commencé à faire défaut. Cela aura un impact très négatif sur la santé du secteur bancaire qui est fortement endetté en devises et trop large.

- **Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines**
- **Baisse des prix des produits de base, des sorties de capitaux, des dérapages budgétaires et des retards dans les réformes structurelles**
- **L'inaction de la CBRT, les turbulences persévérantes sur les marchés, la chute du PIB et le prix des actifs**

## Prévisions macroéconomiques et financières

| Prévisions macroéconomiques<br>(6 septembre 2018) |                           |      |      |                         |      |      |
|---|---------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| Moyennes annuelles (%)                            | Croissance du PIB réel, % |      |      | Inflation (IPC, a/a, %) |      |      |
|   | 2017                      | 2018 | 2019 | 2017                    | 2018 | 2019 |
| États-Unis  | 2,3                       | 2,9  | 2,7  | 2,1                     | 2,6  | 2,4  |
| Japon   | 1,7                       | 1,0  | 1,2  | 0,5                     | 0,8  | 1,2  |
| Zone euro   | 2,5                       | 2,0  | 1,8  | 1,5                     | 1,7  | 1,7  |
| Allemagne   | 2,5                       | 1,9  | 1,8  | 1,7                     | 1,8  | 1,6  |
| France  | 2,3                       | 1,6  | 1,7  | 1,2                     | 2,1  | 1,6  |
| Italie  | 1,6                       | 1,1  | 0,9  | 1,2                     | 1,1  | 1,7  |
| Espagne   | 3,1                       | 2,7  | 2,3  | 2,0                     | 1,5  | 1,5  |
| Royaume-Uni                                       | 1,8                       | 1,3  | 1,6  | 2,7                     | 2,5  | 2,4  |
| Brésil  | 1,1                       | 1,2  | 2,0  | 3,5                     | 3,9  | 5,0  |
| Russie  | 1,5                       | 1,7  | 1,7  | 3,7                     | 2,9  | 4,6  |
| Inde  | 6,2                       | 7,7  | 6,0  | 3,3                     | 4,5  | 5,3  |
| Indonésie   | 5,1                       | 5,2  | 5,4  | 3,8                     | 3,5  | 4,5  |
| Chine   | 6,9                       | 6,6  | 6,3  | 1,6                     | 2,0  | 2,3  |
| Turquie   | 7,3                       | 1,8  | -1,0 | 11,1                    | 15,0 | 14,5 |
| Pays développés                                   | 2,3                       | 2,2  | 2,1  | 1,7                     | 2,0  | 2,0  |
| Pays émergents                                    | 4,8                       | 4,9  | 4,6  | 3,5                     | 4,1  | 4,2  |
| Monde   | 3,8                       | 3,8  | 3,6  | 2,8                     | 3,2  | 3,3  |

Source: Recherche Amundi

| Prévisions de taux directeurs |            |              |                   |               |                   |
|-------------------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
|                               | 04/09/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T4 2018 | Amundi + 12m. | Consensus T2 2019 |
| États-Unis                    | 2,00       | 2,5          | 2,22              | 2,75          | 2,53              |
| 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                   | 0,75       | 0,75         | 0,86              | 1             | 1,22              |

| Prévisions de taux longs |            |              |               |               |                |
|--------------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| Taux 2 ans               |            |              |               |               |                |
|                          | 04/09/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis               | 2,63       | 2,7/2,8      | 2,77          | 2,9/3,0       | 2,82           |
| Allemagne                | -0,61      | -0,50/-0,40  | -0,54         | -0,40/-0,20   | -0,45          |
| Japon                    | -0,12      | -0,20/-0,00  | -0,09         | -0,20/-0,00   | -0,08          |
| Royaume-Uni              | 0,71       | 0,80/1,0     | 0,79          | 0,8/1,0       | 0,89           |

| Taux 10 ans |            |              |               |               |                |
|-------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
|             | 04/09/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis  | 2,87       | 3,0/3,15     | 2,91          | 3,0/3,15      | 2,94           |
| Allemagne   | 0,34       | 0,4/0,6      | 0,43          | 0,5/0,7       | 0,53           |
| Japon       | 0,11       | 0,10         | 0,18          | 0,10          | 0,23           |
| Royaume-Uni | 1,40       | 1,40/1,60    | 1,46          | 1,40/1,60     | 1,53           |

| Prévisions de change |            |              |                   |               |                   |
|----------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
|                      | 04/09/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T1 2019 | Amundi + 12m. | Consensus T3 2019 |
| EUR/USD              | 1,16       | 1,18         | 1,18              | 1,20          | 1,19              |
| USD/JPY              | 111,28     | 109          | 110               | 107           | 104               |
| EUR/GBP              | 0,90       | 0,89         | 0,88              | 0,90          | 0,87              |
| EUR/CHF              | 1,13       | 1,16         | 1,16              | 1,18          | 1,20              |
| EUR/NOK              | 9,72       | 9,24         | 9,23              | 9,15          | 9,04              |
| EUR/SEK              | 10,56      | 10,00        | 10,03             | 9,77          | 9,85              |
| USD/CAD              | 1,32       | 1,28         | 1,28              | 1,25          | 1,26              |
| AUD/USD              | 0,72       | 0,74         | 0,74              | 0,76          | 0,75              |
| NZD/USD              | 0,66       | 0,67         | 0,67              | 0,68          | 0,69              |
| USD/CNY              | 6,84       | 6,78         | 6,78              | 6,75          | 6,57              |

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### Exchange Rate Predictability in Emerging Markets

Elisa BAKU — Quantitative Research

#### Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide

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

#### The covariance matrix between real assets

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

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

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

#### Understanding the Momentum Risk Premium

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

### DISCUSSION PAPERS



#### Le salaire vital\_ vers de meilleures pratiques sectorielles

Elsa Blotière — Analyse ESG

#### D'où viendra la prochaine crise financière ?

#### Sommes-nous prêts à l'affronter ?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

#### 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

### THEMATIC PAPERS



#### Loi Pacte\_ Quels changements pour l'épargne des Français

Marie BRIÈRE — Recherche Amundi, Xavier COLLOT — Épargne Salariale & Retraite Amundi

#### 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



# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :

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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate

High Yield

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](http://www.msicbarra.com)).

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

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

Société 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images — tixti

**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