

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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

Risque # 1

75 %
probabilité

Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni

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

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

Risque # 2

75 %
probabilité

Une plus grande instabilité financière

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

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

Risque # 3

70 %
probabilité

Les risques politiques et géopolitiques demeurent

Analyse | Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique: Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, opposition Sunnites vs. Chiites, Arabie Saoudite vs. Iran. La situation s'est détendue de façon spectaculaire en Asie avec le rapprochement des deux Corée et la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation s'est en revanche tendue au Moyen-Orient sur le dossier iranien (menaces de dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire la reprise du programme nucléaire en Iran). Il ne faut pas s'attendre à une résolution rapide des problèmes et des conflits en cours. Pour intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles, il faut systématiquement envisager des stratégies de *macro-hedging*.

Impact de marché | Il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent souvent de façon imprévisible. Les autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) sont plus difficiles à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers? Nul ne le sait vraiment mais il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon ponctuelle.

Risque # 4

20 %
probabilité

Une remontée durable et significative des taux longs européens

Analyse | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins: i) une remontée significative des perspectives de croissance (nominale, réelle ou potentielle), ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Tous ces facteurs (réalité, mesures annoncées, ou craintes) ont pris de l'ampleur aux États-Unis, mais il nous semble prématuré de miser sur une hausse conséquente des taux longs.

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

Impact de marché | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises : cela fragiliserait la croissance et porterait en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein pour la hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains... et européens..

Risque # 5

20 %
probabilité**La politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu**

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

Impact de marché | Si la Fed accélère ses hausses de taux, il faudra miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis. Le marché escompte désormais les 2 hausses de taux directeurs que nous anticipons d'ici la fin de l'année. Il suffirait que l'inflation sous-jacente ou les salaires accélèrent plus nettement et que la croissance devienne encore plus vigoureuse pour ouvrir la porte à davantage de hausses de taux.

Risque # 6

15 %
probabilité**Guerre commerciale à l'échelle mondiale**

Analyse | Les hausses de taxes sur les importations annoncées par Donald Trump – si elles sont effectivement mises en place – provoqueront des mesures de rétorsion des partenaires commerciaux (UE, Canada, Chine, Corée etc.). Il est probable que la menace brandie par Donald Trump soit avant tout une arme dans la renégociation avec le Mexique et le Canada des accords sur l'ALENA, ainsi qu'un message envoyé à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (novembre). Les rétorsions des partenaires visés (UE, Corée, Chine etc.) pourraient conduire à de nouvelles mesures protectionnistes de la Maison Blanche et provoquer ainsi une réaction en chaîne. Si la probabilité que les mesures annoncées soient réellement mises en œuvre est non négligeable, celle d'une réaction en chaîne nous semble en revanche très limitée pour deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif avant les élections (vive opposition perceptible dans le camp républicain) ; (2) les pays partenaires vont prendre garde de ne pas tomber dans le piège tendu et conserver une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque d'un affrontement généralisé, notamment du fait que le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) est très affaibli.

Impact de marché | Une réaction en chaîne provoquerait un affaissement du commerce mondial tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales, mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Contrairement à ce que soutient Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.

Risque # 7

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

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

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

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



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

- **Poursuite de l'expansion de l'activité mondiale:** les enquêtes, en dépit de leur détérioration récente, restent sur un niveau élevé, la plupart du temps nettement au-dessus de leur moyenne de long terme. La croissance mondiale devrait rester solide en 2018 et 2019. Les économies avancées (à l'exception notable du Royaume-Uni) vont continuer de croître à un rythme supérieur à leur potentiel. Les grandes économies émergentes continueront également de croître à un rythme soutenu. Le rééquilibrage en cours en Chine se fait en douceur. La plupart des économies sont tirées par la demande domestique avec une contribution positive de l'investissement dans de nombreuses zones simultanément. Le caractère synchrone de l'expansion la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial est resté dynamique au T1 2018 (+5,4 % sur un an) mais semble avoir perdu un peu de vigueur en fin de trimestre et au début du T2. Les mesures protectionnistes annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium (hausse des droits de douane) ont été une nouvelles fois repoussées dans le temps (au 1^{er} juin). Si elles sont mises en œuvre, elles donneront lieu à des mesures de rétorsion (UE, Chine notamment) qui seront dommageables au commerce. On observe que cette menace a commencé à peser sur la confiance des chefs d'entreprise (incertitude sur les perspectives) notamment en Europe. Rappelons toutefois que les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires sont elles aussi ciblées sur quelques produits. Nous continuons de tabler sur un léger repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i.e. sur une croissance du commerce légèrement en deçà de celle du PIB mondial). La probabilité d'une vraie guerre commerciale à l'échelle mondiale est faible (cf. scénario de risque).
- **États-Unis:** la croissance est ressortie légèrement supérieure aux attentes au T1 et devrait accélérer cette année. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieure au potentiel. Le stimulus fiscal voté en décembre, combiné au plan bi partisan pour accroître les dépenses publiques, va allonger la durée du cycle américain. Pas de récession à craindre ni en 2018, ni en 2019.
- **Zone euro:** la croissance a ralenti au T1 et les enquêtes se sont repliées, parfois assez nettement, mais à partir de niveaux historiquement élevés. Le tassement de la croissance n'est pas surprenant après une fin d'année très vigoureuse. La hausse de l'euro et les tensions commerciales ont probablement pesé. Ces évolutions confirment que le pic de croissance est passé; nous tablons sur un léger ralentissement en 2018 puis en 2019, mais la croissance devrait rester significativement au-dessus de son potentiel. La zone euro est en effet en milieu de cycle, avec une perspective de rattrapage du côté des pays périphériques. Et la BCE promet de maintenir des conditions monétaires accommodantes. Par ailleurs, la perception du risque politique s'est très nettement affaiblie. Le risque n'a pas disparu mais est devenu plus local. En particulier, la situation politique reste confuse en Italie et l'on ne peut exclure de nouvelles élections. Mais les tensions locales ne remettent pas en question le renforcement de l'architecture de la zone euro que les gouvernements français et allemand sont en train de négocier, dans la perspective du Conseil européen de la fin juin.
- **Royaume-Uni:** les pays de l'UE et le R-U ont conclu un accord pour une période de transition jusqu'à fin 2020. Mais les dissensions sur les modalités du Brexit sont encore fortes (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière). L'incertitude va continuer de peser sur l'économie britannique mais de façon plus diffuse. Nous continuons de tabler sur un rythme de croissance affaibli en 2018-2019. La BoE préfère attendre davantage avant de remonter ses taux.
- **Chine:** l'économie demeure solide, la transition est sous contrôle. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette, essentiellement domestique s'est stabilisée. Nous tablons sur une décélération graduelle de la croissance et sur un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette).
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente, qui est faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées), devrait se redresser graduellement en 2018. Ceci dit, le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste. Toutefois, la probabilité d'une « surprise inflationniste », notamment du côté de l'inflation cyclique, augmente à mesure que les capacités excédentaires disparaissent à l'échelle mondiale (on estime que l'output gap mondial se fermera cette année pour la première fois depuis la grande crise financière). Le risque est plus clairement identifiable aux États-Unis en raison de la proximité de l'économie au plein-emploi (les salaires devraient accélérer davantage) et de la disparition de certains facteurs temporaires (comme la baisse des prix

des services de téléphonie mobile observée au printemps 2017) qui vont mécaniquement pousser l'inflation à la hausse à la fin du T1 2018 (effet de base).

- **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (75\$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique par les tensions au Moyen-Orient (notamment autour de la remise en cause de l'accord sur le nucléaire iranien), sur fonds de stock assez faibles aux États-Unis et de forte demande mondiale. Les risques sont haussiers à court terme. Mais nous n'avons pas revu notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 60\$) que l'on devrait retrouver d'ici à 12 mois.
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs (nous anticipons 2 hausses supplémentaires de 25pb d'ici la fin de l'année voire une 3^e si le couple croissance/inflation surprend à la hausse) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE pourrait, quant à elle, mettre fin à son programme de QE dès le T4 2018. Mais sa communication récente reste particulièrement accommodante. La fin de son programme d'achats de titre (APP) est subordonnée à la remontée de l'inflation sous-jacente, qui reste très faible à ce stade du cycle. La *forward guidance* est inchangée: la BCE ne commencera à remonter ses taux directeurs que « bien après » la fin de l'APP. Cela signifie implicitement que le 1^{er} relèvement de son taux de dépôt ne se produirait pas avant la mi-2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par D. Trump pèsent sur la confiance, notamment en Europe. Néanmoins nous estimons que les risques qui pèsent sur la croissance sont équilibrés. La probabilité d'une guerre commerciale généralisée reste faible car les mesures envisagées (par Donald Trump ainsi que les mesures de rétorsion) ciblent en définitive des produits qui pèsent peu sur le commerce mondial. Il semble d'ailleurs que ce sont les rétorsions envisagées par l'UE qui fassent hésiter Donald Trump, et l'ont conduit à reporter une nouvelle fois (au 1^{er} juin) la hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium.



Scénario baissier (probabilité 15 %): Ralentissement économique brutal dû à des erreurs de politique économique (normalisation monétaire trop rapide, mesures protectionnistes), à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.

- Le risque de multiplication de mesures protectionnistes (États-Unis) s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Des mesures de rétorsion du reste du monde seraient inévitables provoquant une guerre commerciale ouverte (États-Unis, Chine, UE).
- La politique budgétaire pro-cyclique incite la Fed à accélérer le processus de normalisation monétaire.
- Aggravation des tensions géopolitiques actuelles au Moyen-Orient.

Conséquences:

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et, à court terme, inflationniste.
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgit brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cessent de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême, ont de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



Scénario haussier (probabilité 15 %): accélération de la croissance mondiale en 2018.

Plusieurs facteurs, susceptibles de générer un mouvement de plus forte croissance, doivent être suivis de près:

- Nette accélération tirée par l'investissement des entreprises, le commerce mondial et la resynchronisation du cycle global.
- Dans un environnement très porteur, la politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance ré-accélère en zone euro après un trou d'air au T1. Stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires assouplies d'où un « mini-boom ».

Conséquences:

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

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

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

Facteurs de risque

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

Zone euro

Malgré de nombreuses déceptions au T1, la reprise devrait continuer

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

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

Royaume-Uni

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

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

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

Japon

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

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

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

Chine

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

Facteurs de risque

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

Asie (ex JP & CH)

Inde : une voie toujours expansionniste

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

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

Latam

Brésil : préparation des élections générales

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

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

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

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

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

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

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

- Les effets de base liés au coup d'État et à la fin des sanctions russes devraient se tarir. Avec l'accroissement des déséquilibres interne et externe (hausse des déficits public et courant) et des tensions géopolitiques, la livre turque reste sous pression et continuera de pénaliser l'économie via l'inflation importée. Ce mois-ci que la banque centrale a enfin relevé un de ses taux directeurs en prévision des élections de juin qui pourraient peser sur la livre.

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

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (9 mai 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,6	2,1	2,6	2,3
Japon	1,7	1,2	1,0	0,5	0,9	1,1
Zone euro	2,5	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6
Allemagne	2,5	2,3	2,1	1,7	1,5	1,6
France	2,0	2,0	1,7	1,2	1,4	1,5
Italie	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,5
Espagne	3,1	2,6	2,5	2,0	1,6	1,7
Royaume-Uni	1,7	1,3	1,6	2,7	2,5	2,4
Brésil	1,0	2,2	2,4	3,5	3,2	4,2
Russie	1,5	1,7	1,7	3,7	3,0	4,1
Inde	6,3	6,7	6,6	3,3	3,9	4,5
Indonésie	5,1	5,3	5,5	3,8	3,8	4,1
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,3	2,5
Turquie	7,3	4,3	4,4	11,1	10,8	9,5
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,8	2,0	1,9
Pays émergents	4,9	5,0	4,9	3,5	3,6	3,7
Monde	3,8	3,9	3,8	2,8	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	8/05/2018	Amundi + 6m.	Consensus T3 2018	Amundi + 12m.	Consensus T1 2019
États-Unis	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00

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

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

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

Publications récentes

WORKING PAPERS



The covariance matrix between real assets

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

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

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

Understanding the Momentum Risk Premium

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

Factor Investing:

The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

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

DISCUSSION PAPERS



Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS

POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, AMUNDI

Optimisation fiscale agressive :

Quelle approche ESG ?

Jean-Baptiste MOREL — Analyse ESG

Engagement actionnarial :

pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?

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

Keep Up The Momentum

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative

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

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

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

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

THEMATIC PAPERS



L'amélioration des fondamentaux des obligations périphériques accélère

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

Brexit : comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI; Andrea BRASILI; Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique; Monica DEFEND — Stratégie; Bastien DRUT; Roberta FORTES; Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change; Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset; Éric MIJOT; Ibra WANE — Stratégie Actions

Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUS — Stratégie Crédit

Italie : la croissance est de retour

ANDREA BRASILI — Recherche macroéconomique

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

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

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

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

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

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — francescoch

Rédacteur en chef**ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, Recherche, Stratégie et Analyse**PONCET Benoit**, Recherche, Stratégie et Analyse