

## Les principaux facteurs de risque

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

20 %  
probabilité

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

**Analyse** | Maintenant que les baisses d'impôts ont été votées par le Congrès, la question est de savoir quel sera l'impact économique. Une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB supérieure à 2 %, une inflation proche de 2 % et une économie de plus en plus proche du plein-emploi, 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, d'où 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 25pb, certes bien mal préparé. Notons cependant que l'impact favorable à court terme de la réforme fiscale 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 des marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis. Attention : nous anticipons déjà une hausse de taux de plus que les marchés en 2018. Il suffirait que l'inflation sous-jacente où les salaires accélèrent plus nettement pour ouvrir la porte à davantage de hausses de taux.

Risque # 2

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), mais le modèle économique chinois pousse à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, la croissance potentielle continue de fléchir. Surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, dont certaines métriques sont devenues, en l'espace de quelques années, particulièrement inquiétantes. 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 tel scénario (*hard landing*, 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, impacts sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 3

70 %  
probabilité

**Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni**

**Analyse** | Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » à moyen terme entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB selon le scénario. 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 Royaume-Uni 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 de la phase 2 des négociations qui va s'ouvrir. De nombreux sujets de tensions existent non seulement entre le Royaume-Uni et les pays de l'UE mais aussi au sein même du gouvernement britannique., et les semaines et mois à venir le montreront clairement.

**Impact de marché** | Même si la probabilité de « hard Brexit » a fortement diminué, et si la pression est moins forte avec la période de transition de 21 mois qui se dessine, les négociations commerciales s'annoncent tendues cette année. Dans le cas où les dispositions seraient en fine défavorables au Royaume Uni, on assisterait à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire.

Risque # 4

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 ; baisse de la volatilité et maintien de bas niveaux, resserrement des *spreads* de crédit, quasi-disparition des risques souverains dans certains cas... autant de facteurs qui ont généré un environnement de plus grande stabilité. Mais les politiques monétaires ont désormais atteint leurs limites,

et il est bien difficile d'attendre davantage de leur part. 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 de la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers et des *spreads* de crédit.

Risque # 5

70 %  
probabilité

### Les risques politiques et géopolitiques demeurent

**Analyse** | Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte difficile sur le plan géopolitique: Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, Sunnites vs. Chiïtes, Arabie vs. Iran... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. Ne pas miser sur une résolution rapide des problèmes et des conflits en cours. La situation de la Catalogne inquiète également, tant le contexte reste confus. Intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles (prévoir systématiquement des stratégies de *macro-hedging*) a davantage de sens désormais.

**Impact de marché** | Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés et spécifiques, mais ils sont nombreux et pour la plupart incertains. L'ampleur d'autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) est plus difficile à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers? Rien n'est sûr à ce stade, mais il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon ponctuelle.

Risque # 6

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 encore plus 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 encore prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente et conséquente des taux longs. Cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro. Mais avec une croissance désormais plus solide et plus durable, des anticipations d'inflation extrêmement (anormalement?) faibles, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE, et les commentaires sur la nécessité de mener des mesures budgétaires et fiscales plus favorables à la croissance... il y a fort à parier que les risques de hausse modérée des taux européens sont plus élevés désormais.

**Impact de marché** | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité aux taux 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 que toute hausse des taux longs devient un frein pour la politique monétaire et pour les éventuelles velléités de 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 Macroéconomie

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



#### Scénario central (probabilité 75 %): Poursuite de l'expansion de l'activité mondiale

- **Resynchronisation mondiale:** la croissance mondiale a accéléré depuis le début de l'année et restera dynamique en 2018. 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 si bien que le ralentissement demeure sous contrôle. La plupart des économies sont tirées par la demande domestique et l'on note un redémarrage de l'investissement dans de nombreuses zones (États-Unis, Europe, Japon, Asie). La resynchronisation du cycle mondial engendre des effets multiplicateurs via le commerce qui entretiennent la reprise à l'échelle mondiale et la rendent plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est nettement repris en 2017 (+5 % sur un an). Il demeure stimulé par la resynchronisation du cycle mondial et par l'investissement en biens d'équipement. Cet effet devrait néanmoins progressivement s'estomper cette année: nous tablons sur une stabilisation du ratio du commerce mondial au PIB mondial à l'avenir.
- **États-Unis:** la croissance est solidement ancrée en ce début d'année. La plupart des enquêtes continuent de s'améliorer. Les estimations des Fed régionales indiquent que la croissance est restée supérieure à 3 % en rythme annualisé au T4 pour le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif. La faiblesse de l'inflation, le maintien de conditions monétaires et financières accommodantes (malgré la hausse attendue du taux des *fed funds*) et le stimulus fiscal voté en décembre diminuent très nettement le risque de récession à l'horizon de 2018 et 2019.
- **Zone euro:** la reprise est générale, avec un redémarrage de l'investissement dans la plupart des pays. La croissance est avant tout tirée par la demande intérieure mais bénéficie également d'un environnement mondial très porteur. Le risque politique s'est considérablement affaibli, en devenant plus local (le statut de la Catalogne en Espagne est avant tout un problème domestique, tandis qu'en Italie, les partis anti-euro n'ont aucune chance d'avoir une majorité absolue lors des élections prévues le 4 mars). Une remontée des taux à long terme dans les pays du cœur et une hausse de l'euro devraient accompagner la diminution des achats de titres de la BCE. D'où le léger tassement de la croissance attendu en 2019. Toutefois, grâce à des conditions de crédit qui resteront dans l'ensemble très accommodantes, la croissance devrait se maintenir très nettement au-dessus de son potentiel en 2018 et 2019.
- **Royaume-Uni:** en décembre, les pays de l'UE ont suivi les recommandations de la Commission selon lesquelles « des progrès suffisants » avaient été réalisés pour ouvrir les négociations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE. De plus, les pays de l'UE acceptent désormais le principe d'une période de transition limitée dans le temps jusqu'à fin 2020, période pendant laquelle le R-U conserverait de facto l'accès au marché unique. Dans ces conditions, la menace d'un « hard Brexit » n'est plus d'actualité du moins en 2019. L'incertitude va certes continuer de peser sur l'économie britannique mais de façon plus diffuse. Nous tablons sur une croissance qui se stabilise en 2018-2019 à 1,5 %, soit nettement en deçà du potentiel de croissance britannique mais sans ralentissement brutal.
- **Chine:** la croissance est plus solide qu'attendue. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette reste essentiellement domestique et gérable. Nous nous attendons à la poursuite de la décélération graduelle de la croissance et à un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette). La transition semble sous contrôle. La vigilance continue néanmoins de s'imposer.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente, qui est excessivement 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). Si l'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste, la probabilité d'une « surprise inflationniste » augmente néanmoins à mesure que les capacités excédentaires disparaissent à l'échelle mondiale (on estime que l'output gap mondial se fermera en 2018 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 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:** nous nous attendons à ce que les prix du pétrole (Brent) refluent légèrement à partir du niveau actuel. À 67\$ (Brent), le risque nous semble désormais asymétrique (davantage de risque de le voir baisser que de le voir s'envoler). En effet si les prix se maintiennent durablement très au-dessus du point mort de rentabilité des gisements américains, la production américaine finira par s'accroître fortement.
- **Politiques budgétaires.** Deux pays retiennent particulièrement l'attention cette année: les États-Unis et l'Allemagne. Aux États-Unis, les baisses de l'IR et de l'IS qui viennent d'être votées (entre autres mesures) par le Congrès en décembre sont effectives dès le début de cette année, ce qui va dopper la croissance dans les 18 prochains mois. En Allemagne, des baisses d'impôts se profilent également en 2018. En moyenne, les politiques budgétaires seront neutres voire légèrement expansionnistes dans les grands pays avancés.
- **Les banques centrales continueront en 2018 d'abaisser le degré d'accommodation monétaire,** qui est excessif au regard de la reprise en cours. La Fed continuera de remonter ses taux directeurs (nous anticipons désormais 3 hausses de 25pb en 2018) 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, ce qui ouvrirait potentiellement la porte à un 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt début 2019. Ceci dit, les politiques monétaires resteront globalement accommodantes car même si un peu d'inflation cyclique se matérialise plus tard dans l'année, l'inflation restera très en deçà de sa moyenne historique pour les raisons structurelles évoquées (aplatissement de la courbe de Phillips, poursuite d'une pression baissière sur les prix de nombreux biens et services).



### Scénario pessimiste (probabilité 10 %): Ralentissement économique dû à des erreurs de politique économique (normalisation trop rapide de la politique monétaire ou mesures protectionnistes) ou à une crise géopolitique

- La politique budgétaire pro-cyclique force la Fed à accélérer le processus de normalisation monétaire.
- Mesures protectionnistes (États-Unis) à l'approche des élections de mi-mandat.
- Crise internationale liée à une très forte aggravation des tensions géopolitiques actuelles (Moyen-Orient, Corée).

#### Conséquences:

- 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.
- Risque d'un *deleveraging* précipité.
- Avec les turbulences financières induites, le cycle s'interrompt brutalement et l'inflation ne parvient pas à se stabiliser.
- Les banques centrales sont obligées d'avoir de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



### Scénario optimiste (probabilité 15 %): nouvelle accélération marquée 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 synchronisation du cycle global.
- Dans un environnement très porteur, la politique fiscale américaine pro-cyclique génère une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. Poursuite du cycle d'accélération dans la zone euro, stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Avec une inflation qui resterait au plus bas, les banques centrales maintiendraient dans un premier temps des conditions monétaires assouplies, permettant un « mini boom ».

#### Conséquences:

- Une accélération marquée de la croissance mondiale pour la 2<sup>e</sup> 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 du 1<sup>er</sup> semestre ne ferait pas long feu. Risque accru de « boom/bust » (i.e. le *bust* après le *boom*).

## Contexte macroéconomique

		Facteurs de risque
Amérique	<p><b>États-Unis</b></p> <p><b>La croissance reste supérieure à son potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La croissance du PIB a probablement été proche de 3 % au T4. La confiance des entreprises et des ménages reste historiquement élevée, ce qui conforte notre scénario de stabilité de la demande intérieure et de hausse des dépenses d'investissement en 2018. L'adoption récente de la loi sur les réductions d'impôt devrait donner un nouveau coup d'accélérateur à la consommation et à l'investissement, ce qui devrait porter le taux de croissance à un niveau supérieur à son potentiel en 2018 et probablement en 2019. L'amélioration du marché du travail se poursuit à un rythme toutefois plus lent, ce qui n'est pas anormal à ce stade du cycle. L'inflation reste faible, mais nous anticipons un repli de plusieurs facteurs à l'origine de cette faiblesse à l'horizon 2018; l'inflation cyclique devrait augmenter, mais sans qu'il y ait de dépassement significatif et prolongé.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plafond de la dette: les mesures exceptionnelles du Trésor américain permettront de rester sous la limite d'endettement jusqu'à fin mars 2018</li> <li>Le risque protectionniste est toujours présent, négociations concernant l'ALENA</li> </ul>
	<p><b>Brésil</b></p> <p><b>La reprise se confirme</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie poursuit son redressement, soutenue par la demande intérieure. Les ménages bénéficient de salaires réels élevés, dans un contexte de désendettement plus rapide que prévu. L'environnement reste porteur pour l'investissement. L'inflation se stabilise dans la fourchette cible de la BCB et le cycle d'assouplissement touche à sa fin. On anticipe un statu quo de la BCB jusqu'à fin 2018.</li> <li>Le programme de réforme du gouvernement arrive à son terme avec de nombreuses avancées de faible ampleur, mais sans réforme des retraites. Cette dernière, nécessaire pour assurer la stabilité budgétaire du pays, sera probablement conduite par la prochaine administration.</li> </ul>	
Europe	<p><b>Zone euro</b></p> <p><b>La reprise continue et conserve du potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La série de bonnes surprises continue. La reprise de l'investissement, les chiffres de consommation solides et la baisse du chômage génèrent un cercle vertueux. L'inflation sous-jacente reste faible. À ce stade, l'appréciation de l'euro (qui reflète en partie l'amélioration économique de la région) ne met pas la reprise en péril.</li> <li>Le risque politique a fortement baissé, notamment après les élections françaises. Cependant, une incertitude résiduelle subsiste du fait des élections à venir en Italie (prévues le 4 mars).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Surréaction de l'euro</li> <li>Risque politique (montée des partis anti-euro en Italie)</li> </ul>
	<p><b>Royaume-Uni</b></p> <p><b>Croissance ralentie par l'incertitude induite par les négociations sur le Brexit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie ralentit depuis début 2017. Les incertitudes concernant les modalités du Brexit font baisser la confiance. La hausse de l'inflation due à la baisse de la livre sterling devrait être temporaire. Malgré le taux de chômage très bas, les salaires ne reprennent pas.</li> <li>Les pays de l'UE ont décidé d'ouvrir des négociations commerciales avec le R-U. Les négociations seront tendues mais les Européens ont ouvert la porte à une période de transition qui maintiendrait des relations inchangées entre le R-U et l'UE jusqu'à fin 2020. Il y a au moins d'incertitude à court terme. Nous avons légèrement révisé à la hausse notre prévision de croissance en 2018 (de 1,2 % à 1,5 %) au même niveau (faible) qu'en 2017.</li> </ul>	
	<p><b>Chine</b></p> <p><b>Le ralentissement de la croissance devrait s'atténuer</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les dernières données révèlent un léger ralentissement au T4, l'activité ayant faiblement rebondi après un mois d'octobre médiocre. L'orientation des réformes annoncée lors du 19<sup>e</sup> Congrès du PC a été confirmée. Les autorités insistent sur la nécessité de rechercher un équilibre entre stabilité et réformes structurelles. Les inquiétudes concernant les investissements sont exagérées dans la mesure où les données mensuelles sur les investissements sont probablement faussées en raison de la campagne anti-corruption; d'autres sources évoquent un tableau moins inquiétant.</li> <li>Les dernières données de la BRI ont révélé un ralentissement de la hausse du ratio crédit/PIB. Les sorties de capitaux semblent toujours sous contrôle.</li> </ul>	
Asie	<p><b>Inde</b></p> <p><b>La croissance résiste, mais les dépenses d'investissement restent très en retrait</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie s'est redressée au S2 2017 après l'instauration de l'impôt sur les biens et les services (GST) en juillet. La décision récente de recapitaliser les banques pénalisées par une exposition aux créances douteuses favorisera une croissance plus durable grâce au crédit et aux investissements privés, mais cela prendra du temps. L'inflation progresse plus vite que prévu, dopée par les prix des légumes. Notre prévision d'un pic situé entre 4,5 et 5 % semble se confirmer. Les risques sont orientés à la hausse. La RBI devrait privilégier le statu quo pendant un bon moment.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Faux pas politiques dans la gestion de la politique structurelle</li> <li>Tensions géopolitiques avec la crise entre la Corée du Nord et les États-Unis</li> <li>L'accélération des investissements privés prendra du temps</li> <li>L'inflation progresse plus vite que prévu. Statu quo de la RBI</li> <li>Dérive budgétaire probable</li> </ul>
	<p><b>Japon</b></p> <p><b>Vers la plus longue phase d'expansion depuis le début des années 60</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le PIB du T3 a été revu en hausse de 1,3 % à 2,5 % (rythme annualisé). Notre estimation de la croissance en 2017 s'élève désormais à 1,7 % (vs 1,4 % auparavant); nous anticipons ensuite une croissance à 1,3 % en 2018 et 2019, nettement au-dessus du potentiel. L'enquête Tankan est au plus haut depuis 11 ans pour les grandes entreprises et depuis 26 ans pour les petites. Les entreprises anticipent des prix de vente plus élevés. Les plans d'investissement restent plus élevés que la moyenne historique. Le gouvernement encourage les entreprises à augmenter les salaires de plus de 3 % lors des négociations du printemps (via des allègements fiscaux conditionnels).</li> </ul>	

## Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	1,50	1,75	1,85	2,25	2,20
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	0,50	0,55	0,50	0,70

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,96	2,00/2,20	2,12	2,20/2,40	2,18
Allemagne	-0,61	-0,60/-0,40	-0,51	-0,40/-0,20	-0,40
Japon	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12	-0,20/-0,00	-0,10
Royaume-Uni	0,49	0,40/0,60	0,55	0,40/0,60	0,62

Taux 10 ans					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,47	2,40/2,60	2,55	2,60/2,80	2,60
Allemagne	0,43	0,60/0,80	0,60	0,80/1,00	0,72
Japon	0,06	0	0,11	0	0,16
Royaume-Uni	1,23	1,20/1,40	1,37	1,20/1,40	1,47

Prévisions de change					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,21	1,20	1,18	1,22	1,21
USD/JPY	113	115,00	114,50	117,00	113,00
EUR/GBP	0,89	0,95	0,89	0,95	0,90
EUR/CHF	1,18	1,20	1,17	1,20	1,19
EUR/NOK	9,74	9,40	9,43	9,20	9,21
EUR/SEK	9,82	9,50	9,61	9,20	9,46
USD/CAD	1,25	1,25	1,26	1,20	1,24
AUD/USD	0,79	0,75	0,77	0,75	0,79
NZD/USD	0,71	0,70	0,70	0,70	0,72
USD/CNY	6,49	6,70	6,65	6,80	6,65



## 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

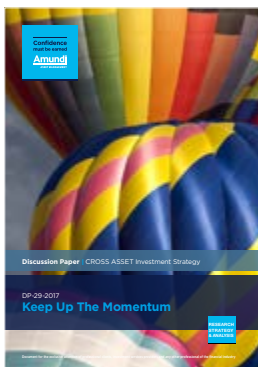
#### **Understanding the Momentum Risk Premium**

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



#### **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

#### **Le défi alimentaire : comment aller vers plus de transparence**

Marie NAVARRE, Aurélie RENARD, Jérôme TENDEAU — Analyse ESG

#### **The Quest for Diversification; Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity, Carry and Momentum Risk Premia?**

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Thierry RONCALLI — Recherche Quantitative, Alexandre BURGUES, Edouard KNOCKAERT, Raphaël SOBOTKA — Gestion diversifiée

#### **Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG**

Marie NAVARRE, Héloïse LAMMENS — Analyse ESG

#### **Huile de Palme\_Le dilemme environnemental**

Elsa BLOTIÈRE, Julien GROUILLET, Aurélie RENARD — Analyse ESG

### THEMATIC PAPERS



#### **Italie: la croissance est de retour**

ANDREA BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis ?**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

#### **Taux de défaut du haut rendement américain : tendances actuelles et perspectives**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique



# 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****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.msclub.com](http://www.msclub.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 anonyme au capital de 1086 262 605 € - 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 - artJazz, hjalmeida

**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