

Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
ÉTATS-UNIS	<p>Chiffres économiques mitigés, incertitude persistante sur la politique budgétaire</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les chiffres économiques majoritairement en dessous des attentes depuis le début de l'année ne suffisent pas à remettre en cause la poursuite de la reprise. La décélération des créations d'emplois est normale à ce stade du cycle. Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées. > Les difficultés politiques de D.Trump rendent encore plus difficile la concrétisation de ses promesses de campagne, dont une grande partie sera abandonnée. Il est tout de même probable que le camp républicain parviendra à s'entendre sur des baisses d'impôts avant les élections mi-mandat, ce qui devrait permettre à la croissance de rester au-dessus du potentiel en 2018. Les velléités protectionnistes du Président et des Républicains de la Chambre des Représentants sont sérieusement affaiblies après avoir rencontré d'importantes résistances. 	<ul style="list-style-type: none"> > Incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration > Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire ») > Érosion des marges des entreprises
BRÉSIL	<ul style="list-style-type: none"> > L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui devrait se poursuivre toutes choses égales par ailleurs. > Les indicateurs d'activité économiques s'améliorent doucement. > L'émergence d'un nouvel épisode dans la crise politique qui touche une fois de plus directement le Président et de nouvelles détériorations de la note souveraine mettent en péril la reprise économique. 	<ul style="list-style-type: none"> > Assouplissement de la politique budgétaire et notamment réforme des retraites très limitée > Forte dépréciation du réal > Enlèvement dans la récession
EUROPE		
ZONE EURO	<p>L'économie s'améliore et les risques diminuent</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les bonnes nouvelles se sont accumulées au S1 : les chiffres économiques ont été meilleurs qu'attendu, le risque politique a reflué et des progrès ont été réalisés concernant la restructuration du secteur bancaire italien. Nous avons, de nouveau, remonté nos prévisions de croissance (1,8 % pour 2017, 1,6 % pour 2018, contre 1,6 % et 1,5 % précédemment). La reprise commence à se diffuser à l'inflation sous-jacente, mais de façon très modérée (1,1 % en moyenne au T2 contre 0,8 % au cours des deux trimestres précédents). > Une incertitude politique subsiste en Italie (élections prévues en mai 2018 au plus tard dans un contexte de fort euroscepticisme), mais le scénario le plus probable est que ce pays restera gouverné par une coalition généralement proeuropéennes. Les élections générales en Allemagne (septembre) ne devraient pas générer de tensions sur les marchés. > L'un des principaux points à surveiller au S2 sera l'évolution de l'attitude de la BCE. 	<ul style="list-style-type: none"> > Risque politique (montée des partis contestataires, Brexit) > Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents > Montée des risques géopolitiques.
ROYAUME-UNI	<p>Le résultat des élections de juin complique encore plus le dossier du Brexit</p> <ul style="list-style-type: none"> > Les Conservateurs restent au gouvernement mais ont perdu leur majorité parlementaire. Dans le contexte des négociations du Brexit, l'action de la Première ministre sera donc compliquée par le fait qu'elle aura, a priori, besoin du soutien de l'ensemble des composantes de son parti (pro-Européens comme Eurosceptiques) et devra également composer avec une autre force politique. > La conjoncture commence à s'affaiblir avec la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre et l'incertitude sur les débouchés futurs. L'orientation de la politique budgétaire est légèrement expansionniste en 2017-2018 (vs. les deux années précédentes) et le gouvernement a des marges de manœuvre pour l'assouplir si besoin. 	<ul style="list-style-type: none"> > Choc d'incertitude lié au Brexit > Déficits (public et externe) très élevés
ASIE		
CHINE	<p>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> > La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018. > Les raisons de cette stabilisation sont à la fois micro- et macroéconomiques. L'investissement privé comme les dépenses publiques sont en phase de croissance et atteignent des niveaux supérieurs aux attentes. > La stabilisation de l'économie chinoise, qui va finalement s'étaler entre 2016 et 2018, contribue à l'émergence d'un nouveau cycle d'expansion mondial, qui bénéficie clairement aux secteurs cycliques, aux matières premières et aux marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> > Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018 > Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018
INDE	<p>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</p> <ul style="list-style-type: none"> > Le ralentissement de la consommation cyclique, des ventes de voitures et de l'ensemencement des cultures d'hiver suite à la démonétisation a été moins marqué que prévu. Cependant, son effet est plus sensible dans le secteur immobilier. > En 2017, l'inflation devrait rester modérée. Nous pensons que les effets de la démonétisation sur la croissance et l'inflation ne seront que transitoires. Les principaux points de désaccord concernant la taxe sur les produits et services (TPS) ont été levés et celle-ci devrait être mise en place dès juillet 2017. 	<ul style="list-style-type: none"> > La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation > Le ralentissement de l'inflation est durable
JAPON	<p>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> > L'économie profite du stimulus budgétaire et de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. La croissance du PIB devrait se maintenir aux alentours de 1 % en 2017 et 2018. Les entreprises en tirent parti mais les hausses de salaires manquent toujours à l'appel, malgré un taux de chômage très bas. La baisse des rémunérations en termes réels pourrait peser sur la consommation. 	<ul style="list-style-type: none"> > Exposition à la Chine > Politique de taux d'intérêt négatifs



Juillet/Août 2017

Prévisions macroéconomiques et financières

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

- **États-Unis**: l'expansion continue malgré un S1 légèrement décevant. Les difficultés politiques de D. Trump ne remettent pas en cause la poursuite du cycle. Des baisses d'impôts sont probables avant les élections mi-mandat de 2018, ce qui devrait permettre à la croissance de se stabiliser aux alentours de 2 %.
- **Japon**: la politique budgétaire et le cycle positif de l'industrie et du commerce en Asie demeurent des facteurs de soutien. La politique de la BoJ permet de conserver des conditions monétaires accommodantes. Cependant, la croissance du PIB nominal est très faible en raison d'un recul des prix (déflateur du PIB) et les rémunérations réelles de salariés sont en baisse pour le 2^e trimestre consécutif.
- **Zone euro**: la reprise se renforce. Les enquêtes, au plus haut depuis 2011, indiquent une amélioration de la conjoncture avec des conditions monétaires qui restent accommodantes malgré la remontée des taux. Le risque politique (en Italie notamment) reste à surveiller.
- **Brésil**: la croissance du PIB au T1 est ressortie à -0,4 % en glissement annuel, soit mieux que le trimestre précédent (-2,5 %). Toutefois, cette amélioration s'explique essentiellement par la recomposition des stocks. Nous révisons notre prévision à la hausse pour 2017 à 0 % contre -0,5 % avant. Compte tenu de la faiblesse de la demande et des incertitudes politiques et sur les réformes budgétaires, nous restons prudents.
- **Russie**: le PIB a crû de +0,5 % en ga au T1. Ce chiffre conforte le scénario de reprise de l'économie russe. Avec un acquis de croissance de 0,9 % et des indicateurs conjoncturels à la hausse au deuxième trimestre, nous révisons notre prévision de croissance à 1,5 % pour 2017 contre 1 % auparavant.

PRÉVISIONS DE TAUX DIRECTEURS

- **Fed**: la Fed a relevé ses funds à 1,00/1,25 % en juin. Elle annoncera prochainement qu'elle enclenche le processus de non-réinvestissement de ses actifs arrivant à maturité. Le marché sous-estime la capacité de la Fed à relever ses taux par la suite.
- **BCE**: le QE se poursuivra à un rythme de 60 Mds € jusqu'à décembre 2017. La BCE devrait annoncer plus tard dans l'année que le rythme du QE sera réduit en 2018. La communication deviendra graduellement moins accommodante.
- **BoJ**: elle va poursuivre sa politique de contrôle de la courbe des taux et ne devrait pas changer ses cibles.
- **BoE**: la BoE ne remontera pas ses taux si la conjoncture continue à se détériorer mais le comité de politique monétaire continuera d'envoyer des signaux contradictoires avec l'inflation élevée.

	03/07/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
États-Unis	1,25	1,50	1,50	1,75	1,85
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	0,25	0,25	0,30	0,25	0,35

PRÉVISIONS DE TAUX LONGS

- **États-Unis**: les marchés sont trop pessimistes sur l'évolution de l'inflation et sur la capacité de la Fed à relever ses taux en 2018. En conséquence, les taux longs devraient remonter un peu sur les mois à venir.
- **Zone euro**: les taux allemands remonteront sur les prochains trimestres avec la sortie graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes de la BCE. Les point-morts d'inflation restent (trop) bas.
- **Royaume-Uni**: la dégradation des indicateurs économiques devrait exercer une pression à la baisse sur les taux longs britanniques.
- **Japon**: la BoJ contrôle la partie longue de la courbe et est vraisemblablement en faveur d'une baisse des taux courts.

	Taux 2 ans				
	19/07/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,35	1,40/1,60	1,55	1,60/1,80	1,68
Allemagne	-0,64	-0,60/-0,40	-0,51	-0,60/-0,40	-0,42
Japon	-0,11	-0,20/-0,00	-0,10	-0,20/-0,00	-0,07
Royaume-Uni	0,27	0,00/0,20	0,31	0,00/0,20	0,34

	Taux 10 ans				
	19/07/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,26	2,40/2,60	2,39	2,40/2,60	2,49
Allemagne	0,54	0,60/0,80	0,65	0,80/1,00	0,78
Japon	0,08	0	0,13	0	0,18
Royaume-Uni	1,19	1,00/1,20	1,31	1,00/1,20	1,43

PRÉVISIONS DE CHANGE

- **EUR**: avec la sortie graduelle des politiques monétaires ultra-accommodantes de la BCE, l'euro devrait finir l'année plus fort.
- **USD**: le dollar revient vers ses niveaux de septembre et se trouve bien moins surévalué qu'en janvier. Davantage de déceptions au sujet des mesures de stimulation budgétaire pourraient peser sur le dollar.
- **JPY**: le yen est sous-évalué et perdra encore du terrain si les taux longs remontent dans les autres zones. Cela dit, dans un contexte de volatilité très faible, le yen peut être intéressant en couverture de risque.
- **GBP**: nous conservons un biais légèrement négatif sur la livre, qui devrait souffrir de la détérioration progressive de l'économie.

	19/07/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
EUR/USD	1,15	1,15	1,14	1,20	1,14
USD/JPY	112	115,00	114,00	115,00	114,00
EUR/GBP	0,88	0,90	0,89	0,90	0,89
EUR/CHF	1,10	1,10	1,12	1,10	1,11
EUR/NOK	9,28	9,20	9,26	9,00	9,03
EUR/SEK	9,54	9,50	9,50	9,30	9,31
USD/CAD	1,26	1,25	1,30	1,25	1,31
AUD/USD	0,79	0,72	0,75	0,70	0,76
NZD/USD	0,74	0,70	0,71	0,70	0,72



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

Publications récentes

Working Papers

- **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*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Huile de Palme_ Le dilemme environnemental**
ELSA BLOTIÈRE, JULIEN GROUILLET, AURÉLIE RENARD – *Analyse ESG*
- **The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle : Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - 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

Crédit photo : iStock by Getty Images - traveler1116