

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 | Les baisses d'impôts votées par le Congrès en décembre vont stimuler la croissance. Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB réel nettement 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 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 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 les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis. Le marché escompte désormais les 3 hausses de taux directeurs que nous anticipons cette 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 # 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 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). Même si cette évolution est timide, elle 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.

Risque # 3

75 %
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 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 de la phase 2 des négociations qui va s'ouvrir. 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, 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 se fait moins forte avec la période de transition de 21 mois qui se dessine (jusqu'à fin 2020), les négociations commerciales s'annoncent tendues cette année. 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 # 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 à 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 complexe sur le plan géopolitique: Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, Sunnites vs. Chiites, Arabie vs. Iran. La liste est longue et ce sont autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. 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 ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des gains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés et spécifiques, mais ils sont nombreux et, par nature, se matérialisent souvent de façon imprévisible. 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? Nul ne le sait vraiment mais il est fort probable que cela s'avère 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 très 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 restera dynamique 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 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 indiquent un rythme de croissance très supérieur au potentiel. La demande domestique est restée particulièrement soutenue au T4 et semble accélérer davantage 1^{er} trimestre. Le maintien de conditions monétaires et financières accommodantes (malgré la hausse attendue du taux des fed funds) et le stimulus fiscal voté en décembre sont des facteurs de soutien qui diminuent très nettement le risque de récession à l'horizon de 2018 et 2019. On note un début d'accélération des salaires (+2,9 % en glissement annuel) : cela devait se produire dans une économie qui est proche du plein-emploi.
- **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, cf. article sur ce sujet dans cette édition). 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 un rythme de croissance inférieur au potentiel en 2018-2019 à 1,5 % 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 est essentiellement domestique et gérable. Nous tablons sur une décélération très graduelle de la croissance et sur 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 (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:** nous nous attendons à ce que les prix du pétrole (Brent) refluent légèrement à partir du niveau actuel. À 68\$ (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 ont été votées (entre autres mesures) par le Congrès en décembre 2017 sont effectives, ce qui va doper 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 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^{er} 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 brutal 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^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 du 1^{er} 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>États-Unis</p> <ul style="list-style-type: none"> Le « shutdown » des services publics a été bref et ne devrait pas affecter l'économie du 1^{er} trimestre. La croissance américaine devrait être largement supérieure à son potentiel en 2018. Les indicateurs coïncidents et les enquêtes demeurent bien orientés et la loi sur la fiscalité et l'emploi devrait doper les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. Le marché du travail continue de s'améliorer et les salaires commencent à accélérer. Dans ce contexte, l'inflation devrait remonter progressivement. Il est possible que le taux d'inflation dépasse temporairement la cible de la Fed. Nous tablons sur trois relèvements de 25 pb des taux directeurs en 2018. 	<ul style="list-style-type: none"> Plafond de la dette: limite d'endettement jusqu'à fin mars 2018 Risque protectionniste: négociation sur l'ALENA Risque sur l'inflation: économie au plein-emploi
	<p>Brésil</p> <p>La reprise se confirme et les perturbations liées aux élections deviennent plus présentes</p> <ul style="list-style-type: none"> La croissance économique du Brésil résiste bien. Les dépenses des ménages sont soutenues par la hausse sensible des salaires réels et par le rebond de l'activité de crédit. La production industrielle de biens d'équipement s'accélère, corroborant une augmentation des dépenses d'investissement, et le crédit aux entreprises privées semble avoir atteint un plancher. L'inflation est toujours contenue sous l'effet des prix alimentaires, tandis que les composantes liées aux transports et au logement rebondissent. Concernant les élections législatives à venir, un consensus se forme autour de l'impossibilité pour Lula de se représenter à la suite de sa condamnation récente pour corruption (désormais en procédure d'appel). 	<ul style="list-style-type: none"> Dérive budgétaire Hausse des risques politiques à l'approche de l'élection présidentielle
Europe	<p>Zone euro</p> <p>La reprise continue et conserve du potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> La série de bonnes surprises continue, la croissance du T4 2017 a atteint +0,6 % et les indicateurs du climat des affaires sont très bien orientés début 2018. La zone euro bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement, fin de l'austérité, baisse du risque politique, forte croissance aux États-Unis et en Asie). L'inflation sous-jacente reste faible. L'appréciation de l'euro ne remet pas, pour l'heure, la reprise en péril, mais une poursuite trop rapide de la hausse constituerait un frein sérieux. Sur le plan politique, la recherche d'une coalition de gouvernement en Allemagne, la crise en Catalogne et l'approche des élections italiennes ne génèrent pas de risque systémique. 	<ul style="list-style-type: none"> Surréaction de l'euro Risque politique (montée des partis anti-euro en Italie) Risques externes
	<p>Royaume-Uni</p> <p>Croissance ralentie par l'incertitude à propos des modalités du Brexit</p> <ul style="list-style-type: none"> 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. La négociation d'une période de transition devrait limiter le choc immédiat du Brexit. Cependant, la visibilité sur le futur cadre des relations commerciales avec l'UE est nulle et la situation politique interne reste très tendue (pas de majorité parlementaire du Parti Conservateur, très fortes divisions au sein de ce parti concernant le Brexit). 	<ul style="list-style-type: none"> Vers des négociations tendues avec l'UE Le déficit courant reste très élevé
	<p>Chine</p> <ul style="list-style-type: none"> Les données du T4 démontrent la résistance de l'économie. La croissance nominale s'est maintenue au-dessus de 10 %, soutenue par la poursuite des initiatives de réduction de l'offre. Une partie de l'activité dans l'industrie et la construction a ralenti sous l'effet des mesures de lutte contre la pollution, mais ce tassement est compensé par une accélération dans les services, tandis que les exportations et la production manufacturière haut de gamme sont restées vigoureuses. Le secteur immobilier résiste mieux que prévu. Plus qu'un simple affaiblissement du USD, le raffermissement récent du RMB reflète une amélioration des anticipations, notamment au niveau local. Le risque sur la devise demeure haussier. Les responsables chinois ont encouragé les réformes lors du Forum économique mondial. 	<ul style="list-style-type: none"> Faux pas politiques dans la gestion de la politique structurelle Tensions géopolitiques avec la crise entre la Corée du Nord et les États-Unis Surveiller la politique commerciale de Trump à l'issue des dernières mesures prises
Asie	<p>Inde</p> <p>Ralentissement de la croissance au T4 2017 (année calendaire)</p> <ul style="list-style-type: none"> La reprise au T4 2017 a été moins forte qu'attendu. Outre un effet de base évident lié à la démonétisation de novembre 2016, les investissements privés sont restés relativement faibles (projets et réalisations). Nous avons révisé à la baisse notre prévision de croissance du PIB sur l'année calendaire 2017 à 6,9 % vs 7,2 % précédemment. La loi budgétaire pour 2019 marque une pause dans la consolidation avec des mesures de soutien aux secteurs les plus pénalisés. L'inflation dépasse les anticipations et les risques restent haussiers. Nous tablons sur un statu quo de la RBI. 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation progresse plus vite que prévu. Statu quo de la RBI Dérive budgétaire confirmée
	<p>Japon</p> <p>Vers la plus longue phase d'expansion depuis le début des années 60</p> <ul style="list-style-type: none"> L'expansion se poursuit tirée par l'investissement (qui bénéficie de profits très solides) et les exportations (tirées par la vigueur du commerce mondial). Nous anticipons que la croissance restera supérieure au potentiel en 2018 et 2019. L'enquête Tankan est au plus haut depuis 11 ans (grandes entreprises) et depuis 26 ans (pour les petites). Le taux de chômage est au plus bas depuis 24 ans et le ratio offre sur demandes d'emploi est à son plus haut niveau depuis 1974. Les entreprises anticipent des prix de vente plus élevés. Les plans d'investissement restent supérieurs à la moyenne historique. Le gouvernement encourage les entreprises à augmenter les salaires de plus de 3 % lors des négociations du printemps. 	<ul style="list-style-type: none"> Rebond récent du yen: une appréciation supplémentaire peserait sur la confiance Risques géopolitiques dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord

Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	1,50	2,00	1,90	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					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,16	2,00/2,20	2,40	2,20/2,40	2,53
Allemagne	-0,53	-0,60/-0,40	-0,33	-0,40/-0,20	-0,18
Japon	-0,12	-0,20/-0,00	-0,10	-0,20/-0,00	-0,07
Royaume-Uni	0,65	0,40/0,60	0,87	0,40/0,60	0,98

Taux 10 ans					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,73	2,40/2,60	2,82	2,60/2,80	2,87
Allemagne	0,72	0,80/1,00	0,83	0,80/1,00	0,95
Japon	0,10	0	0,15	0	0,21
Royaume-Uni	1,52	1,40/1,60	1,68	1,40/1,60	1,76

Prévisions de change					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,25	1,25	1,20	1,25	1,24
USD/JPY	109	112,00	112,50	115,00	110,00
EUR/GBP	0,88	0,95	0,88	0,95	0,91
EUR/CHF	1,16	1,20	1,16	1,20	1,18
EUR/NOK	9,58	9,40	9,30	9,20	9,20
EUR/SEK	9,82	9,70	9,44	9,50	9,35
USD/CAD	1,23	1,25	1,25	1,20	1,23
AUD/USD	0,80	0,75	0,79	0,75	0,80
NZD/USD	0,74	0,70	0,72	0,70	0,73
USD/CNY	6,30	6,30	6,50	6,30	6,45

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

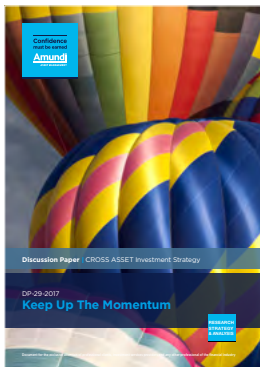
Understanding the Momentum Risk Premium

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



Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUIZ — Stratégie Crédit

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

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.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.

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 — neneos, piola666

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