

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 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 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 transition 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 # 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 vs. Iran. La liste est longue et ce sont autant d'éléments qui ont tendu et ont 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 regains 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 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 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 qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein 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..

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 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 # 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 assez faible 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 déjà 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) se retrouve très affaibli par la démission de Gary Cohn (conseiller économique).

Impact de marché | Une réaction en chaîne provoquerait un affaiblissement 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). 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.

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.

- **Resynchronisation mondiale:** en dépit des turbulences financières, la croissance mondiale devrait rester solide en 2018 et 2019. Les enquêtes demeurent sur des niveaux élevés: la récente détérioration ne signale pas un retournement de cycle. 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 et 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). Le caractère synchrone de la reprise mondiale la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est nettement repris en 2017 (+5 % sur un an). Il était jusqu'à présent stimulé par la resynchronisation du cycle mondial et par l'investissement en biens d'équipement. Les mesures protectionnistes annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium (hausse des droits de douane) vont engendrer des mesures de rétorsion (UE, Chine notamment) qui sont en théorie dommageables au commerce. Toutefois, il convient de souligner 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 en 2018 (i. e. sur une croissance du commerce légèrement en deçà de celle du PIB mondial). La probabilité que les tensions protectionnistes ne dégénèrent en vraie guerre commerciale à l'échelle mondiale est faible (cf. scénario de risque).
- **États-Unis:** la croissance demeure solidement ancrée. Les enquêtes indiquent 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 reprise est générale, avec un redémarrage de l'investissement dans la plupart des pays. La croissance est avant tout tirée par la demande intérieure privée. La zone euro est en milieu de cycle, avec une perspective de rattrapage du côté des pays périphériques. Le risque politique s'est affaibli, en devenant plus local. En Allemagne, le vote des militants du SPD en faveur de la coalition avec le CDU-CSU a ouvert la voie à une grande coalition favorable à l'Europe et à un couple franco-allemand réformateur. 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 accommodantes, la croissance devrait se maintenir nettement au-dessus de son potentiel en 2018 et 2019, en dépit du tassement récent des enquêtes.
- **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 un non dans l'Union douanière). Dans son discours du 2 mars, Theresa May rejette l'union douanière (défendue au R-U par Jeremy Corbyn), sans pour autant vraiment clarifier l'approche britannique. 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.
- **Chine:** l'économie demeure solide. 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). La transition semble sous contrôle.
- **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). 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:** nous tablons sur une stabilisation des prix à un niveau proche de leur niveau actuel. À 66\$ (Brent), le risque nous semble néanmoins toujours asymétrique (davantage de risque de le voir baisser). En effet,

si les prix se maintiennent durablement au-dessus du point mort de rentabilité des gisements américains (40\$), la production américaine finira par s'accroître et par peser sur les prix.

■ **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. 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 demeure excessivement faible à ce stade du cycle. De plus, elle 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 (au plus tôt). Les politiques monétaires resteront globalement accommodantes car même si un peu d'inflation cyclique se matérialise, l'inflation totale 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).

Les mesures protectionnistes annoncées par D. Trump pèsent sur les marchés. 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 ont conduit Donald Trump à reporter dans le temps la hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium en provenance d'Europe.



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 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.
- Crise internationale liée à une très forte aggravation des tensions géopolitiques actuelles (Moyen-Orient, Corée).

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 synchronisation 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. Poursuite du cycle d'accélération dans la zone euro, 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

- Malgré quelques accès de faiblesse, les perspectives économiques sont toujours solides.
- La Fed a de nouveau relevé son taux directeur de 25 pb et tenu des propos optimistes à l'égard de la croissance (projections économiques revues à la hausse) et de l'inflation (légère révision haussière de la trajectoire d'inflation à partir de 2019). Les « dots » impliquent désormais trois relèvements de taux en 2018 et trois autres en 2019.
- La demande intérieure continue de bénéficier de conditions favorables : les enquêtes ISM dénotent un sentiment très positif parmi les entreprises américaines, l'indice du secteur manufacturier atteignant notamment un plus haut sur plus de dix ans, et le moral des ménages s'améliore toujours grâce à l'impact des réductions d'impôts sur le revenu disponible.
- Les craintes inflationnistes se dissipent depuis la publication d'un rapport signalant une hausse plus mesurée de l'IPC, rejoignant l'opinion de la Fed (convergence graduelle vers l'objectif d'inflation).
- Le marché du travail continue d'absorber les capacités inutilisées : la participation de la main-d'œuvre augmente et le taux de chômage reste stable. Les créations d'emplois demeurent supérieures aux attentes.

Facteurs de risque

- Forte accentuation des tensions inflationnistes dues au resserrement du marché du travail
- Resserrement brutal des conditions financières
- Des mesures protectionnistes unilatérales entraînent des représailles d'autres pays contre les États-Unis
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche (cf. Iran, Corée du Nord)

Zone euro

La reprise continue et conserve du potentiel

- La reprise reste vigoureuse malgré l'affaiblissement des indicateurs du climat des affaires. La zone euro bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement et de la consommation, risque politique moins élevé qu'en 2017, forte croissance aux États-Unis et en Asie). L'inflation sous-jacente reste faible mais devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- Le résultat indécis des élections italiennes ne constitue pas un risque systémique immédiat pour l'Europe. En Allemagne, la formation du gouvernement de coalition devrait permettre des initiatives concernant le renforcement des institutions de la zone euro.

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

Royaume-Uni

Croissance ralentie par l'incertitude liée au Brexit

- L'économie ralentit. L'incertitude concernant les modalités du Brexit fait baisser la confiance. La hausse de l'inflation due à la baisse de la livre sterling devrait être temporaire. Cependant le taux de chômage reste au plus bas (4,3 %) et les salaires donnent quelques signes d'accélération.
- Un accord a été trouvé avec l'UE pour une période de transition après le Brexit (de mars 2019 à fin 2020), ce qui a été bénéfique à la livre sterling. Cependant, pour que cet accord puisse être mis en œuvre, une entente doit toujours être trouvée sur les sujets les plus difficiles (frontière irlandaise et futur cadre des relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni).

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

Japon

L'expansion historiquement longue du cycle économique n'est pas encore terminée

- La phase actuelle d'expansion économique entame sa 5^e année. Malgré un ralentissement de la croissance par rapport aux niveaux exceptionnels de 2017, l'économie devrait continuer d'être tirée par les investissements des entreprises face à la pénurie chronique de main-d'œuvre et par la préparation des Jeux Olympiques de 2020 à Tokyo. On attend aussi un essoufflement des investissements consacrés à l'extension des capacités sous l'effet de l'appréciation du yen et du fléchissement consécutif des exportations.
- Sur le front de la consommation, la croissance des salaires devrait rester modeste en dépit des appels des pouvoirs publics à des augmentations de 3 %. La faiblesse des revenus réels continuera de peser sur les dépenses des ménages.

- Rebond récent du yen : une appréciation supplémentaire pèserait sur la confiance
- Risques géopolitiques dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord

Chine

- La conjoncture économique ne suscite pour l'instant aucune inquiétude majeure. Les exportations restent solides, l'immobilier résiste et le marché du crédit ne faiblit toujours pas, même s'il faut compter avec l'instabilité des statistiques mensuelles, conséquence du Nouvel An chinois.
- Des signes de plus en plus encourageants montrent que la Chine s'apprête à intensifier son programme de réformes structurelles : elle a confirmé ses orientations politiques, annoncé l'un des plus vastes et des plus ambitieux plans de son histoire pour transformer ses institutions et améliorer l'efficacité de leur gouvernance et a nommé des réformateurs aux postes clés.
- La réaction de la Chine aux mesures annoncées par D. Trump visant à cibler certains produits et secteurs chinois dans le cadre d'une enquête au titre de la section 301 est restée relativement mesurée, ce qui devrait permettre d'éviter l'escalade et de limiter les répercussions sur l'économie.

Nous recommandons d'être attentif à l'évolution de la situation, la conclusion de nouveaux accords commerciaux assortis de plus ou moins de taxes semblant assez vraisemblable.

Facteurs de risque

- Relation commerciale avec les États-Unis et risque de tensions persistant
- Faux-pas politiques dans la gestion de la transition structurelle
- Tensions géopolitiques avec la Corée du Nord : évolution positive des relations avec Kim Jong-un qui a effectué sa première visite en Chine et a accepté de rencontrer les États-Unis

Asie (ex JP & CH)

Inde : reprise modérée depuis février 2018

- Jusqu'à janvier 2018, notre indicateur de l'activité économique indienne témoignait de la vigueur de la reprise. Les chiffres ont légèrement fléchi en février, au niveau de la production d'électricité, du fret, des exportations et des recettes de l'État. Le rythme de la croissance devrait globalement s'accroître en 2018 par rapport à 2017. Contre toute attente, l'inflation est restée orientée à la baisse (4,4 % en février) suite à la baisse des prix des denrées alimentaires. Nous anticipons dans les prochains mois une légère remontée de l'inflation qui devrait ensuite retomber aux environs de 4 % au S2 2018. L'augmentation des Prix minima de soutien (prévue au budget) annoncée en juin devrait être une source de risque haussier.
- Nous tablons sur une position neutre de la RBI tout au long de 2018. Le durcissement de la politique monétaire vient des mesures plus strictes adoptées dans le secteur du crédit suite aux affaires de fraude impliquant la PNB.
- Dans la perspective des prochaines élections législatives, la situation politique devient plus délicate pour le BJP qui doit désormais faire face à une opposition unifiée au niveau national.

- La reprise a commencé à marquer le pas depuis février 2018
- L'inflation est restée étonnement faible en février. Elle devrait légèrement remonter dans les prochains mois et redescendre au S2 2018
- Statu quo de la RBI

Latam

Bésil : la faiblesse de l'inflation donne plus de latitude pour un nouvel assouplissement monétaire

- Plusieurs secteurs soutiennent l'économie brésilienne qui poursuit son expansion à un rythme régulier, tirée par des facteurs internes et externes. Toutefois, comme en témoigne le taux d'utilisation des capacités de production (à 78,1 % en janvier), l'économie présente toujours un important volant de ressources inutilisées. Nous n'observons donc pas de réelles pressions inflationnistes; les derniers chiffres de l'IPC sont de fait encore très faibles (en deçà de la borne inférieure de la fourchette-cible d'inflation, entre 3 % et 6 %). La BCB a de nouveau baissé le taux du Selic de 25 pb en mars, affichant un ton plus conciliant qu'attendu. Ces nouvelles mesures sont en phase avec la croissance plus modérée que prévu de l'inflation.
- Ayant renoncé à faire adopter son plan de réforme des retraites, le gouvernement met désormais l'accent sur d'autres projets de loi portant notamment sur la privatisation d'Eletrobras et la simplification de l'impôt fédéral. L'adoption de ces textes risque cependant d'être retardée par l'éventuelle démission du Ministre des finances, H. Meirelles, qui pourrait annoncer sa candidature aux élections présidentielles, entraînant d'autres responsables politiques dans son sillage.

- La reprise suit son cours mais l'économie présente toujours un important volant de capacités inutilisées
- La faible inflation laisse de la marge pour de nouvelles mesures d'assouplissement
- Les projets de loi sur la fiscalité pourraient être retardés par l'éventuelle démission de H. Meirelles

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

- Avec une inflation que nous anticipons à 3 % en ga, en dessous de la cible fixée par la CBR (4 %), nous attendons de nouvelles baisses de taux directeur. Le maintien du prix du pétrole à un niveau supérieur à 50 dollars/baril est de nature à favoriser la reprise.

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. En raison de 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.

- Baisse du prix du pétrole
- 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 (28 mars 2018) | | | | | | |
|---|---------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| Moyennes annuelles (%) | Croissance du PIB réel, % | | | Inflation (IPC, a/a, %) | | |
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| États-Unis | 2,3 | 2,9 | 2,5 | 2,1 | 2,5 | 2,2 |
| Japon | 1,7 | 1,2 | 1,0 | 0,5 | 0,9 | 1,3 |
| 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 | 1,5 | 1,6 | 2,7 | 2,6 | 2,4 |
| Brésil | 1,0 | 2,2 | 2,4 | 3,5 | 3,5 | 4,4 |
| Russie | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 3,7 | 3,0 | 4,1 |
| Inde | 6,3 | 6,8 | 6,6 | 3,3 | 4,2 | 4,6 |
| Indonésie | 5,1 | 5,3 | 5,5 | 3,8 | 3,6 | 4,1 |
| Chine | 6,9 | 6,6 | 6,4 | 1,6 | 2,3 | 2,5 |
| Turquie | 6,5 | 4,3 | 4,0 | 11,1 | 9,5 | 8,5 |
| Pays développés | 2,2 | 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 | | | | | |
|-------------------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| | 27/03/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T3 2018 | Amundi + 12m. | Consensus T1 2019 |
| États-Unis | 1,50 | 1,75 | 2,15 | 2,00 | 2,55 |
| 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 | 0,70 | 0,75 | 0,85 |

| Prévisions de taux longs | | | | | |
|--------------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| Taux 2 ans | | | | | |
| | 27/03/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis | 2,31 | 2,20/2,40 | 2,50 | 2,50/2,70 | 2,64 |
| Allemagne | -0,61 | -0,60/-0,40 | -0,46 | -0,40/-0,20 | -0,33 |
| Japon | -0,15 | -0,20/-0,00 | -0,14 | -0,20/-0,00 | -0,12 |
| Royaume-Uni | 0,89 | 0,80/1,0 | 1,01 | 0,80/1,0 | 1,09 |

| Taux 10 ans | | | | | |
|-------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| | 27/03/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis | 2,85 | 2,80/3,0 | 2,93 | 2,80/3,0 | 2,98 |
| Allemagne | 0,52 | 0,60/0,80 | 0,65 | 0,80/1,00 | 0,76 |
| Japon | 0,04 | 0 | 0,08 | 0 | 0,13 |
| Royaume-Uni | 1,44 | 1,40/1,60 | 1,58 | 1,40/1,60 | 1,65 |

| Prévisions de change | | | | | |
|----------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| | 27/03/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T3 2018 | Amundi + 12m. | Consensus T1 2019 |
| EUR/USD | 1,24 | 1,25 | 1,25 | 1,28 | 1,27 |
| USD/JPY | 106 | 105,0 | 108,0 | 105,0 | 110,0 |
| EUR/GBP | 0,88 | 0,92 | 0,89 | 0,95 | 0,89 |
| EUR/CHF | 1,17 | 1,16 | 1,19 | 1,18 | 1,19 |
| EUR/NOK | 9,56 | 9,50 | 9,55 | 9,30 | 9,33 |
| EUR/SEK | 10,21 | 9,70 | 9,90 | 9,50 | 9,63 |
| USD/CAD | 1,29 | 1,25 | 1,25 | 1,22 | 1,24 |
| AUD/USD | 0,77 | 0,77 | 0,78 | 0,77 | 0,80 |
| NZD/USD | 0,73 | 0,70 | 0,72 | 0,70 | 0,74 |
| USD/CNY | 6,28 | 6,30 | 6,40 | 6,30 | 6,40 |

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 — baona

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