

## Contexte macroéconomique

AMÉRIQUES		FACTEURS DE RISQUE
<b>ÉTATS-UNIS</b>	<p><b>Croissance décevante au T1, incertitude persistante sur la politique budgétaire</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La croissance économique décevante du T1 (+0,7 %) ne suffit pas à remettre en cause la poursuite de la reprise. Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées. Malgré des créations d'emplois plus faibles qu'attendu en mars, l'amélioration du marché du travail continue et soutient la hausse graduelle des salaires.</li> <li>&gt; D. Trump a réitéré sa promesse d'une importante réforme de la fiscalité. Cependant le thème du protectionnisme (qui constituait l'une des pistes envisagées pour financer les baisses d'impôts) a rencontré de fortes résistances et a désormais moins le vent en poupe. Par conséquent, les négociations budgétaires avec le Congrès, en grande partie hostile à un creusement du déficit budgétaire, s'annoncent très difficiles.</li> <li>&gt; Un accord sera probablement trouvé au sein de la majorité républicaine du Congrès concernant des baisses modérées d'impôts ce qui aura un effet stimulant sur l'économie en 2018. La réforme complète de la fiscalité, en revanche, risque d'être remise à plus tard (2018, voire au-delà)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Forte incertitude concernant les décisions de la nouvelle administration</b></li> <li>&gt; <b>Potentiel de croissance durablement entamé (« stagnation séculaire »)</b></li> <li>&gt; <b>Érosion des marges des entreprises</b></li> </ul>
<b>BRÉSIL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Du côté des données macroéconomiques, le PIB du T4 est ressorti à -2,5 en ga contre -2,9 au T3.</li> <li>&gt; Les deux principaux facteurs de cette baisse du PIB sont l'investissement (contraction de 5,4 % en ga) et la consommation privée (chute de 2,9 % en ga). La récession en 2016 de l'économie aura encore été marquée: -3,4 %.</li> <li>&gt; L'inflation a considérablement diminué et la BCB a entamé un cycle d'assouplissement monétaire qui compte tenu de la faiblesse des indicateurs cycliques pourrait s'accélérer.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Forte appréciation du réal</b></li> <li>&gt; <b>Assouplissement de la politique budgétaire et notamment réforme des retraites très limitée.</b></li> </ul>
<b>EUROPE</b>		
<b>ZONE EURO</b>	<p><b>Très bon début d'année économique malgré le risque politique</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Les indicateurs portant sur le début de 2017 ont été nettement meilleurs qu'attendu (certains au plus haut depuis plusieurs années). Cependant le cycle économique européen, en retard sur celui des États-Unis, n'en est pas encore au stade où il pourrait générer des tensions inflationnistes: pour l'heure, l'inflation sous-jacente reste stable, légèrement en dessous de 1 % par an.</li> <li>&gt; Les principaux risques, pour la poursuite de la reprise, viennent de l'incertitude politique, avec comme principaux points d'attention le cycle électoral français (élections présidentielles et législatives entre avril et juin) et la situation toujours précaire de l'Italie, dans un contexte de forte montée du sentiment eurosceptique dans ces deux pays. La problématique complexe du Brexit ne devrait affecter que très modérément la conjoncture en zone euro.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Risque politique (calendrier électoral chargé, montée des partis contestataires, Brexit)</b></li> <li>&gt; <b>Contagion des difficultés économiques et/ou financières des émergents</b></li> <li>&gt; <b>Montée des risques géopolitiques.</b></li> </ul>
<b>ROYAUME-UNI</b>	<p><b>La conjoncture tient mieux que prévu. Mais l'incertitude politique va peser en 2017</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Des élections anticipées, prévues le 8 juin, devraient permettre à la Première ministre britannique de renforcer sa position, afin de négocier plus efficacement les modalités du Brexit. Cependant, le manque total de visibilité concernant les futures relations avec l'UE et la difficulté des négociations à venir finiront par pénaliser l'économie, mais sans doute pas avant 2018. Pour l'heure, la croissance tient bon.</li> <li>&gt; L'investissement privé et la consommation vont subir l'effet de la remontée de l'inflation liée à la dépréciation de la livre ainsi que 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Choc d'incertitude lié au Brexit</b></li> <li>&gt; <b>Déficits (public et externe) très élevés</b></li> </ul>
<b>ASIE</b>		
<b>CHINE</b>	<p><b>L'influence stabilisatrice de la Chine sur l'économie mondiale et les devises se maintiendra en 2017 et probablement en 2018</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; La stabilisation de l'économie chinoise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2018.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Contribution à la stabilisation de l'économie mondiale et des devises en 2017-2018</b></li> <li>&gt; <b>Émergence d'un cycle mondial plus long du fait d'une stabilisation de l'économie chinoise étalée entre 2016 et 2018</b></li> </ul>
<b>INDE</b>	<p><b>Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>La croissance indienne devrait rester stable suite à la démonétisation</b></li> <li>&gt; <b>Le ralentissement de l'inflation est durable</b></li> </ul>
<b>JAPON</b>	<p><b>La reprise se poursuit, avec une croissance supérieure au potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; L'économie profite de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. Le chômage est au plus bas depuis 20 ans, les salaires (temps partiel) sont en hausse et les profits s'améliorent. Le stimulus budgétaire et la baisse de l'impôt sur les sociétés constituent des soutiens importants</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>Exposition à la Chine</b></li> <li>&gt; <b>Politique de taux d'intérêt négatifs</b></li> </ul>



# Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



**Foreign Exchange**  
Money Markets **Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate **High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI — *Recherche Quantitative*
- **Portfolio optimisation in an uncertain world**  
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* – DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **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

- #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*, VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 — **Dette publique française: liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 — **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 — **Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 — **Économie française: un état des lieux**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 — **Élections françaises\_ État des lieux et décryptage**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

## 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](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - Essentials