

CROSS ASSET Investment Strategy

05

Mai
2020

Mensuel

VUES DES CIO

Les répliques
du séisme Covid-19

LE THÈME DU MOIS

Contraction > reprise > fin de cycle :
trois ans pour boucler la boucle

#05 - Mai 2020

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Les répercussions du séisme Covid-19 p. 3

La crise du Covid-19 induit une désynchronisation partielle du cycle économique strictement liée à l'épidémie dans chaque pays et/ou région.

Les marchés financiers semblent toutefois trop optimistes car les économies ne seront pas soudainement remises sur pied. Par conséquent, les investisseurs doivent être actifs et sélectifs car cette crise va transformer le monde et on commence tout juste à en voir les répercussions.

Macro

Chine : un chemin chaotique vers la reprise p. 5

L'impact de l'épidémie de Covid-19 sur l'économie chinoise a été inégal. Les services de restauration et hôtellerie ont enregistré la plus forte baisse, tandis que les services financiers services TIC ont été bien orientés.

Gestion diversifiée

Privilégier les fondamentaux aux émotions p. 7

Nous restons prudents et attendons d'éventuels points d'entrée, en nous focalisant sur les fondamentaux.

Marchés obligataires

La normalisation n'est pas encore là : mettre l'accent sur la liquidité p. 9

Les zones de tension demeurent mais la dislocation du marché crée des opportunités.

Actions

La solidité du bilan compte aujourd'hui plus que jamais p. 11

Lorsque l'éventail des résultats est large et qu'il existe une ambiguïté sur le chemin de la reprise, il s'agit avant tout d'explorer des modèles économiques résilients et de trouver des opportunités de valeur relative.

Thématique

Ne sous-estimons pas l'effet des multiplicateurs p. 13

Au cours des dernières semaines, des plans de stabilisation très importants ont été annoncés dans les économies avancées et des plans de relance sont désormais en discussion. Les études empiriques récentes montrent que les multiplicateurs budgétaires sont beaucoup plus élevés lors des récessions sévères. Si tel est le cas, la reprise économique pourrait être sous-estimée, ce qui aurait, entre autre, pour effet d'engendrer un net rebond des dividendes dans les prochaines années, tout particulièrement en Europe.

Marchés émergents, prise en compte des différents chocs p. 15

Lorsque l'on analyse les marchés émergents dans le contexte de la pandémie de Covid-19, il convient d'évaluer non seulement l'impact sur la croissance et le *policy mix* établi pour assurer la reprise, mais aussi les vulnérabilités que ce même *policy mix* engendre, par le biais des sorties de capitaux et des dépréciations de devises. Notre analyse vise à mieux comprendre les situations diverses qui prévalent dans les marchés émergents et offrira une vision affinée par pays.

Nouvelle étape pour le QE de la Fed p. 19

La Réserve fédérale a acheté des obligations du Trésor américain à un rythme inédit depuis le début de son nouveau programme d'achat d'actifs le 16 mars. Aucune limite n'est fixée à la politique monétaire pour financer la relance budgétaire. La Fed va probablement affiner sa gestion des conditions financières en contrôlant la courbe des taux (*yield curve control* - YCC).

Le thème du mois

Contraction > reprise > fin de cycle : trois ans pour boucler la boucle p. 23

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019, avec des conséquences se prolongeant sur le moyen terme. Après une forte contraction en 2020, 2021 sera marquée par une « reprise » du cycle de croissance et des bénéfiques accompagnée d'un rebond des actifs risqués, avant une normalisation et un retour en fin de cycle en 2022.

Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 29
- > Principaux risques p. 31
- > Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés p. 32
- > Points clés de la Recherche p. 33
- > Allocation d'actifs Amundi p. 35

Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 37
 - Perspectives macroéconomiques
 - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 39
 - Perspectives macroéconomiques
 - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 41
- > Avertissement concernant nos prévisions p. 42
- > Publications récentes p. 43

CIO VIEWS

Les répercussions du séisme Covid-19



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Après avoir clôturé l'un des plus mauvais trimestres de l'histoire des marchés actions, le T2 a commencé sur une note positive, les indices (S & P 500 et Euro Stoxx 600) se redressant nettement par rapport à leur plus bas niveau du mois précédent. On observe clairement une **lutte entre des forces haussières et baissières**. Du côté positif, les mesures exceptionnelles prises par les autorités continuent de doper le sentiment du marché (avec les signes d'un pic du virus en Europe et les espoirs d'un déconfinement plus rapide que prévu). Du côté négatif, les premières publications de résultats montrant la détérioration des fondamentaux et la soutenabilité des stocks de dette croissants seront des risques majeurs. Ce bras de fer **entre sentiment et fondamentaux** n'est que le premier d'une longue liste de luttes en cours. La plus importante sera le duel **entre liquidité et solvabilité**, dont l'issue dépendra de l'évolution de la pandémie. La durée de cette dernière est la variable clé qui déterminera la forme de la reprise, qui semble désormais susceptible d'être en 'U', avec une longue phase basse et une lente reprise.

Du point de vue de l'investissement, les luttes mentionnées ci-dessus appellent à certaines **actions clés** :

- **Rester prudent à court terme.** Les marchés ont intégré une sortie progressive de la crise au cours des six prochains mois. C'est trop optimiste dans la mesure où les économies ne repartiront pas du jour au lendemain et où il existe une incertitude quant au caractère temporaire ou permanent des pertes de production potentielle et d'emploi.
- **Être prêt à jouer la séquence de rebond par classes d'actifs et par région.** La crise induit une désynchronisation partielle du cycle économique strictement liée à l'épidémie dans chaque pays et/ou région. En Chine, pays d'origine de l'épidémie, les perspectives économiques s'améliorent, tandis qu'elles se détériorent en Europe et aux États-Unis. Nous pensons que les bénéficiaires seront les premiers touchés, les défauts arrivant plus tard. Un confinement prolongé pourrait à terme affecter les primes de risque dans l'immobilier.
- **Gérer la liquidité de manière dynamique,** en gardant des réserves de liquidités appropriées afin d'être en mesure d'exploiter les points d'entrée et ne pas être pris dans une trappe de liquidité si les perspectives économiques s'aggravent. Cela se traduit par une exposition « barbell » au risque, avec d'importantes réserves de liquidités d'un côté et une exposition au rebond de l'autre.
- **Différencier les opportunités de risque.** Le crédit est privilégié par rapport aux actions, car le cours de ces derniers semblent intégrer une issue trop optimiste. De plus, les mesures fiscales et monétaires favoriseront les détenteurs d'obligations par rapport aux actionnaires. Au sein des actions, l'exposition au risque devrait se concentrer sur les cycliques de qualité qui pourraient le mieux tirer parti d'une sortie de crise. Les investisseurs devraient évaluer les implications à long terme de la crise actuelle tant au niveau des secteurs que des entreprises. Les secteurs à coûts fixes élevés sont les plus exposés, tandis que les entreprises ou les secteurs plus flexibles dans l'adaptation de leurs modèles au nouveau monde pandémique s'en sortiront mieux. En matière de crédit, la soutenabilité de la dette, la liquidité et l'éligibilité aux programmes d'achat des banques centrales sont essentielles. Dans les pays émergents, la vulnérabilité budgétaire, la vulnérabilité extérieure face à la vigueur du dollar et à la dépendance au pétrole doivent être surveillées.

La crise de Covid-19 renforce la **nécessité d'être actif et sélectif**, car elle transformera le monde et les répliques ne font que commencer. Le chemin pour atteindre un (nouveau) équilibre sera incertain et se fera par à-coups. Au cours de ce processus, une part croissante d'intervention externe modifie la structure des marchés de capitaux. Dès lors, la découverte des prix devient chaotique et pleine

Sentiment de risque global

Risk off Risk on

— +

Une gestion dynamique de la liquidité est essentielle; dans l'ensemble, nous restons défensifs sur les actifs risqués.

Changements par rapport au mois dernier

- Certaines opportunités au sein du crédit américain pour exploiter la dislocation du marché sans accroître l'exposition globale au risque.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

CIO VIEWS

de pièges. Cela signifie qu'une première vague pourrait faussement profiter à certaines classes d'actifs bénéficiant de ces interventions. Par exemple, une partie du High Yield (HY) pourrait initialement bénéficier des interventions de la Fed et de la BCE, puis subir un contre-coup lors d'une phase de normalisation. De même, au sein des actions, une correction excessive peut générer des opportunités intéressantes à long terme. C'est le cas pour des secteurs économiques comme celui des compagnies aériennes, dont toutes les entreprises ont été touchées de manière quasiment indiscriminée, mais où celles qui disposent de bilans solides s'en sortiront mieux. La manière avec laquelle le système se réadaptera aura également des implications importantes sur une nouvelle lutte qui commence, celle entre les **forces inflationnistes et désinflationnistes**. Si à court terme l'effondrement de la demande mondiale favorise le front désinflationniste, le remède économique à la crise (création de dette et monétisation de cette dette, régionalisation contre mondialisation de la dynamique commerciale) pourrait s'avérer inflationniste. Le nouvel équilibre obtenu au terme de cette séquence sera très différent de celui auquel nous nous étions habitués au cours de la dernière décennie de faible inflation et de taux bas. Mais cela prendra du temps et, pour l'instant, **l'accent devrait être mis sur le fait de rester liquide, de détenir certains actifs risqués et de rester actif.**

MACRO

Chine : un chemin chaotique vers la reprise



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



CLAIRE HUANG
Macrostratège, Marchés
émergents

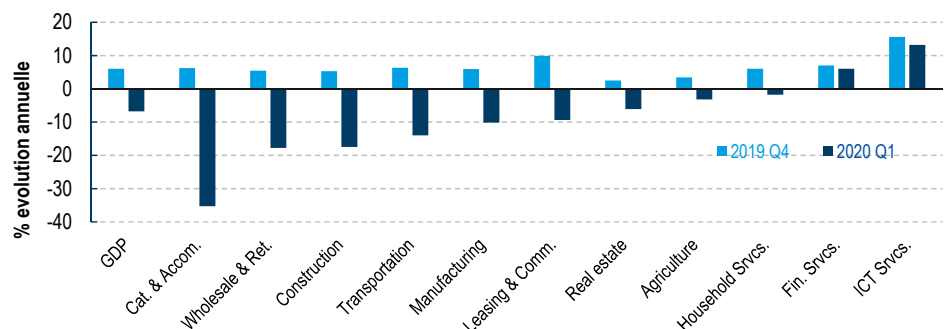
L'impact de l'épidémie de Covid-19 sur l'économie chinoise a été inégal. Les services de restauration et d'hôtellerie ont enregistré la plus forte baisse, tandis que les services financiers et les services TIC ont été bien orientés

Avec une grande partie du monde sous confinement, l'activité économique de la Chine revient lentement à la normale, montrant à quoi pourrait ressembler une reprise après le choc du Covid-19. Nous pensons que le chemin vers la reprise sera irrégulier et chaotique. Compte tenu de l'atonie de la demande mondiale, les dirigeants chinois se tournent clairement vers des politiques de soutien.

L'épidémie de Covid-19 a affecté l'économie de manière inégale. Les activités qui s'appuient fortement sur les interactions physiques ont été particulièrement touchées. Les services de restauration et l'hôtellerie ont enregistré la plus forte baisse du PIB au T1 (-35,3 % en glissement annuel), suivis par le commerce domestique (-17,8 %), la construction (-17,5 %) et les transports (-14 %). Sur une note positive, les technologies de l'information et de la communication (TIC) et les services financiers ont été bien orientés, la croissance du PIB étant restée positive et n'ayant que légèrement ralenti. Les dommages économiques ont été fortement corrélés à la sévérité des mesures de contrôle de l'activité. Dans la province du Hubei, où l'épidémie a été la plus sévère et où la quasi-totalité des activités extérieures ont été réduites depuis fin janvier, le PIB a chuté de 39,2 % au T1, contre une baisse de 6,8 % à l'échelle nationale

La production pourrait rebondir assez rapidement, ce qui n'est pas le cas

Croissance réelle du PIB par secteur



Source : Recherche Amundi, données au 23 avril 2020. Catégories de graphiques de gauche à droite = PIB, Catering & Accommodation, Commerce de gros et distribution Ventes, Construction, Transport, Industriel, Leasing & Commercial Services, Immobilier, Agriculture, Services aux ménages & autres, Services Financiers, ICT Services. Toutes les variations en % sont en glissement annuel (GA).

pour la demande. Après la levée des restrictions, la production industrielle a fortement rebondi en mars, reflétant un retour à la normale après l'arrêt de février. Les données d'avril, dont l'indice de qualité de l'air et le taux d'utilisation des cimenteries suggèrent que la construction redémarre également.

La reprise de la demande de consommation varie selon les segments. Si les biens de consommation de première nécessité ont surperformé depuis le début de l'épidémie, les biens de consommation discrétionnaire n'ont réussi qu'à réduire partiellement leur baisse en mars, l'amélioration devant se poursuivre : la croissance des ventes d'automobiles s'est redressée à -7 % sur les trois premières semaines d'avril, contre -40 % en mars. Le secteur des services est à la traîne et les données nationales.

Les données à haute fréquence montrent que les flux de passagers nationaux sont encore bien en deçà de leur niveau normal en avril, tandis que les services de restauration et d'hébergement se redressent lentement. **La prévention continue des épidémies pourrait peser davantage sur la reprise des services.** Comme le gouvernement reste attentif aux cas importés et aux risques d'une seconde vague, la plupart des lieux de divertissement du pays restent fermés au moment de la rédaction du présent document.

Un soutien politique accru devrait libérer la demande intérieure. Outre

MACRO

les progrès observés, les tensions persistantes sur le marché du travail et la montée des risques externes, ont incité les dirigeants du pays à renforcer leurs politiques de soutien destinées à stimuler l'économie domestique. Les financements d'infrastructures restent le principal stabilisateur de la croissance.

Selon nous, le déficit budgétaire (après avoir inclus les emprunts d'État nationaux et locaux spéciaux) **devrait s'accroître sensiblement d'environ 4 points de pourcentage du PIB par rapport à 2019.** La dernière mesure montre que la relance du marché immobilier n'est pas l'option privilégiée. **L'assouplissement monétaire va se poursuivre et la Banque populaire de Chine (PBoC) devrait réduire le ratio de réserves obligatoires (RRR) et les taux d'intérêt à court terme.** Une

baisse du taux de dépôt est toujours à l'ordre du jour, mais il faudra peut-être attendre une nouvelle baisse de l'inflation des produits alimentaires. La croissance des prêts devrait s'accroître tout au long de l'année, et un montant notable de financement devrait être consacré au secteur des infrastructures. Toutefois, ces mesures de relance ne peuvent pas compenser totalement les dégâts économiques de l'ensemble de l'année. La détérioration de la demande extérieure fait ressortir des tensions croissantes à la baisse sur le secteur manufacturier et le marché du travail. **Les perspectives de consommation de services restent difficiles, la plupart des pertes étant susceptibles d'être permanentes.** Nous anticipons une reprise molle pour l'économie chinoise et prévoyons une croissance faible à un chiffre en 2020.

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous restons prudents et attendons d'éventuels points d'entrée, en nous focalisant sur les fondamentaux

Privilégier les fondamentaux aux émotions

L'épidémie de Covid-19 s'est propagée à l'échelle mondiale au cours du mois dernier, retardant le pic de la contagion à avril/mai. Le choc exogène, qui affectait dans un premier temps principalement la croissance et la dynamique commerciale chinoises, affecte désormais négativement la demande mondiale, de nombreuses régions étant en confinement. En conséquence, malgré un soutien massif de la politique économique, les prévisions de croissance se sont fortement détériorées pour les marchés développés et émergents. Du point de vue des investisseurs, la crise du crédit et les **inquiétudes liées à la hausse des défauts des entreprises** ont amplifié les turbulences sur les marchés financiers. Toutefois, nous pensons que les politiques monétaires et budgétaires actives favoriseront la stabilisation de la croissance au dernier trimestre de l'année, même si les horizons de temps seront différents pour chaque pays et dépendront de l'évolution de l'épidémie et des fragilités préexistantes. Dans ce contexte, **nous restons défensifs et continuons de suivre les nouvelles statistiques afin de mieux en évaluer l'impact.**

Nos idées fortes

Le récent rebond a été le résultat d'une réaction émotionnelle, la croissance du nombre de nouveaux cas ayant ralenti dans de nombreux pays, ainsi que d'un débouclage de positions de la part des investisseurs. Des fondamentaux plus solides sont nécessaires à tout

mouvement soutenu de hausse des cours boursiers. En conséquence, **nous restons prudents à l'égard des actions européennes et américaines.** Les valorisations des actions ne sont pas attractives car les anticipations du consensus concernant la croissance des marges semblent trop optimistes. Au Royaume-Uni, la contagion risque de faire monter l'incertitude dans une situation déjà compliquée par la géopolitique du Brexit. Dans les autres pays émergents, nous conservons une position neutre en raison de la forte volatilité et des risques baissiers. Néanmoins, nous continuons de rechercher des opportunités potentielles (Asie, Russie) en cas d'évolution positive.

En termes de durée, nous sommes globalement neutres dans la mesure où les politiques monétaires ultra-accommodantes des banques centrales devraient maintenir les rendements dans une fourchette étroite. Dès lors, l'intérêt d'initier de nouvelles positions directionnelles est faible pour l'instant.

Aux États-Unis, où la réponse monétaire de la Fed a assoupli les contraintes de liquidité dans la seconde quinzaine de mars, les niveaux des UST sont désormais plus proches de leur juste valeur. Nous maintenons notre préférence pour les 5 ans US contre 5 ans allemands en raison de l'aspect valeur refuge des premiers, bien que moins prégnant maintenant et des achats d'actifs agressifs de la Fed (sur les segments de court à moyen terme).

Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions				■				
Crédit						■		
Duration						■		
Pétrole					■			
Or						■		

Source: Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer.

**GESTION
DIVERSIFIÉE**

Nous sommes désormais prudents sur les points morts d'inflation japonais à 10 ans en raison de la détérioration des perspectives de croissance du PIB et de la correction des prix du pétrole (effets désinflationnistes).

La courbe italienne continue d'offrir des rendements attractifs, ce qui nous conduit à conserver notre préférence pour le 30 ans Italien contre le 30 ans allemand. La BCE a fait preuve de souplesse en ce qui concerne ses principales règles relatives au capital et, par conséquent, ses actions permettent de plafonner les rendements italiens.

Nous restons positifs sur le crédit (soutien des banques centrales) et nous nous concentrons sur les titres de grande qualité et liquides. Ici, nous préférons l'IG au HY en raison des inquiétudes liées à de possibles taux de défaut élevés et au ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires. Au sein du HY, nous privilégions l'EUR par rapport aux US, ces derniers étant plus vulnérables en raison de leur exposition relativement élevée aux matières premières et au secteur de l'énergie.

Au sein des **obligations émergentes**, la volatilité des marchés restera élevée et les *spreads* des obligations émergentes devraient rester sous pression pendant plusieurs mois. **Nous confirmons notre position neutre sur les *spreads* des marchés émergents** pour trois raisons

principales: (1) les préoccupations relatives à une détérioration macroéconomique significative; (2) la réduction de l'écart de croissance entre les pays développés et les pays émergents en 2021; et (3) la faiblesse du prix du pétrole, qui sera un frein pour de nombreux pays de l'indice EMBI. Cela dit, nous reconnaissons que les fondamentaux globaux laissent présager un resserrement des *spreads*, mais les obligations d'entreprise émergentes seront davantage influencées par des facteurs techniques à court terme.

Sur les **devises des pays développés**, nous restons positifs sur le NOK face à l'EUR car le NOK a déjà fortement corrigé et constitue également un moyen de s'exposer à un scénario plus optimiste. Notre vue positive sur l'EUR contre le CHF est maintenue en raison des valorisations élevées du CHF.

Risques et couverture

Les investisseurs doivent maintenir des couvertures appropriées, telles que le yen, les instruments dérivés et l'or, car celles-ci peuvent constituer un bon outil pour limiter l'impact de l'incertitude du marché et protéger les portefeuilles.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

La normalisation n'est pas encore là : mettre l'accent sur la liquidité



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

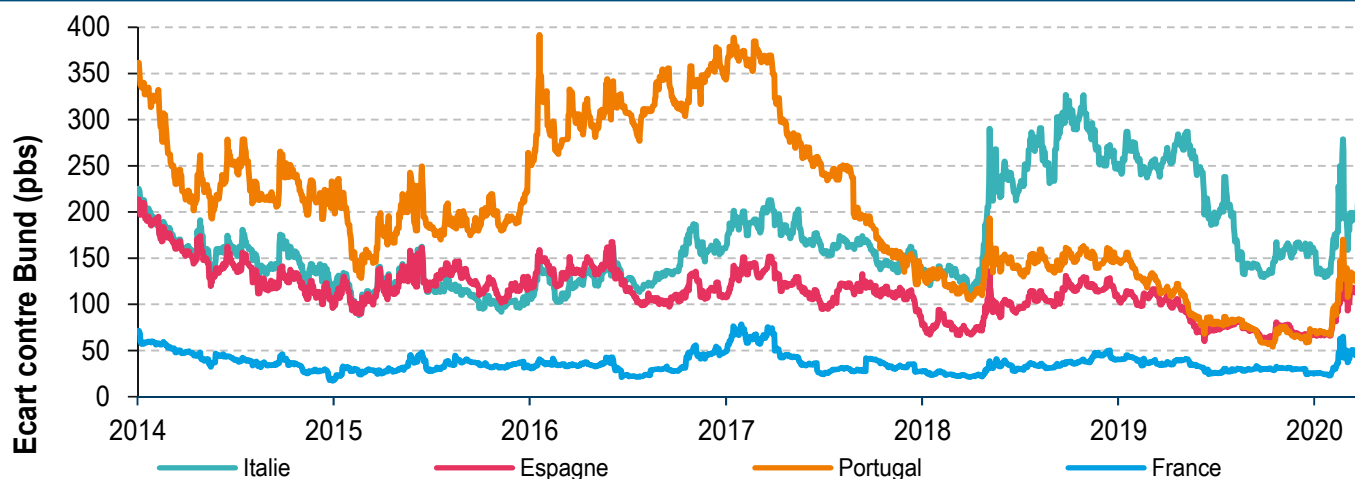
Nous avons observé une amélioration progressive des conditions de marché après la dislocation massive des prix et de la liquidité en mars, mais nous ne sommes pas encore revenus à la normale. La liquidité reste instable, la partie courte de la courbe de crédit ne s'est pas encore normalisée et il existe une discrimination entre ce qui est éligible aux programmes des banques centrales et ce qui ne l'est pas. **Nous sommes prudents et nous jouons de manière sélective des opportunités de valeur relative** et exploitons la prime d'émissions de **bonne qualité**. La priorité accordée à la liquidité est essentielle et les détentions de conviction susceptibles de rebondir, en dépit de la faiblesse des performances à court terme, doivent être gardées en portefeuille. En outre, les investisseurs devraient chercher à éviter des pertes en restant à l'écart des secteurs exposés à la récession.

Obligations des marchés développés

D'un point de vue global, nous avons une **opinion neutre** sur la durée et une position constructive sur les États-Unis. Mais nous avons **tactiquement revu notre position** - neutre sur l'euro « core » (plus positif qu'auparavant), négatif sur le Japon, bien que dans une moindre mesure qu'auparavant. Par ailleurs, nous sommes plus

confiants sur les obligations indexées sur l'inflation américaine en raison des anticipations de rebond de l'inflation. Nous pensons que les marchés de taux sont désormais très administrés et avons réduit notre conviction sur les stratégies d'aplatissement de courbe en Europe et aux États-Unis. Les **pays périphériques de la zone euro** offrent des rendements attractifs, même si nous sommes désormais plus prudents, notamment sur l'Italie. Sur le **crédit**, nous observons moins de dislocations en termes de liquidité, mais l'offre de titres disponibles reste faible. Nous restons constructifs sur l'IG (notamment les financières) en raison des anticipations de normalisation, du réservoir potentiel de liquidités des banques centrales et des espoirs de baisse des risques de migration et de défaut. Nous privilégions l'EUR IG (à faible levier) et sommes plus positifs sur les US qu'auparavant. Il existe des opportunités de rendements plus élevés sur les marchés primaires IG américains. Sur le HY, nous privilégions toujours l'EUR par rapport aux US (risque de défaut élevé). Sur les **taux US**, la dislocation du marché induite par le Covid-19 constitue une opportunité pour une **gestion active** en faveur des actifs à fort potentiel de hausse, mais la sélectivité est essentielle, car les fondamentaux sont remis en cause par la profonde récession. Pour la plupart

Écart des taux d'intérêt des obligation d'État à 10 ans vs. Bund



Source : Amundi, Bloomberg - Données au 22 avril 2020

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Les zones de tension demeurent mais la dislocation du marché crée certaines opportunités

des secteurs non gouvernementaux du marché obligataire américain, les primes de rendement par rapport aux bons du Trésor américain sont attractives dans toutes les catégories de notation (obligations d'entreprises IG de maturité longue, obligations d'entreprises à haut rendement, RMBS bien sécurisés). Nous apprécions les obligations d'entreprises IG à 30 ans (plus prudents sur 10 ans) et certaines obligations HY disponibles avec des décotes importantes. **La liquidité reste une priorité** et nous privilégions les actifs tels que les TIPS en raison de nos anticipations d'inflation par rapport aux points morts d'inflation déjà intégrés. Nous sommes prudents à l'égard des bons du Trésor américain et des obligations hypothécaires émises par des agences. **Les investisseurs devraient profiter les mouvements haussiers pour réduire les risques idiosyncratiques** - l'accord OPEP+ et l'accroissement de la demande de risque de crédit hypothécaire permettent de réduire le risque dans le secteur de l'énergie.

Obligations des marchés émergents

Nous restons prudents à l'égard de la dette émergente, même si le sentiment a commencé à s'améliorer en

termes de prix des actifs et de flux de capitaux. Nous identifions de la valeur dans la dette extérieure des marchés émergents, en particulier dans le HY, où les *spreads* se sont déjà élargis pour atteindre les niveaux de la crise financière mondiale (GFC). La dette quasi-souveraine en Amérique latine offre des scénarios de rendement/risque attractifs au Brésil, au Mexique et au Pérou. Au sein des devises locales, nous préférons les taux émergents, où nous identifions de la valeur en Russie dans les devises et les taux. Au Mexique et en Afrique du Sud, nous voyons de la valeur dans les taux, mais pas dans les devises. Dans l'ensemble, la manière dont le confinement est levé et la possibilité d'une deuxième vague de propagation du virus sont les principaux risques.

Devises

Nous restons positifs sur l'USD/EUR en raison de l'extraordinaire ralentissement provoqué par la pandémie, rendant les actifs américains attractifs dans une telle crise. Dans les marchés émergents, nous restons baissiers, en particulier sur les devises sensibles à la croissance comme la Chine et la Corée du Sud.

ACTIONS

La solidité du bilan compte aujourd'hui plus que jamais



KASPER ELMGREEN,
Responsible Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsible mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Les actions se sont redressées au cours des dernières semaines dans un contexte où certains pays envisagent une stratégie de sortie de crise et des moyens de soutenir une reprise de la demande. Nous nous attendons à ce que le poids de la dette publique et son rôle dans l'économie augmentent. D'un autre côté, le secteur privé s'est également activé, les entreprises européennes ayant réduit leurs dividendes. Du point de vue des investisseurs, la crise offre des perspectives de sélection de titres attrayantes, mais génère une incertitude et une volatilité plus élevées que d'habitude, ce qui génère des perturbations importantes dans certains segments du marché, sans altération fondamentale. Par conséquent, **nous recherchons de manière plus opportuniste ces opportunités (qualité/ croissance) et recherchons également des idées d'investissement à long terme.**

Actions des marchés développés

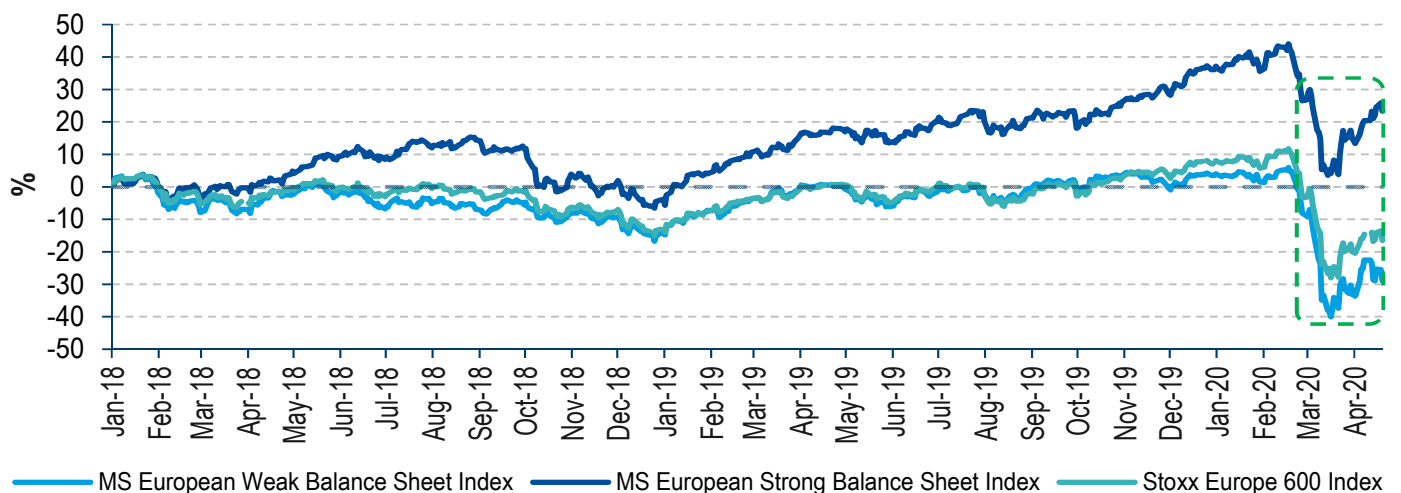
En Europe, les bénéfices devront être nettement inférieurs aux attentes actuelles du marché et ce sera un processus douloureux. La prudence est de mise à court terme, tandis que nous recherchons de manière sélective des opportunités exposées à une reprise

de la demande. Nous adoptons une **approche « barbell » afin de détenir à la fois des valeurs de qualité avec des business models résilients** dans des secteurs tels que la santé, les services aux collectivités et les biens de consommation de première nécessité, ainsi que certaines valeurs cycliques de grande qualité exposées à la reprise de la demande dans des secteurs tels que la consommation discrétionnaire et l'industrie. Sur les deux extrémités de ce « barbell », la **solidité du bilan** et la solidité de la position concurrentielle restent essentielles à nos yeux. À un niveau plus granulaire, les banques et les assureurs de qualité se négociant à des valorisations attractives et soutenus par des mesures de sauvegarde des banques centrales entrent dans cette catégorie. Nous sommes optimistes à l'égard du secteur du luxe en Chine et des principaux fabricants d'articles de sport dont les valorisations sont attractives.

Toutefois, nous nous attendons à ce que les valeurs automobiles fassent état de fortes baisses de leurs bénéfices en 2020.

Aux **États-Unis, nous restons prudents** et attendons des preuves concernant les résultats, ainsi que les prévisions des entreprises pour les trimestres à venir, même si elles ne sont pas encore très claires à ce sujet. Les estimations de

Bilans forts contre bilans faibles



Source : Amundi, Bloomberg, données au 21 avril 2020. Stoxx Europe 600 les données pour certains jours fériés ne sont pas disponibles

ACTIONS

Lorsque l'éventail des résultats est large et qu'il existe une ambiguïté sur le chemin de la reprise, il s'agit avant tout d'explorer des modèles économiques résilients et de trouver des opportunités de valeur relative

bénéfices ont été revues à la baisse, en particulier dans les secteurs cycliques, car les attentes se sont effondrées; la marge d'erreur s'est réduite compte tenu des valorisations relatives entre les valeurs de croissance et de faible volatilité/défensives. La « value » reste historiquement attractive par rapport à la croissance, mais nous restons prudents en raison notamment de la poursuite de la consolidation du secteur et des changements permanents résultant de la pandémie. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs de grande qualité dans les financières, les industrielles, les équipements de santé et les services de communication, mais nous restons prudents à l'égard des semi-conducteurs et des proxys obligataires tels que les biens de consommation de base.

De manière générale, nous pensons que les entreprises capables de saisir les opportunités dans la phase à venir seront plus fortes. Pour conclure, les

investisseurs doivent se rendre compte qu'il est difficile d'identifier un point bas, mais les **dislocations peuvent offrir des opportunités de long terme permettant d'entrer progressivement sur le marché.**

Actions des marchés émergents

Nous restons relativement défensifs, mais observons des signes encourageants dans les pays qui semblent se trouver à un stade plus avancé du cycle du coronavirus. Les pays dotés de coussins budgétaires et de bases domestiques solides (comme la Chine, la Corée et Taïwan) offrent des opportunités d'investissement car ils sont proches de l'autonomie grâce à leur demande intérieure et sont moins dépendants des chaînes d'approvisionnement et du commerce mondiaux. Nous sommes toutefois extrêmement défensifs sur les titres dépendants des exportations, des matières premières et du tourisme.

THÉMATIQUE

Ne sous-estimons pas l'effet des multiplicateurs



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

Les multiplicateurs budgétaires et fiscaux sont plus forts lorsque la conjoncture économique est très détériorée

Au cours des dernières semaines, des plans de stabilisation très importants ont été annoncés dans les économies avancées et des plans de relance sont désormais en discussion. Les études empiriques récentes montrent que les multiplicateurs budgétaires sont beaucoup plus élevés lors des récessions sévères. Si tel est le cas, la reprise économique pourrait être sous-estimée, ce qui aurait, entre autres, pour effet d'engendrer un net rebond des dividendes dans les prochaines années, tout particulièrement en Europe.

Il y a un quasi-consensus parmi les économistes quant à la nécessité de stimuler l'activité économique une fois que l'épidémie de Covid-19 sera sous contrôle. De nombreux effets d'hystérèse devraient en effet limiter la reprise (secteurs durement touchés, perte de confiance des agents et épargne forcée). Les plans de stabilisation devraient donc laisser graduellement la place à des plans de relance, ne serait-ce que pour ancrer les anticipations d'une reprise économique. Or les conclusions de la littérature empirique sur l'ampleur des effets multiplicateurs ont considérablement évolué depuis le début des années 2000. Avant la crise de 2008, les estimations donnaient des multiplicateurs de l'ordre de 0,5x. Mais des études récentes indiquent que **les multiplicateurs fiscaux seraient bien supérieurs durant les périodes où l'activité économique est fortement déprimée.**

Estimer les effets de multiplicateurs

Le raisonnement est assez simple: lorsque l'activité économique est très faible et le taux de chômage élevé, la consommation des ménages dépend plus de leurs revenus immédiats que des revenus futurs, et l'investissement des entreprises est plus fonction des profits actuels que des profits à venir. Les effets multiplicateurs sont dans ce contexte plus importants que dans les phases dites « normales » du cycle économique, et quoi qu'il en soit bien supérieur à 1x. **C'est particulièrement vrai lorsque le crédit bancaire se contracte et que les ménages essaient de se désendetter rapidement** (Eggertsson and Krugman, 2012). De plus, les multiplicateurs s'avèrent beaucoup plus forts lorsque les taux

d'intérêt sont très faibles i.e. proches de zéro – voir Michael Woodford (2011), Christiano, Eichenbaum and Rebelo (2011). Les auteurs ont montré en utilisant un modèle d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE), que dans ces conditions, les multiplicateurs budgétaires pouvaient excéder 3x. Et en partant des données américaines, Auerbach et Gorodnichenko (2012) trouvent que les multiplicateurs fiscaux passent de zéro dans les conditions normales de croissance, à près de 2,5x durant les phases de récessions.

Si les multiplicateurs budgétaires sont largement plus élevés qu'en temps normal du fait de la sévérité de la récession et que les prévisionnistes n'en tiennent pas compte, alors économistes et investisseurs pourraient sous-estimer la vigueur de la reprise en 2021 et 2022. Cette dernière prendra probablement la forme d'un U allongé que celle d'un V, mais la croissance qui suivra pourrait être supérieure aux attentes suite aux mesures de relance amplifiées par les multiplicateurs budgétaires.

La vitesse de retour des dividendes

Les phénomènes évoqués auraient des implications sur les profits des entreprises lors des deux ou trois prochaines années, mais aussi sur l'évolution des dividendes. Parmi les **dislocations**¹ de marchés induites par les fortes variations du premier trimestre, la chute des dividendes futurs des entreprises cotées est certainement une des plus notables. C'est particulièrement le cas en Europe pour des raisons fondamentales mais aussi techniques liées aux flux des produits dérivés. En anticipation de la forte baisse de leurs résultats,

Global Views est une nouvelle équipe au sein de la Recherche Globale chargée de consolider la réflexion d'Amundi sur les thématiques macroéconomiques et stratégiques.

¹ Nous définissons une dislocation comme une perturbation temporaire du co-mouvement des actifs par rapport à leur relation historique.

THÉMATIQUE

de nombreuses entreprises cotées ont annoncé une réduction voire la suppression de leur dividende en 2020. Historiquement, les dividendes sont moins volatils que les profits, et baissent généralement moitié moins que les bénéfices pendant les périodes de récession. Cependant en Europe, les banques ont suivi la recommandation des régulateurs leur demandant de couper leur dividende cette année (basé sur les profits 2019) afin d'augmenter leur capital pour faire face aux risques à venir. Par ailleurs, les entreprises ayant bénéficié de l'aide d'État ou dont le secteur est fortement touché par les conséquences du Covid-19, ont elles aussi annulé leurs dividendes. Enfin, la valeur implicite des dividendes futurs cotés sur les marchés a fortement chuté suite à la pression vendeuse des banques d'investissement qui réduisaient leurs risques pendant la phase la plus intense du krach boursier.

C'est donc à la fois les dividendes à court terme et les dividendes anticipés à moyen terme qui ont été fortement réduits en quelques semaines (voir tableau).

Les anticipations de dividendes forment désormais non pas un « U » mais un « L » ce qui suppose un scénario sur l'évolution des profits des entreprises cotées beaucoup plus noir que celui d'Amundi. Si les effets de multiplicateurs budgétaires entraînent une accélération de la croissance après la récession, alors il est probable que les entreprises recommenceront à servir des dividendes à leurs actionnaires plus tôt que ne l'anticipe le marché. Nous pensons donc que les stratégies d'investissement actives basées sur la recherche de rendement et la croissance des dividendes futurs offrent un profil attractif sur les deux ou trois prochaines années.

Achevé de rédiger le 24/04/2020

Eurostoxx50 Index		24 avril 2020	20 février 2020	Change
2020	EPS consensus est.	202,6	259,6	-22%
	Dividend Fwd	70,1	123,2	-43%
2021	EPS consensus est.	242,8	282,6	-14%
	Dividend Fwd	67,8	123,2	-45%
2022	EPS consensus est.	272,3	303,8	-10%
	Dividend Fwd	77,9	119,5	-35%
Index en points		2809	3822	-27%

THÉMATIQUE

Marchés émergents, prise en compte des différents chocs



ALESSIA BERARDI
Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

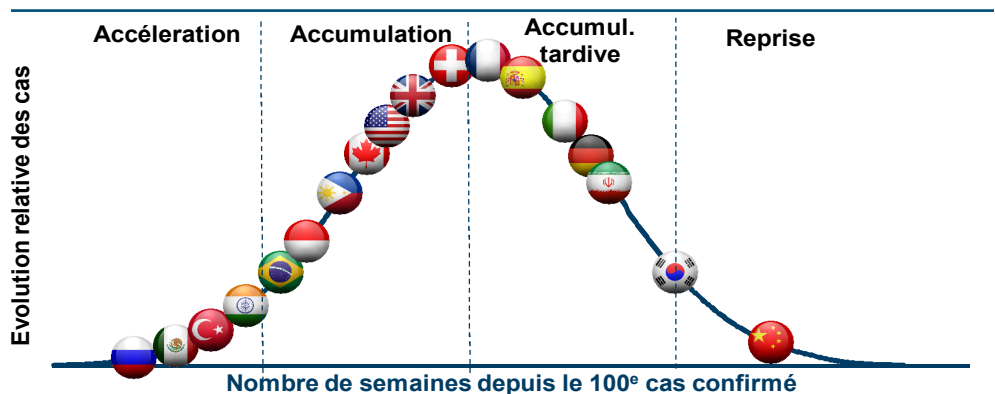
Lorsque l'on analyse les marchés émergents dans le contexte de la pandémie de Covid-19, il convient d'évaluer non seulement l'impact sur la croissance et le *policy mix* établi pour assurer la reprise, mais aussi les vulnérabilités que ce même *policy mix* engendre, par le biais des sorties de capitaux et des dépréciations de devises. Notre analyse vise à mieux comprendre les situations diverses qui prévalent dans les marchés émergents et offrira une vision affinée par pays.

Afin d'évaluer où nous en sommes quant à la pandémie de Covid-19 et à son impact économique sur l'univers des marchés émergents, nous devons dans un premier temps mettre en évidence **la chronologie de la pandémie à travers le monde**. Le premier foyer épidémique apparu en Chine continentale en janvier 2020 a été suivi d'une seconde flambée en Corée du Sud et dans les pays occidentaux (Europe et États-Unis) dans la seconde moitié de février. Enfin, ces dernières semaines, nous avons assisté à une sorte de troisième vague touchant progressivement les marchés émergents et les marchés dits « frontières ». Parmi les marchés émergents, la Turquie, le Brésil et la Russie semblent jusqu'à présent être les plus touchés en termes de courbe

d'infection tandis que l'Inde et le Pérou les suivent d'un peu plus loin (source: données Covid-19 de Worldometer). Il convient toutefois, à ce stade, de souligner que le bilan des décès est encore faible par rapport à celui des pays occidentaux. Concernant cette troisième flambée épidémique, la bonne nouvelle est que les marchés émergents et frontières peuvent tenir compte des alertes avancées et bénéficier des meilleures pratiques mises en œuvre dans les pays qui ont fait face à la pandémie avant eux. En revanche, la mauvaise nouvelle est que le système de santé de la plupart des marchés émergents est mal équipé pour faire face à des épidémies aussi graves que celles qui ont frappé les pays occidentaux le plus durement.

Aucun pays ne sera épargné en termes d'impact économique

1/ Cycle schématique conceptuel du Covid-19



Source : Recherche Amundi, Worldometer, WHO, Données au 17 avril 2020

Aucun pays ne sera épargné en termes d'impact économique. La combinaison d'une épidémie dans le pays et des mesures de confinement mises en œuvre pour la contenir (le remède de la maladie), ainsi que les chocs résultant de la baisse de la demande extérieure et des flux touristiques, n'épargneront personne. En ce moment même, les marchés émergents sont en train de tomber dans une récession dont la profondeur et la durée dépendront essentiellement

de la courbe d'infection, de la durée des mesures de confinement et de la rapidité avec laquelle les traitements mondiaux contre le virus (accessibles également aux pays les plus pauvres) et/ou un vaccin seront disponibles. La lutte sur le plan de la demande intérieure sera nettement plus intense dans les économies les plus ouvertes, c'est-à-dire celles qui sont bien intégrées dans la chaîne d'approvisionnement mondiale ou qui sont exportatrices de matières premières, ainsi que

THÉMATIQUE

les mesures de relance sont encore essentiellement de nature monétaire plutôt que budgétaire

Il est nécessaire d'envisager certains effets secondaires liés à l'assouplissement des politiques dans les cas où il y a peu de marge de manœuvre et où les niveaux de vulnérabilité sont élevés

dans les petites économies fortement dépendantes du tourisme.

Les prévisions de croissance d'Amundi pour les marchés émergents en 2020 semblent légèrement moins négatives que celles du consensus, toutefois la faiblesse des performances économiques devrait se poursuivre plus longtemps, entraînant une reprise en forme de U plutôt qu'en forme de V avec des niveaux de croissance moins élevés jusqu'en 2021. Abstraction faite d'éventuels effets de base sur les prévisions de croissance économique pour l'année prochaine, nous anticipons que l'activité économique continuera à se redresser en Chine et que les autorités s'efforceront de remettre le pays sur la voie d'une croissance économique modérée envisagée avant la crise.

Dans l'ensemble, les pouvoirs publics des marchés émergents ont adopté des mesures de politiques fiscales et monétaires bien plus audacieuses. Pour l'instant, **les mesures de relance sont encore essentiellement de nature monétaire plutôt que budgétaire** à quelques rares exceptions près, ce qui implique un *policy mix* plus équilibré à l'avenir. Le rôle des politiques monétaires en tant que moteur principal des dispositifs d'assouplissement se manifeste par l'action de nombreuses banques centrales décidée lors de réunions extraordinaires, comme cela a été le cas très récemment en Afrique du Sud, en Inde et au Mexique, pour ne citer que quelques exemples. C'est d'autant plus révélateur dans le cas du Mexique, où la Banxico a encore la réputation d'être une banque centrale très orthodoxe. Parmi les rares exceptions où le *policy mix* n'est pas dominé par la politique monétaire, on peut citer l'Indonésie dont la banque centrale et le ministère des Finances ont récemment annoncé un effort plus coordonné autour d'un plan budgétaire sur trois ans, qui va bien au-delà de la limite légale du déficit budgétaire de 3 % (pour atteindre 5,1 %) en 2020 et qui ne devrait pas retomber en dessous de cette limite avant 2023. Selon notre interprétation des faits, lors de sa dernière réunion de politique monétaire, la Banque d'Indonésie s'est montrée ferme, privilégiant le recours à des mesures macro-prudentielles plutôt qu'à un assouplissement de la politique monétaire, en signe de coordination avec

une autorité budgétaire plus proactive. Un point sensible à surveiller à l'avenir est le nombre croissant de banques centrales de marchés émergents qui mettent en place des programmes d'assouplissement quantitatif et se préparent à acheter des obligations sur le marché primaire (et dans certains cas, modifiant leur constitution pour le faire).

Nous estimons que, pour parvenir à un *policy mix* plus équilibré, il convient de recourir davantage à des mesures de relance budgétaire.

Cela dit, dans l'univers des marchés émergents, au-delà de l'évaluation directe des mesures de relance comme étant suffisantes pour remettre les différents pays sur la bonne voie, **il est nécessaire d'envisager certains effets secondaires liés à l'assouplissement des politiques dans les cas où il y a peu de marge de manœuvre et où les niveaux de vulnérabilité sont élevés.**

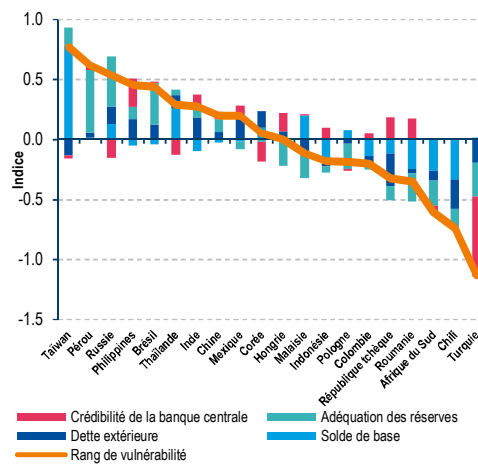
La combinaison de taux de croissance synonymes de récession, d'un dollar fort (ou de devises locales plus faibles) et de cours du pétrole très bas peut déclencher des dégradations de notation (qui ont fortement augmenté ces dernières semaines), des crises de devises/balance des paiements et des défauts de paiement dans les scénarios les plus graves. Afin d'évaluer les risques auxquels sont confrontés les marchés émergents, il convient d'évaluer leur fragilité budgétaire et leur vulnérabilité extérieure. De fait, les paramètres budgétaires en 2020 vont se détériorer du fait de la récession, et des mesures budgétaires expansionnistes mises en œuvre pour lutter contre la crise de Covid-19, tandis que parallèlement, la vigueur du dollar ou la faiblesse des monnaies locales augmentent les vulnérabilités extérieures. En combinant tous ces facteurs, nous avons obtenu un classement selon lequel des pays comme l'Afrique du Sud, la Colombie, la Hongrie et la Malaisie apparaissent comme les plus exposés des deux côtés. L'ajout des nombreux passifs éventuels à la situation budgétaire du gouvernement central aggraverait le classement de pays tels que le Mexique ou d'autres encore. Le cadre présenté est appelé à évoluer en fonction de facteurs qui ne sont pas facilement prévisibles. En pleine crise, il nous faut surveiller les modifications apportées

THÉMATIQUE

aux mesures de confinement, qu'elles soient renforcées ou assouplies, et leur impact sur la croissance. Mais nous devons également évaluer les mesures de soutien budgétaire supplémentaires mises en œuvre et la détérioration des

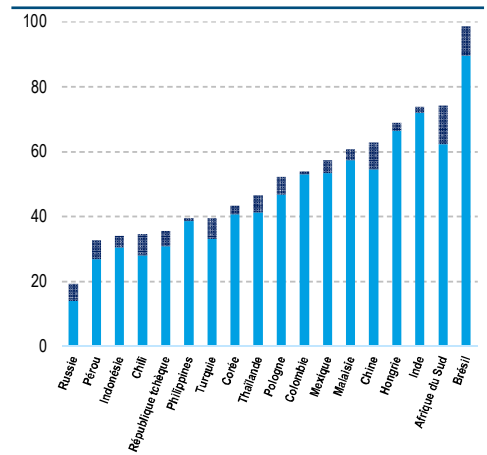
paramètres budgétaires qui en résulte. Enfin, la découverte d'un traitement ou d'un vaccin pourrait accélérer le retour aux conditions d'avant-crise ainsi que la reprise économique.

2/ **Indice de vulnérabilité externe et crédibilité des banques centrale**



Source : Recherche Amundi, CEIC, BBG, Données au 22 avril 2020

3/ **Endettement 2020**



Source: Recherche Amundi, CEIC, IMF, Données au 20 Avril 2020

Sur une note plus positive, nous avons assisté à l'intervention d'institutions internationales telles que le FMI et la Banque mondiale

Le troisième facteur de risque étudié est le prix exceptionnellement bas du pétrole observé récemment. Dans un contexte déjà sombre d'offre excédentaire considérable, un incident technique résultant pour l'essentiel du positionnement au moment du renouvellement des contrats d'avril à mai a, pour la première fois dans l'histoire, fait plonger les cours du pétrole en territoire négatif. Nous estimons que cette évolution des prix relève moins des fondamentaux que des facteurs techniques et du positionnement. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les prix du pétrole reviennent progressivement à une juste valeur de marché positive et modérée, l'excédent d'offre et la contraction de la demande continuant à déterminer le marché pendant quelque temps encore.

En ce qui concerne les marchés émergents, il convient avant tout de distinguer les exportateurs et les importateurs de pétrole. Le contexte actuel continuera à favoriser le deuxième groupe de pays, qui rassemble notamment des pays comme l'Inde, la Turquie ou même la Chine, en améliorant leur position extérieure et en réduisant les coûts budgétaires liés au pétrole. Il aura, en revanche, un impact négatif sur la Russie, la Colombie, le Mexique et les pays du Golfe.

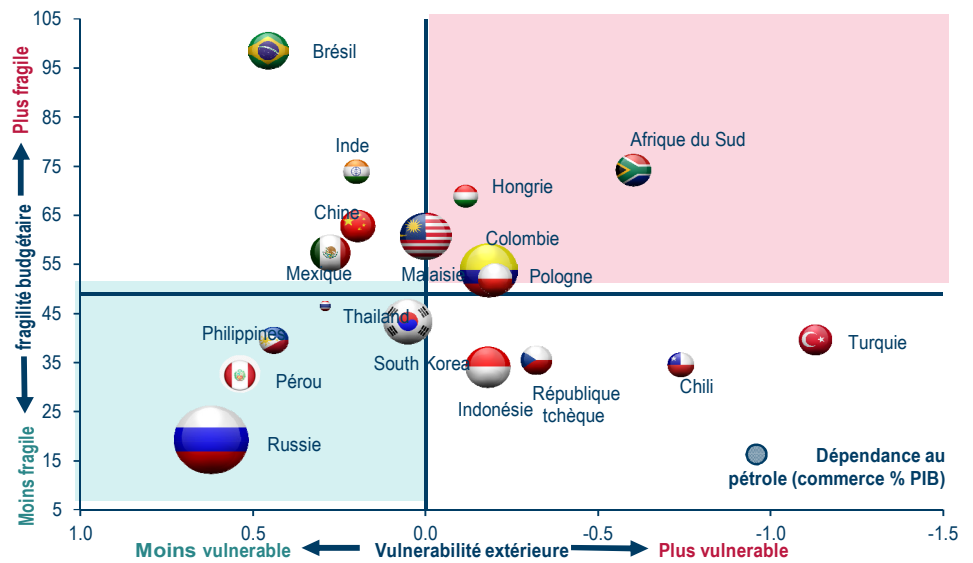
Cela dit, parmi les producteurs et les exportateurs de pétrole, certains pays souffriront plus que d'autres en fonction des niveaux de cours nécessaires à leur équilibre budgétaire ou leurs différents coûts de production. Compte tenu de ces éléments, la Russie paraît mieux placée que la plupart des pays du Golfe.

Sur une note plus positive, nous avons assisté à l'intervention d'institutions internationales telles que le FMI et la Banque mondiale. Ces dernières semaines, le Fonds a reçu plusieurs (une centaine) demandes de financement ou d'allègement de dette, et s'est employé à les traiter rapidement. Au cours des dernières semaines, nombre de ces demandes ont été acceptées et, le lundi 13 avril, vingt-cinq pays, parmi lesquels la République démocratique du Congo, la Gambie, le Mozambique, le Népal et l'Afghanistan, pour n'en citer que quelques-uns, ont bénéficié d'un allègement du service de leur dette pour une période initiale de six mois par l'intermédiaire du Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes.

Le FMI dispose d'un large éventail d'options dans son portefeuille d'outils. Il existe notamment deux dispositifs de financement d'urgence dont les

THÉMATIQUE

4/ Évaluation en trois dimensions du risque des marchés émergents



Source : Recherche Amundi, CEIC, BBG, Données au 20 Avril 2020

conditions sont moins strictes qu'un programme du FMI à part entière, la Facilité de Crédit Rapide (FCR) et l'Instrument de Financement Rapide (IFR), tous deux étant accessibles aux pays les plus pauvres. Ces deux dispositifs peuvent être utilisés en complément d'un programme préexistant du FMI, comme ce fut le cas pour le financement approuvé pour le Niger dans le cadre du FCR.

Le FMI dispose en outre de différentes lignes de crédit, telles que la Ligne de Crédit Modulable (LCM) conçue pour certains pays préapprouvés présentant une vulnérabilité minimale et des institutions solides (récemment étendue à la Colombie) ou la Ligne de Précaution et de Liquidité (LPL) pour les pays présentant une vulnérabilité modérée.

Dans le contexte actuel, la difficulté tient moins à la disponibilité des instruments qu'à l'augmentation de la capacité de prêt. Le FMI s'efforce ainsi de réorganiser ses instruments afin d'augmenter les ressources qu'il peut allouer. C'est toutefois grâce au soutien récent du Royaume-Uni et du Japon que le Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes a pu fournir 500 millions de dollars US d'allègement du service de la dette aux 25 pays membres du FMI. Le FMI a demandé à ses membres de lui fournir davantage de ressources afin d'accorder des allègements supplémentaires, pendant deux années complètes, du service

de la dette dans le cadre du Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes. Les instruments tels que les droits de tirage spéciaux (DTS) revêtent une importance considérable dans le contexte des pays frontières comme les petits pays d'Afrique subsaharienne, qui ont besoin de réserves de sécurité, leur taille est toutefois moins adaptée si l'on considère les marchés émergents et les pays frontières comme un seul et même univers. Des ressources supplémentaires sont nécessaires.

Un dernier élément à prendre en considération pour évaluer l'impact de l'allègement ou l'annulation de la dette pour les pays à faible revenu est le rôle de la Chine. En effet, ces dernières années, la Chine est devenue un créancier de plus en plus important pour les petites économies (riches en ressources naturelles) du monde entier. Lorsque l'on parle d'allègement de la dette, il ne faut pas sous-estimer l'importance de ce créancier non institutionnel et la nature commerciale de ses prêts. **La présence imposante de la Chine peut constituer une limite à l'efficacité des initiatives du FMI, et freiner la capacité des États-Unis à obtenir davantage de ressources.**

Achévé de rédiger le 23/04/2020

THÉMATIQUE



DELPHINE GEORGES
Stratège Taux

La Fed a acheté 1420 milliards de dollars depuis le 16 mars pour rétablir le bon fonctionnement des marchés du Trésor

Nouvelle étape pour le QE de la Fed

La Réserve fédérale a acheté des obligations du Trésor américain à un rythme inédit depuis le début de son nouveau programme d'achat d'actifs le 16 mars. À mesure que la volatilité et la liquidité des marchés des titres du Trésor continuent de s'améliorer, la Fed devrait progressivement réduire ses achats destinés en premier lieu à maintenir le bon fonctionnement du marché. Pourtant, l'incertitude quant à l'ampleur de la récession provoquée par le Covid-19 et les émissions importantes de titres du Trésor pour financer la relance budgétaire pourraient dissuader la Fed de ralentir trop rapidement le rythme de ses achats. En effet, si le choc d'offre sur le marché des titres du Trésor déclenche des tensions, la Fed augmentera à nouveau le rythme de ses achats. De plus, la Fed va probablement affiner sa gestion des conditions financières en contrôlant la courbe des taux (*yield curve control* - YCC).

Rétablissement de la liquidité et du bon fonctionnement du marché obligataire par l'assouplissement quantitatif (QE)

La Fed, selon ses propres termes, a lancé son programme d'achat d'actifs pour appuyer le bon fonctionnement des marchés des titres du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires, ceux-ci étant essentiels à la transmission du crédit aux ménages et aux entreprises.

Au plus fort de la crise, fin mars, lorsque la liquidité des marchés du Trésor se dégradait fortement, la Fed achetait 75 milliards de dollars de bons du Trésor chaque jour.

Elle a depuis progressivement diminué ses achats de bons du Trésor, n'achetant cette semaine plus que 10 milliards de dollars par jour.

À titre de comparaison, précédemment, le rythme de l'assouplissement quantitatif (QE) était de 35 milliards de dollars par mois durant le QE1 (T4 2008

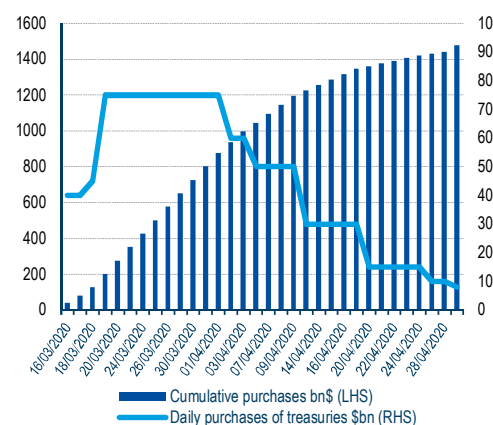
- T2 2010), puis 75 milliards de dollars par mois durant le QE2 (T4 2010 - T2 2011), et 45 milliards de dollars par mois durant le QE3 (T3 2012 - T4 2014).

Ce rythme inédit d'achats du Trésor a contribué à stabiliser les marchés.

Les rendements obligataires se sont stabilisés, la volatilité constatée s'est apaisée, le *spread* acheteur-vendeur a commencé à se normaliser même s'il reste plus important qu'avant la crise, et les rendements réels ont reculé depuis leur pic comme le montrent les graphiques ci-dessous.

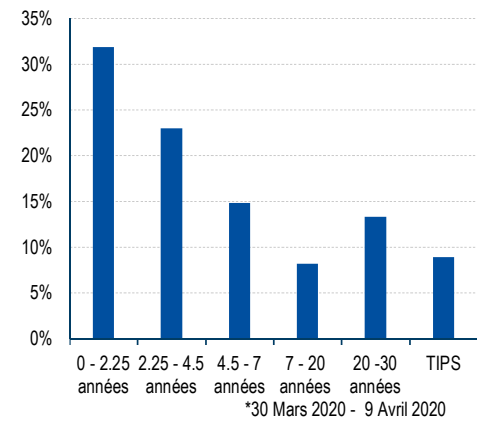
Il convient de noter que, malgré une répartition de ses achats sur l'ensemble des maturités, **la Fed a concentré la majeure partie de ses achats sur le segment à court terme de la courbe.** Cela met en évidence l'objectif sous-jacent consistant essentiellement à résoudre les problèmes de liquidité du marché des bons du Trésor. Comme illustré par le graphique ci-dessous, 55 % des achats prévus dernièrement

1/ Achats quotidiens de bons du Trésor (Mds\$)



Source : NY Federal Reserve, Recherche Amundi - Données au 28/04/2020

2/ Opérations de la Fed sur le marché des bons du trésor* - Répartition par échéance



Source: FRBNY, Recherche Amundi - Données au 9/04/2020

THÉMATIQUE

Le QE devrait être poursuivi jusqu'à ce que la reprise soit engagée et pourrait devoir être complété par un contrôle de la courbe de rendement

portaient sur des échéances comprises entre 0 et 4,5 ans et seulement 13 % sur des échéances comprises entre 20 et 30 ans.

En achetant des bons du Trésor situés sur la partie courte de la courbe, la Fed a répondu à la forte demande de liquidités sur les marchés face à la récession qui s'annonce. Dans un contexte de désendettement lié à une hausse de l'aversion au risque, les investisseurs ont cédé leurs bons du Trésor à court terme pour financer leurs besoins en liquidités. Ces achats d'actifs considérables ont également contribué à libérer les bilans des courtiers des titres du Trésor américain et des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), leur permettant de renforcer leur rôle d'intermédiaire financier et ainsi améliorer la liquidité des marchés.

Si l'on tient compte des achats de bons du Trésor (1420 milliards de dollars) et de MBS (268 milliards de dollars), le bilan de la Fed s'est alourdi de 1680 milliards de dollars depuis le 16 mars.

Prochaines étapes

À mesure que la liquidité s'améliore, la Fed devrait s'orienter vers une variante d'assouplissement quantitatif plus classique, impliquant un rythme d'achat nettement plus faible et régulier, axé sur les échéances à long terme pour stimuler l'économie.

¹ Janet L. Yellen : « The Federal Reserve's monetary policy toolkit – past, present, and future » - Discours, août 2016.

L'assouplissement quantitatif visera à rendre les conditions financières plus souples de manière à soutenir la croissance et l'inflation par le biais de deux canaux principaux :

- Canal de rééquilibrage de portefeuille: il s'agit ici d'éliminer de la durée dans le marché du Trésor, poussant ainsi les investisseurs à faire monter la valeur des obligations du Trésor à long terme encore disponibles, et de leurs proches substituts tels que les créances hypothécaires et les obligations d'entreprise.
- Canal du signalement: en signalant l'intention des banquiers centraux de maintenir les taux directeurs à un niveau très bas pendant une période prolongée.

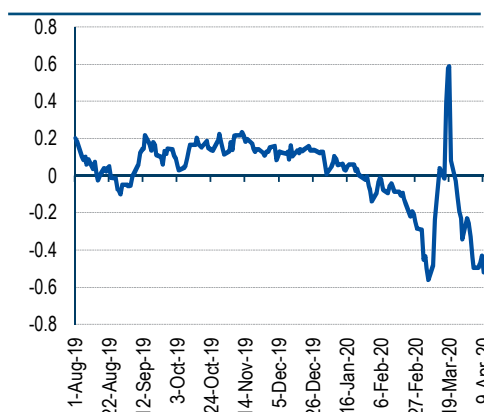
Achats importants de d'obligations du Trésor à long terme à prévoir

Selon Janet Yellen, ancienne présidente de la Fed, surmonter les effets du taux zéro en période de récession grave, comme ce sera très probablement le cas lors de la récession actuelle, nécessiterait environ 4000 milliards de dollars d'achats d'actifs. En outre, cela exigera également l'engagement de maintenir les taux bas encore plus longtemps qu'auparavant.¹

Le QE devrait être maintenu jusqu'à ce que la reprise soit durable

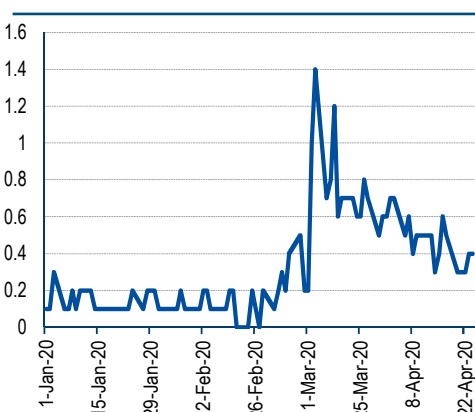
Le rythme à venir de l'assouplissement quantitatif dépend de la vitesse à

3/ Taux réels américains à 10 ans



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

4/ Spread achat-vente du taux américain à 30 ans



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

THÉMATIQUE

laquelle l'économie se rétablit. La nature exogène du choc du coronavirus complique l'évaluation de la profondeur et de la durée de la récession. La Fed pourrait progressivement réduire sa cadence d'achats à 150 milliards de dollars par mois. Dans ce scénario, les achats effectués au titre de l'assouplissement quantitatif au cours de l'année s'élèveraient au total à 2 600 milliards de dollars. Si la reprise est suffisamment vigoureuse, la Fed pourrait ralentir davantage la cadence à 100 milliards de dollars par mois. Dans ce scénario, le montant total des achats du Trésor pourrait avoisiner les 2 000 milliards de dollars sur l'année.

L'assouplissement quantitatif devrait absorber une grande partie du déficit. Dans la foulée des mesures prises par le gouvernement pour contrer la récession économique, la réponse budgétaire substantielle déclenche un déluge d'émissions de titres du Trésor dans les prochains mois, en particulier sur le segment à court terme de la courbe. Le déficit devrait dépasser

3 500 milliards de dollars en 2020, avec une augmentation nette de 1 600 milliards de dollars dans le cadre de la loi CARES (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Il s'agit là d'un choc d'offre obligataire colossal qui est en gestation.

Si ce choc d'offre entraîne des tensions sur le marché obligataire, la Fed devra à nouveau accélérer le rythme de son programme d'achat.

Forward Guidance² + programme d'achat d'actifs + Contrôle de la courbe des taux pour piloter les conditions financières

Avec une inflation et des anticipations d'inflation faibles et un chômage en hausse, la Fed veillera à ce que les conditions financières restent exceptionnellement accommodantes. La Forward Guidance sur la trajectoire future des taux directeurs pourrait être complétée par un contrôle du segment à court terme de la courbe de taux (jusqu'à 2 ans), tandis que le dispositif plus classique d'achat d'actifs serait

toujours utilisé pour les segments à plus long terme. Le contrôle de la courbe de taux permet l'allongement des échéances des taux d'intérêt que la banque centrale cible directement. Grâce au contrôle de la courbe des taux, la Fed peut limiter les hausses de rendement en achetant autant d'obligations que nécessaire lorsque les rendements dépassent un certain niveau de façon à les ramener vers son objectif.

La Fed s'est donné la possibilité de recourir à un contrôle du segment court de la courbe des taux

En janvier 2020, Ben Bernanke, ancien président de la Fed, a recommandé l'inclusion du contrôle de la courbe des taux dans la liste des nouveaux outils de politique monétaire : « *La Fed n'a pas utilisé de nouveaux outils autres que l'assouplissement quantitatif et la forward guidance mais, dans les limites de ses pouvoirs juridiques, elle ne doit pas exclure le recours à d'autres options. Le recours par la Fed du contrôle de la courbe des taux pourrait sensiblement différer de l'approche adoptée par la BoJ, car elle axera très probablement ses efforts sur un contrôle du segment à court terme de la courbe (moins de deux ans) afin de renforcer la forward guidance de la Fed. Ceci a récemment été suggéré de manière explicite par le gouverneur de la Fed, Lael Brainard, dans un discours prononcé en février* ».³

Le contrôle de la courbe des taux pourrait s'avérer utile dans la perspective d'une forte augmentation des émissions de dette publique sur le segment à court terme de la courbe. Un tel outil pourrait contribuer à stabiliser les taux courts et à les maintenir bas. Le gouverneur de la Fed, Lael Brainard, a précisé quelle utilisation pourrait en être faite dans un discours préconisant l'emploi du contrôle de la courbe des taux comme outil de crédibilisation tant des orientations prospectives que de l'engagement de la Fed à maintenir des conditions financières exceptionnellement accommodantes.

² Forward guidance : indications prospectives sur la trajectoire future des taux directeurs

³ *The New Tools of Monetary Policy, American Economic Association* - Allocution présidentielle, Ben S. Bernanke. 4 janvier 2020

THÉMATIQUE

Elle envisageait, dans ce discours, la possibilité de plafonner les taux d'intérêt sur le segment court à moyen terme de la courbe des taux.⁴

Dans ce contexte, **la courbe des taux du Trésor américain devrait être soumise à une pression d'aplatissement continue avec des**

taux à court terme proches de la limite inférieure effective et une demande accrue de duration de la part de la Fed. Un tel environnement devrait être **propice aux obligations d'entreprises de qualité *investment grade* à échéances plus longues.**

Achévé de rédiger le 28 avril 2020

⁴ Lael Brainard: « Monetary policy strategies and tools when inflation and interest rates are low », février 2020

La réponse de la Fed à la crise du Covid-19 va bien au-delà du QE. La Fed déploie ses outils et ses ressources autour de deux objectifs intermédiaires. Le premier consiste à assurer par le biais de l'assouplissement quantitatif **le bon fonctionnement du marché du Trésor**, qui est essentiel pour l'économie américaine et les marchés financiers en général, ainsi que des **conditions financières exceptionnellement accommodantes**. Le deuxième objectif consiste à lutter contre la perturbation des circuits de transmission du crédit causée par la crise du Covid-19. La Fed a manifesté son engagement en faveur des ménages, des employeurs de toutes tailles, des gouvernements locaux et des États par le biais de programmes et de dispositifs d'une ampleur et d'une portée sans précédent.

Le tableau ci-dessous résume les programmes et les dispositifs déployés par la Fed en réponse à la crise du Covid :

Achats d'actifs	
Titres du Trésor	Achats de titres du Trésor par le biais d'opérations d'open market
MBS	Achats de MBS par le biais d'opérations d'open market
Facilités Monétaires	
Repo	Opérations de repo au jour le jour et à terme pour les Primary Dealer
PDCF - Primary Dealer Credit Facility	Financement à terme moyennant des garanties recevables pour les Primary Dealer
PPPLF - Paycheck Protection Program Lending Facility	Financement à terme garanti par des prêts PPP pour les institutions de dépôt
Lignes de swap de devises pour les banques centrales	Accès des banques centrales étrangères aux liquidités en USD fournies par la Fed
FIMA Repo Facility	Facilité de Repo pour les autorités monétaires étrangères
MMLF - Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	Achat par les courtiers d'actifs éligibles d'OPCVM monétaires, au moyen de prêts de la Fed
Facilités de crédit	
CPFF - Commercial Paper Funding Facility	Achat par la Fed, directement auprès des émetteurs, de billets de trésorerie à 3 mois
PMCCF - Primary Market Corporate Credit Facility	Achat d'obligations d'entreprises sur le marché primaire par une entité ad hoc*
SMCCF - Secondary Market Corporate Credit Facility	Achat d'obligations d'entreprises sur le marché secondaire par une entité ad hoc*
TALF - Term Asset Backed Securities Loan Facility	La Fed émet des prêts aux détenteurs d'ABS éligibles, garantis par des ABS
MSLF - Main Street Lending Facility	Les institutions bancaires américaines accordent des prêts aux PME. L'entité ad hoc* achète ces prêts
MLF - Municipal Liquidity Facility	Achats de titres d'États et de villes par une entité ad hoc*

* Entité ad hoc (Special Purpose Vehicle - SPV). La Fed et le Trésor (via le Fonds de stabilisation des changes) créent un véhicule d'investissement dédié

Source : Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

Contraction > reprise > fin de cycle: trois ans pour boucler la boucle

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions en fin 2019, avec des conséquences se prolongeant sur le moyen terme. Après une forte contraction en 2020, 2021 sera marquée par une « reprise » du cycle de croissance et des bénéfiques accompagnée d'un rebond des actifs risqués, avant une normalisation et un retour en fin de cycle en 2022.



ANNALISA USARDI, CFA
Économiste Sénior



CESARINI FEDERICO
Stratégiste Cross Asset



LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche Cross Asset

Contexte macroéconomique

Le temps passant, la pandémie s'est propagée à l'échelle mondiale, évoluant rapidement de choc exogène sur la dynamique commerciale provenant de la Chine, en un choc endogène d'effondrement de la demande dans la plupart des pays confrontés à des interruptions forcées de l'activité.

Alors que les différents scénarios relatifs à l'épidémie et aux mesures de confinement qui s'y rapportent suggèrent une reprise par à-coups, avec notamment un risque de revers en cas de seconde vague d'épidémie et de confinement, les économies sont confrontées à un double choc, à la fois intérieur et extérieur.

La croissance du PIB réel devrait chuter aux premier, deuxième et troisième trimestres 2020 en raison de la pandémie et de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale.

Sur le front de l'inflation, les faibles prix du pétrole et les sombres perspectives de croissance mondiale laissent entrevoir un ralentissement de l'inflation à court terme, l'inflation sous-jacente étant freinée par l'élargissement des écarts de production et l'inflation globale étant plombée par la baisse des prix du pétrole et des matières premières.

En raison de la spécificité des retombées économiques de la crise, des mesures budgétaires, monétaires et financières ciblées sont déployées pour soutenir les ménages et les entreprises à l'échelle des pays.

Partout dans le monde, les politiques monétaires ont réagi avec célérité face à l'urgence en s'attaquant à la situation avec de nouveaux outils pour assurer la liquidité des marchés et du système financier. La Réserve Fédérale a ramené son principal taux directeur à zéro, en mobilisant toute sa puissance

de feu sur les taux d'intérêts qu'elle a abaissés de 150 points de base au total, tout en satisfaisant aux besoins budgétaires considérables grâce à un programme d'assouplissement quantitatif illimité (QE). La BCE, agissant par étapes, a finalement présenté un ensemble de mesures solides. Elle a agi sur la base d'objectifs préannoncés, en fournissant d'importantes liquidités au système financier, en augmentant considérablement son nouveau programme d'assouplissement quantitatif qui plafonne *de facto* les spreads intra-UEM et en soutenant les besoins de financement plus élevés des gouvernements.

La réponse budgétaire a été conséquente dans la plupart des économies avancées et de nombreux pays émergents ont également commencé à annoncer des mesures de soutien budgétaire importantes pour les secteurs qui ont été touchés. Ces mesures visent à réduire l'impact sur les ménages et les entreprises les plus durement touchés, tout en préservant les liens et les activités économiques au moment même où la pandémie leur impose une mise à l'arrêt. La dimension des dispositifs dépend de la marge de manœuvre budgétaire disponible au niveau national, bien que dans la zone euro, un effort plus coordonné commence progressivement à se mettre en place.

Prévisions à moyen terme de l'Investment Phazer: une contraction, suivie d'une reprise soutenue par des politiques coordonnées de grande ampleur et, finalement, une fin de cycle ou une reflation des actifs, si les banques centrales continuent à faire croître leurs bilans. La première phase se caractérise par une préférence pour la liquidité, les emprunts d'État, les obligations IG protégées par les banques centrales et l'or.

LE THÈME DU MOIS

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019...

La prochaine étape consistera à se positionner sur les actions émergentes (premier entré, premier sorti), sur les métaux de base et sur la dette HY, dès que le cycle des bénéfices commencera à rebondir, tandis que la dernière étape consistera à se repositionner plus largement sur les actions des pays développés et sur l'ensemble des segments du crédit.

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019...

Notre évaluation macro-économique nous amenait à prévoir un régime financier de « contraction », mais les répercussions de la pandémie persisteront à moyen terme (trois ans), altérant le cycle financier jusqu'en 2022. En 2021, nous assisterons à une phase de « reprise » de la croissance et à un cycle de bénéfices soutenu par un soulagement de l'activité économique (ce qui altère nos prévisions antérieures d'un ralentissement économique accompagné d'une récession des bénéfices en 2021). En 2022, nous tablons sur une normalisation et une fin de cycle. Si les banques centrales maintiennent leur positionnement accommodant (principalement par l'expansion de leurs bilans), nous pourrions même passer à un régime de reflation des actifs (semblable à celui observé entre 2013 et 2017).

... alors qu'actuellement les prix, les multiples et les valorisations des actifs risqués ne tiennent pas compte du recul des bénéfices sur lequel nous tablons désormais pour 2020.

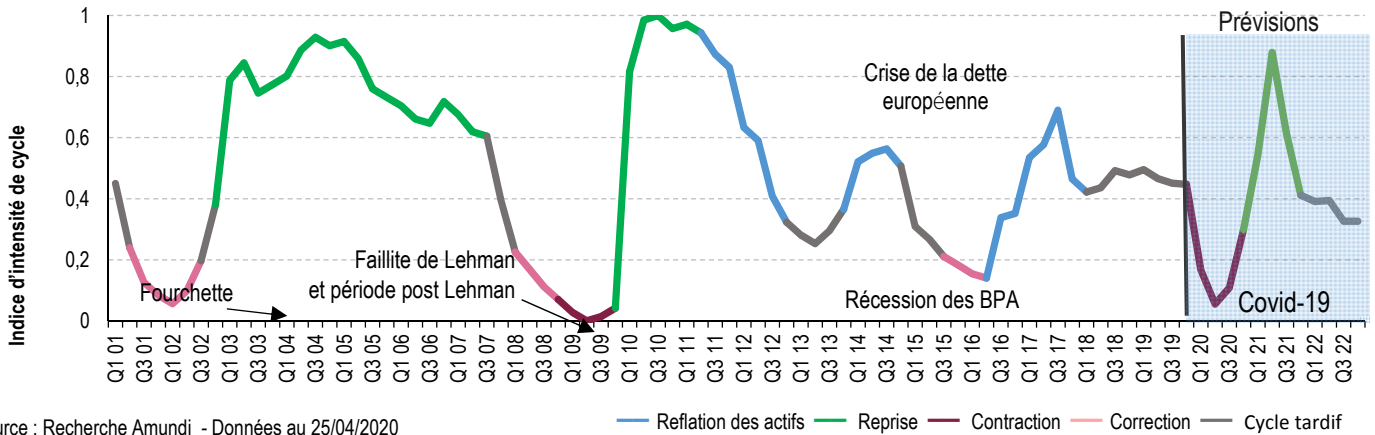
La prochaine saison de publication des résultats est très incertaine, mais sera cruciale pour évaluer les dommages causés par le Covid-19 à l'économie réelle. Nous anticipons un effondrement au premier semestre 2020, suivi d'une reprise partielle au second semestre

2020 sous l'effet d'un assouplissement progressif des mesures de confinement dans le monde. La conséquence ultime devrait être une profonde récession des bénéfices. Dans notre scénario central, nous prévoyons une baisse de -25 % des BPA du S&P 500 en 2020 (la durée des périodes de confinement étant déterminante), suivie d'un rebond de même ampleur dans les 12 mois suivants. La nature hors normes de cette récession, la plus importante et la plus rapide depuis la grande dépression, devrait entraîner une reprise plus rapide que ce qui a généralement été constaté dans le passé. **La résilience des bénéfices et le sentiment des marchés aideraient les actions à enregistrer de nouveaux records en 2021-2022 sans pour autant que les valorisations ne soient trop tendues.** Les BPA d'exploitation devraient se montrer plus résistants et plus élevés en 2021 qu'avant le confinement de l'économie mondiale. Nous anticipons un redressement du S&P 500 d'environ 25 % en 2021, en parallèle du rebond des bénéfices. Nous estimons que l'indice pourrait également continuer à progresser en 2022, mais au rythme plus normal d'environ +8 %. Le risque est, par conséquent, orienté à la hausse et les performances moyennes (post correction du premier trimestre 2020) sur un horizon de trois ans devraient avoisiner les 10 %. Ce scénario, qui combine un rebond des BPA et de nouveaux records du S&P 500, est cohérent avec les rebonds passés consécutifs aux corrections des marchés actions et les ratios cours/bénéfices anticipés devraient se rapprocher de la médiane historique des ratios cours/bénéfices réalisés. De plus, les marchés ne seront pas chers en termes de valeur relative, car les taux d'intérêt devraient rester bas aidant le crédit à offrir de bonnes performances ajustées du risque.

LE THÈME DU MOIS

1/ Prévisions à moyen terme: Investment Phazer prospectif

Une contraction, suivie d'une reprise soutenue par des politiques coordonnées de grande ampleur et, finalement, un cycle tardif ou une reflation des actifs, si les banques centrales continuent à faire croître leurs bilans.



Source : Recherche Amundi - Données au 25/04/2020

Cartographie des régimes financiers d'après l'« Investment phazer »

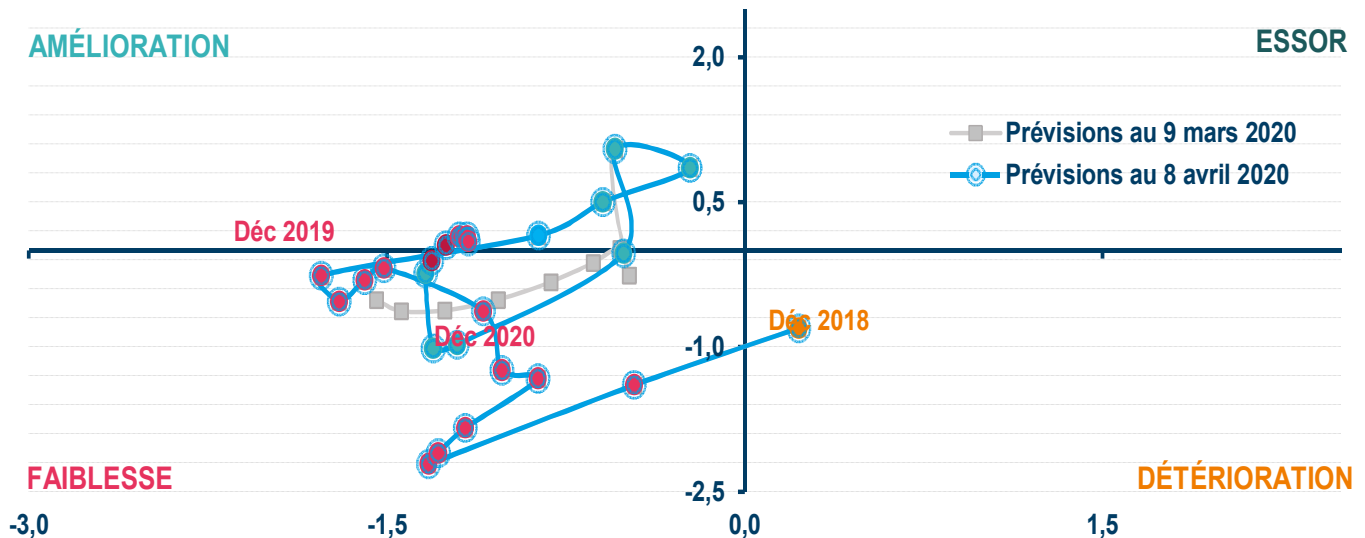
Régimes financiers	Comportement des paramètres macroéconomiques				Conséquences en matière d'investissement	
	Croissance	Inflation	Politique monétaire	Conditions financières	Conclusions Cross Asset	Préférences Cross Asset
Ralentissement	<ul style="list-style-type: none"> Croissance inférieure à la tendance Croissance des BPA inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> IPC, IPP inférieurs à la tendance Chute en GA du CSU 	<ul style="list-style-type: none"> Politique monétaire souple conventionnelle Croissance du bilan des BC aux niveaux tendanciel 	<ul style="list-style-type: none"> Les conditions financières commencent à devenir plus dures 	<ul style="list-style-type: none"> Actions mondiales pénalisées Préférence pour le crédit IG plutôt que HY L'or constitue une bonne couverture Hausse de la volatilité 	<ul style="list-style-type: none"> Emprunts d'État Or Investment Grade
Contraction	<ul style="list-style-type: none"> Croissance nettement inférieure à la tendance Chute des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation nettement inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Banques centrales très accommodantes Croissance excessive du bilan des BC 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières durcies 	<ul style="list-style-type: none"> Crédit et actions mondiales peu attractifs Refuge dans la qualité Manque de confiance Volatilité élevée 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidités Or Emprunts d'État
Reflation des actifs	<ul style="list-style-type: none"> Croissance en phase avec la tendance Croissance des BPA supérieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Banques centrales très accommodantes Croissance excessive du bilan des BC 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des actions internationales Chute des rendements obligataires La plupart des actifs se comportent bien La volatilité reste faible 	<ul style="list-style-type: none"> Actions internationales Haut rendement Matières premières
Reprise	<ul style="list-style-type: none"> Croissance nettement supérieure à la tendance Forte croissance des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> IPC, IPP supérieurs à la tendance Croissance du CSU en GA supérieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Politique monétaire conventionnelle sévère 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Les actifs risqués sont les plus attractifs Rebond des matières premières et des actions émergentes Volatilité élevée 	<ul style="list-style-type: none"> Haut rendement Métaux de base Actions ME
Cycle tardif	<ul style="list-style-type: none"> Croissance légèrement supérieure à la tendance Consolidation des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation se rapproche de la cible 	<ul style="list-style-type: none"> Correction des Banques centrales (moins accommodantes) 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des rendements obligataires Consolidation des actions internationales Rotation du HY vers les actions Hausse de la volatilité 	<ul style="list-style-type: none"> Actions MD Investment Grade Haut rendement

LE THÈME DU MOIS

2/ / Vision à court terme: dynamique économique mondiale composite

Dynamique économique: évolutions de l'investissement phazer

Dans une perspective à plus court terme, la pandémie a déclenché une séquence de « détresse ». Notre indice composite de la dynamique économique (Composite Economic Momentum Index - CEMI) est tombé dans le quart « Faiblesse » après l'effondrement des données prospectives en Asie et s'est encore aggravé lorsque la pandémie s'est déclarée en Europe. Les révisions à la baisse des bénéfices par action (BPA), qui atteignent des plus bas historiques, laissent peu d'espoir d'amélioration en 2020. Ceci est cohérent avec le régime financier de contraction signalé par l'Investment Phazer.

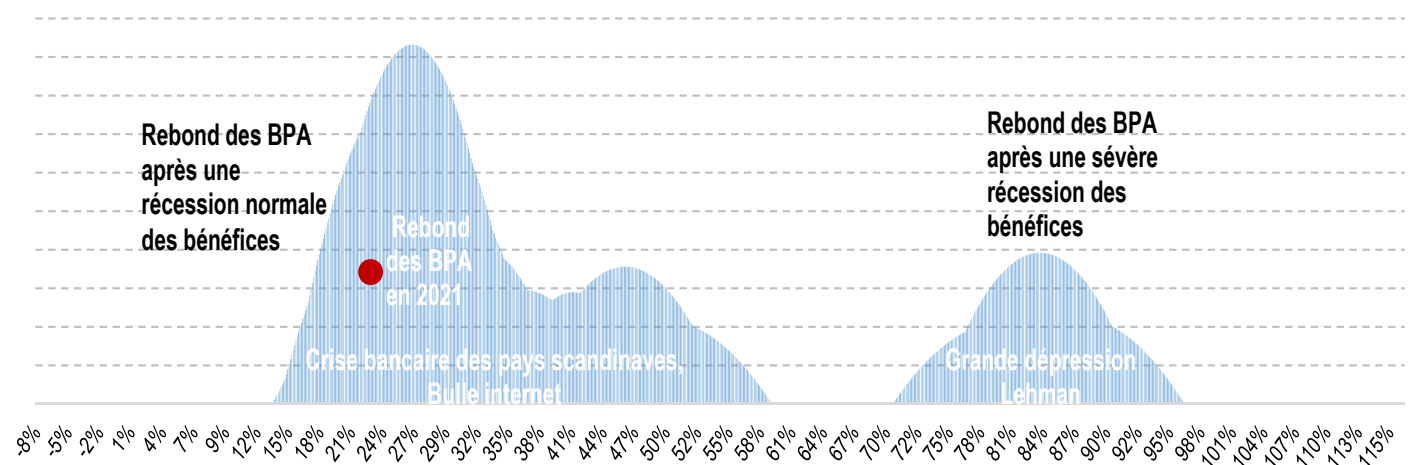


Source: Recherche Amundi - Données au 10/04/2020

L'indice du dynamisme économique mondial est un indicateur propriétaire d'Amundi basé sur quatre paniers régionaux (États-Unis, zone euro, Japon et ME) et sur les variables suivantes : révisions des bénéfices, taux d'intérêt à 10 ans, indicateurs avancés, IPC en GA, enquêtes PMI, indice de surprise économique et indice de surprise de l'inflation. Nous tenons compte du niveau et de la dynamique (variation) de l'indice afin de définir quatre cycles économiques : **Essor** : niveau en hausse et dynamique positive ; **Détérioration** : niveau en hausse et dynamique négative ; **Faiblesse** : niveau en baisse et dynamique négative ; **Amélioration** : niveau en baisse et dynamique positive.

3/ L'ampleur de la reprise des bénéfices en 2021 dépendra du niveau de leur faiblesse en 2020

D'un point de vue empirique, les rebonds des BPA sont bimodaux et articulés autour de deux pivots liés à l'ampleur des récessions précédentes. Aux États-Unis, une récession des bénéfices de l'ordre de -25 % est suivie d'un rebond d'une ampleur comparable. Nous pensons que ce schéma se confirmera en 2020-2021. D'ailleurs, des pertes plus importantes (inférieures à -50 %) ont historiquement été suivies d'un rebond d'environ 85 %.

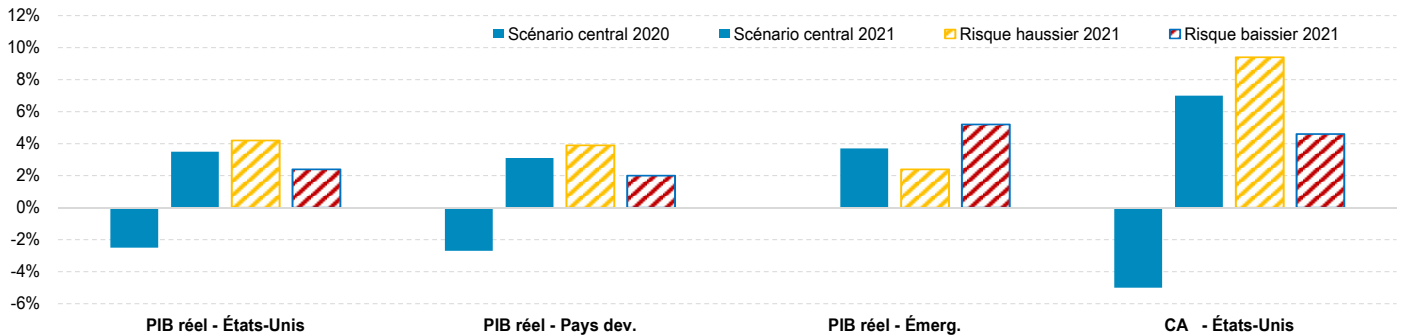


Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

LE THÈME DU MOIS

4/ Croissance : scénario central et scénarios alternatifs

La croissance devrait repartir en 2021 pour atteindre son potentiel aux États-Unis et dans les économies développées, mais restera inférieure au potentiel dans les économies émergentes. Les perspectives restent incertaines, mais nous nous attendons à une amélioration de la situation à terme.

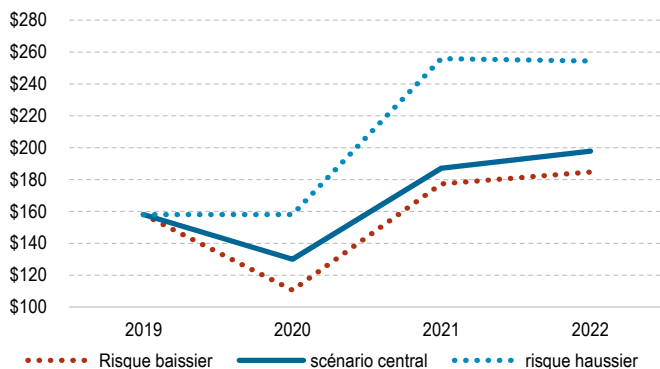


Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

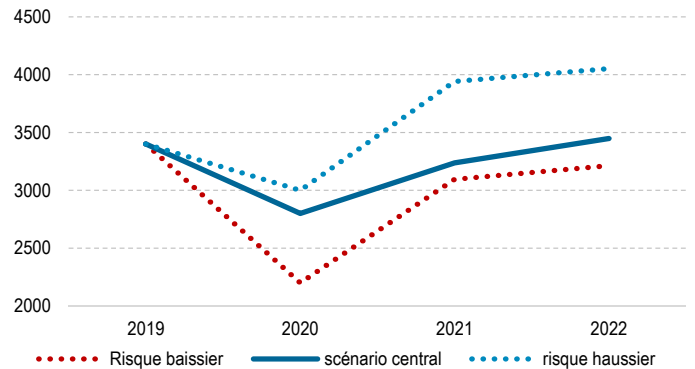
5/ Simulation des bénéfices cumulés du S&P 500 6/ Simulation de l'évolution du S&P 500

En 2021, les BPA de l'indice S&P 500 devraient bien résister et progresser au-delà de leur niveau d'avant la mise à l'arrêt de l'économie mondiale.

Nous anticipons un redressement du S&P 500 de 25 % en 2021 en parallèle d'un rebond des bénéfices ainsi qu'une poursuite de cette tendance en 2022, mais au rythme plus normal d'environ +8 %. Le risque est orienté à la hausse.



Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

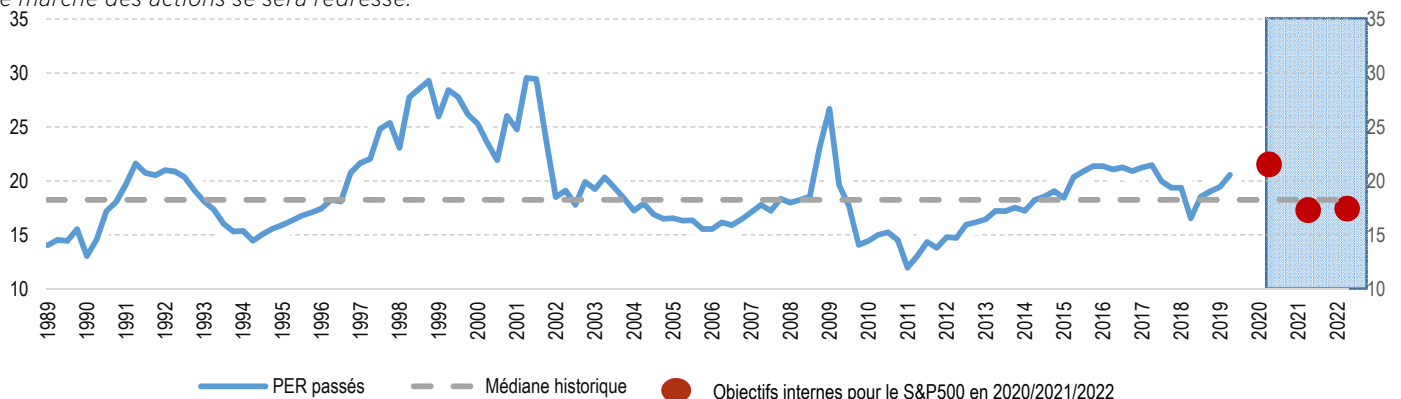


Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Note méthodologique : la simulation des BPA sur 12 mois s'appuie sur les modèles de génération basés sur la séquence de phases identifiées par AIP, l'outil interne d'Amundi Research. Les baisses et les hausses sont calculées selon les simulations de distribution basées sur le scénario central.

7/ Ratios cours/bénéfices du S&P 500 (historique et objectifs)

En combinant nos projections relatives aux BPA et aux niveaux du S&P500, nous nous attendons à ce que les PER reviennent à la médiane historique. En cohérence avec les tendances observées dans le passé, un pic est probable à l'issue du rebond, une fois que le marché des actions se sera redressé.



Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Le PER du S&P500 (réel) est défini comme le ratio entre le niveau du S&P500 et la médiane historique des BPA réalisés sur 1 an : médiane historique des PER du S&P 500 (réel), échantillon : 1989-2019

LE THÈME DU MOIS

**Répercussions sur le marché du travail :
la clé pour évaluer l'ampleur du choc sur la demande**

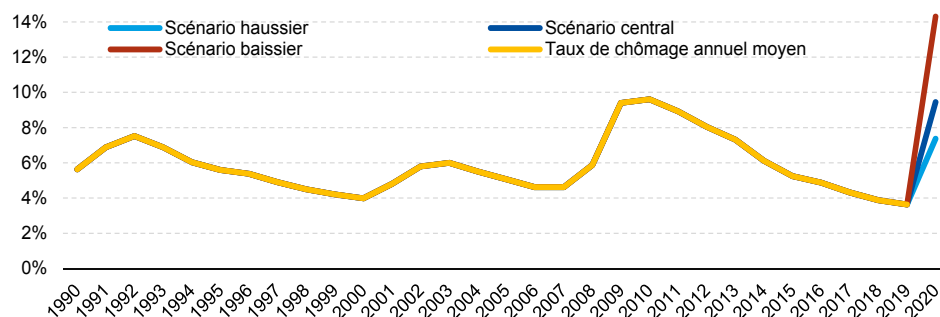
Alors que les différents scénarios relatifs à l'épidémie et aux mesures de confinement qui s'y rapportent suggèrent une reprise par à-coups, avec notamment un risque de revers en cas de seconde vague d'épidémie et de confinement, les économies sont confrontées à un double choc, à la fois intérieur et extérieur. Sur le plan intérieur, les principales préoccupations sont liées à la vulnérabilité du marché du travail, avec des incidences sur le revenu disponible, les dépenses et les modes d'épargne à court et à long terme. En outre, il subsiste une grande incertitude quant à l'évolution des investissements, tandis que les perturbations des chaînes de production locales et internationales affecteront la dynamique des importations/exportations ainsi que le commerce mondial dans son ensemble.

Une préoccupation majeure concerne l'impact des mesures de confinement sur l'emploi. En effet, de nombreux actifs occupant des emplois temporaires ou des activités dites de « proximité » risquent de voir leur emploi supprimé ou leur temps de travail réduit. Aux États-Unis, l'augmentation des demandes d'allocations chômage depuis la mise en place des premières mesures de confinement est sans précédent, et a balayé en quelques semaines tous les emplois créés au cours d'une décennie d'expansion économique. Pour l'économie américaine, cela devrait se traduire par une augmentation du taux de chômage, qui pourrait atteindre temporairement entre 14 et 20 %, avant de revenir à des taux plus modérés à mesure que l'économie redémarre. Nous anticipons un taux de chômage moyen d'environ 10 % aux États-Unis en 2020. Celui-ci devrait ensuite converger progressivement vers le taux NAIRU. Toutefois, avant de pouvoir observer un renversement de la tendance du chômage, il faudra d'abord qu'un rebond des bénéfices des entreprises se concrétise.

En zone euro, dans l'espoir d'éviter une recrudescence du chômage, les gouvernements nationaux ont élaboré des plans extraordinaires destinés à un nombre élargi d'entreprises qui acceptent de ne pas licencier leurs employés, mais plutôt de réduire leur temps de travail, le gouvernement compensant une partie de la perte de revenus des employés. Une telle approche revêt une importance toute particulière dans la zone euro, où la capacité du marché du travail à s'adapter au cycle baissier et à se redresser par la suite pourrait être plus lente. Le plan allemand de Kurzarbeit (chômage partiel) constitue une référence idéale et la capacité des pays membres à reproduire efficacement ce modèle, sera inversement proportionnel à la probabilité que le chômage dépasse les niveaux observés après la crise de 2008 ou après celle de la dette souveraine. Si leur efficacité n'était que partielle et en cas de forte contraction de l'activité, conformément à notre scénario central, nous pourrions assister à une hausse du chômage comprise entre 8,5 % et 25 %, selon les pays, les points de départ d'avant la crise étant différents. Les marchés du travail les plus vulnérables, tels que celui de l'Espagne ou de l'Italie, pourraient payer plus cher une mise en œuvre inefficace de ces dispositifs de protection des travailleurs.

Projections du chômage aux États-Unis selon différents scénarios

Aux États-Unis, l'augmentation des demandes d'allocations chômage depuis la mise en place des premières mesures de confinement est sans précédent et a balayé en quelques semaines tous les emplois créés au cours d'une décennie d'expansion économique.



Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Le choc sur la demande dans les régions où le marché du travail est moins flexible en raison d'une plus grande protection des salariés, comme c'est le cas dans la zone euro, pourrait se concrétiser plus tard, retardant d'autant la reprise économique. C'est pourquoi nous saluons la mise en place de SURE, un instrument de solidarité, approuvé par la Commission européenne, qui vise à apporter un soutien temporaire et à atténuer les risques de chômage.

Achévé de rédiger le 24/04/2020

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons notre vue globale concernant l'évolution de la pandémie en confirmant les probabilités du scénario de base et des scénarios alternatifs

SCÉNARIO NÉGATIF

en forme de L

20 %

- **Pandémie prolongée jusqu'à mi-2021** avec de lents progrès médicaux et une deuxième vague de foyers infectieux fin 2020
- **Extension des mesures de confinement nationales** (augmentation du nombre des décès)
- **Récession mondiale profonde et prolongée entraînant une dépression.** Effondrement de la demande et de l'activité économique, au-delà même de l'impact direct de l'urgence sanitaire
- **Monétisation totale de la dette** dans le monde, flambée de la dette publique et expansion des bilans des BC
- **Perte de production potentielle** du fait des faillites d'entreprises
- Longue période de **répression financière** (réglementation et politiques de taux zéro)
- **Faillites importantes et coût croissant de l'effondrement de l'activité** qui sapent la confiance dans le secteur bancaire et provoquent l'instabilité financière
- **Stagnation à long terme** de retour sur le devant de la scène et **démondialisation comme nouvelle norme**

SCÉNARIO CENTRAL

en forme de U

50 %

- Choc temporaire, mais prolongé :
- **la pandémie n'est pas endiguée à la fin du T2 2020** (le taux de mortalité est en baisse, mais la maladie ne disparaît pas)
- grâce à des dispositifs de confinement nationaux limités dans le temps (3 mois max), l'épidémie est finalement maîtrisée (à la fin du T3)
- crises sanitaires et économiques dans les pays émergents les plus fragiles (Afrique et Asie du Sud)
- **Profonde récession mondiale aux T1, T2 et T3 2020**
- **Reprise lente à partir du T4 2020**, (d'hystérèse et croissance faible) suivie d'un rebond en 2021 attribuable principalement aux effets de base et plans de relance
- **« Bazookas »** des gouvernements et des BC qui ne parviennent pas à calmer les « esprits animaux » (peur) à court terme (Q2) mais **sauvent les revenus des ménages et les entreprises**
- **Multiplification des défauts d'entreprises en 2020**, en raison du durcissement des conditions de financement, de la chute des bénéfices et de l'effondrement des cours du pétrole. Profonde fragmentation des marchés du crédit et problèmes de solvabilité
- **Retournement du secteur manufacturier retardé par rapport à celui des services**
- **Reprise chinoise** freinée par la faiblesse de la demande en provenance du Reste du Monde
- Esquisses de dynamiques stagflationnistes (**démondialisation**)

SCÉNARIO POSITIF

en forme de U

30 %

- **Choc limité dans le temps**, la pandémie est maîtrisée au T2 2020
- **Récession profonde mais de courte durée** (principalement au S1 2020)
- Relance de l'économie (qui revient à son niveau d'avant la crise) grâce aux banques centrales mondiales et à une **action budgétaire coordonnée**
- **Retournement** du secteur manufacturier et du secteur des services
- **Nombre limité de défauts d'entreprises** grâce au soutien des gouvernements et à l'action des banques centrales en matière de liquidité
- Reprise de la demande potentielle
- **Croissance supérieure au potentiel en 2021** et peut-être dès le S2 2020 dans certains pays

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Le point sur le Covid-19

Un éventuel assouplissement des mesures de confinement laisse entrevoir un peu de lumière au bout du tunnel. C'est notamment le cas en Europe où plusieurs pays rouvrent leurs magasins et redémarrent leurs capacités de production et leurs services. **Les données indiquent que le pire est probablement derrière nous**, notamment en Italie et en France. En revanche aux États-Unis, de nombreux États se trouvent encore dans une phase aiguë de l'épidémie.

En outre, **les pays émergents n'en sont encore qu'au début de la pandémie**. Bien qu'il soit trop tôt pour tirer des conclusions, le faible nombre de décès enregistrés jusqu'à présent en Afrique permet d'espérer un impact moins sévère qu'initialement redouté. Si, d'une part, les infrastructures de ces pays sont susceptibles de compliquer la lutte contre la maladie, leur démographie est en revanche plus favorable. Pour l'avenir, le manque de tests rend les **statistiques de moins en moins fiables**.

Selon certaines études récentes, le nombre total de décès directement liés au virus est nettement sous-estimé. Nous ignorons donc l'ampleur de la pandémie au niveau mondial. La situation semble **stable en Chine** où la crainte d'une seconde vague demeure. Les mesures de confinement commencent à être levées, mais de nombreuses questions restent sans réponse : l'**immunité collective** est-elle suffisante pour éviter une brusque recrudescence des cas une fois les mesures de confinement allégées ? Allons-nous subir une **seconde vague** ? Si oui, sera-t-elle plus petite ou plus grande que la première ? **Il semble raisonnable de considérer que le Covid-19 n'est pas près de disparaître**, et qu'il restera une source de risque tant qu'un traitement médical n'aura pas été découvert.

Méthodologie

– Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières. Nous utilisons un algorithme de partitionnement en k-moyennes pour analyser notre ensemble élargi de données macroéconomiques en divisant nos observations en k groupes, l'entier k étant représentatif de l'essentiel des variables de l'ensemble de données. Les observations appartiennent à un k groupe ou à un autre selon leurs similitudes. Le regroupement des observations en k groupes est obtenu en minimisant la somme des carrés des distances euclidiennes entre les observations et les points centroïdes des k groupes, c'est-à-dire les valeurs de référence pour chaque k groupe. Plus la distance est importante, plus la probabilité d'appartenir à un régime donné est faible. Nous superposons enfin l'apport qualitatif du GIC.

– Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épencentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Nous confirmons nos perspectives dans leur ensemble. Toutefois, la pandémie a exacerbé les fragilités et les vulnérabilités existantes, pendant que d'autres risques se profilaient à l'horizon: les probabilités de risques financiers et géopolitiques sont appelées à augmenter.

RISQUE ÉCONOMIQUE

10 %

Probabilité

Dépression

- **Prolongation de la pandémie avec une seconde vague et augmentation du nombre de décès**
- **Récession mondiale longue et profonde**: la demande et l'activité économique s'effondrent et les mesures de confinement nationales s'allongent sur plus de six mois
- **Perte de production potentielle** à mesure que les entreprises s'effondrent
- **Fardeau de la dette** exacerbé par les politiques budgétaires d'urgence et l'injection de liquidités pour surmonter la crise du coronavirus
- **Hausse du risque de défaut** des petits pays exportateurs d'une seule matière première (par exemple le pétrole) et fortement dépendants des flux touristiques

+ Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, USD, valeurs défensives vs cycliques

- Pétrole, actifs risqués, devises des exportateurs de matières premières, exportateurs émergents en devise locale

RISQUE FINANCIER

15 %

Probabilité

Instabilité financière

- **Vulnérabilité croissante des entreprises**, problèmes de solvabilité et augmentation des risques de défaut (>15 % voire 20 %)
- **Contagion au secteur bancaire** et aggravation des risques financiers avec de nombreux défauts causés par la récession mondiale et l'instabilité financière
- **Illiquidité du crédit** et mauvaise allocation du risque
- Assèchement de la **liquidité en USD**
- **Inefficacité des politiques des banques centrales**: hausse des rendements des bons du Trésor américain à long terme malgré l'assouplissement quantitatif de la Fed et faiblesse des marchés primaires (situation similaire possible en Europe)
- **Dégradation des notations, crise de la balance des paiements et, dans le pire des cas, défaut de crédit** résultant d'un assouplissement excessif des politiques dans un contexte de vulnérabilités budgétaires et extérieures existantes

+ CHF/AUD, JPY (AUD, NZD, CAD), CDS, optionnalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et flux de capitaux sortants

RISQUE (GEO)POLITIQUE

15 %

Probabilité

Tensions politiques aggravées par le Covid-19

- **Élections américaines**: une mauvaise gestion de l'urgence nationale liée à la pandémie pourrait faire basculer l'élection présidentielle sans qu'une véritable campagne électorale ait lieu
- **Regain d'importance des intérêts** (et des objectifs) économiques et de sécurité nationale lié à une résurgence du coronavirus entraînant une nouvelle vague de conflits commerciaux
- Échec des **négociations de l'Eurogroupe**, les partis anti-système s'imposent (risque essentiellement européen)
- Le Royaume-Uni se dirige vers un **Brexit dur**
- Apparition de **fractures entre les États-Unis et la Chine** dans de nombreux domaines relatifs à la gestion de la crise, allant des plans d'allègement de la dette au financement de l'OMS
- Guerre pétrolière ouverte
- **Risque sanitaire pour la Corée du Nord**: intensification involontaire du risque militaire sur fond de transition chaotique du pouvoir

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, volatilité, qualité

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

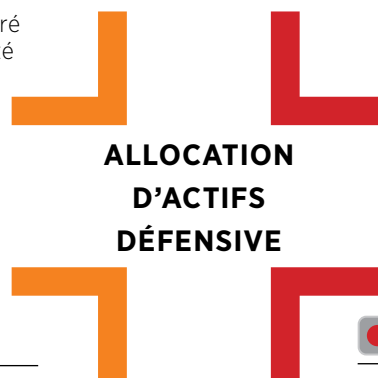
- Pas atteint, trop tôt pour se prononcer
- Retournement imminent
- Retournement effectué

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- **Contraction de la croissance mondiale** du T1 au T3 2020 suivie d'une séquence de reprise en 2021.
- **La dynamique économique** fondée sur les indicateurs prospectifs envoie le même signal d'« affaiblissement » avec quelques divergences : US/ZE/Chine à proximité du point bas, RdM en phase de transition.
- **L'épidémie de Covid-19 a mis la situation financière mondiale à rude épreuve.** Malgré les efforts des banques centrales, la liquidité telle que « perçue » par les investisseurs est sous tension, mais reste nettement supérieure aux plus bas enregistrés lors de la crise de 2008.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Nous anticipons **une chute des bénéfices au T2 et au T3 de cette année et un rebond en 2021.** **Malgré les révisions baissières répétées,** nous pensons que les attentes du consensus en matière de BPA restent bien trop élevées.
- **Valorisations :** les ratios cours/bénéfices (PER) sont loin de signaler des points d'entrée (PER du S&P500 à 15 et PER de l'Euro Stoxx 600 à 13 en 2020).



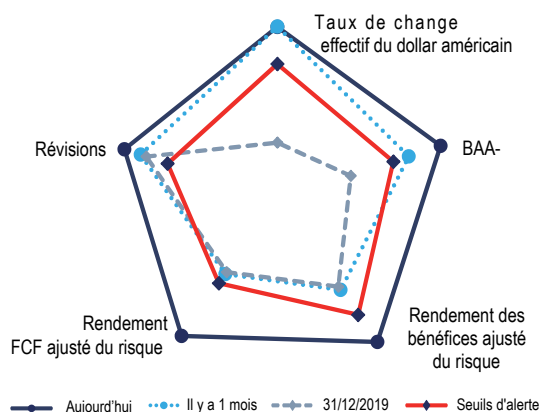
FACTEURS TECHNIQUES

- **Les signaux relatifs à la dynamique des prix sont devenus légèrement favorables** à une reprise de l'exposition aux risques durant la première semaine d'avril. **Mais cela n'a pas été suivi d'une amélioration significative pour les actifs risqués dans une perspective de moyen terme.**
- **Les stratégies de « dislocation » restent rentables** (depuis fin mars). Certaines poches de dislocation continuent toutefois à sous-performer (notamment le pétrole).

SENTIMENT

- **Malgré un rebond des marchés, notre appréciation globale du sentiment de risque reste négative.** Les conditions financières ne se sont améliorées qu'à la marge, et leur orientation reste floue. **La prime de risque du Crédit reste élevée** malgré le resserrement des *spreads* en réponse à l'intégration des « anges déchus » dans le programme de soutien de la Fed. **Les révisions des BPA sont négatives et la force du dollar par rapport aux autres devises constitue un vent contraire.**
- **Les mesures du sentiment basées sur les flux,** qui considèrent l'appétit pour le risque des investisseurs institutionnels, font apparaître **certaines tentatives de repositionnement dans l'anticipation d'un point bas dans le spectre défensif,** avec une approche « barbell » du risque et un positionnement relatif.

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) au plus haut



Source: Amundi Recherche, données au 24/04/2020.

L'indicateur CAST signale une perception extrêmement élevée du risque.

L'indicateur est au plus haut en cas de tensions persistantes parmi les signatures de crédit de qualité inférieure, telles que signalées par le *spread* Moody's (AAA↓↓, Baa↓). Les révisions de BPA continuent sur leur lancée baissière et atteignent des plus bas historiques.

Methodologie Nous étudions cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée, et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

POINTS CLÉS

- 1 En résumé : la pandémie a modifié le cycle de régimes financiers que nous envisagions** en fin 2019. Nous anticipons désormais une **contraction** (soutien des banques centrales et des gouvernements, récession et hausse du chômage), suivie d'une **reprise** plus tard en 2021 (reprise de l'activité économique, mais en dessous des niveaux de 2019, hausse des coûts de la main-d'œuvre et réduction des mesures monétaires et gouvernementales), débouchant finalement sur un **cycle tardif** en 2022 (ou, peut-être, un régime de reflation des actifs, si les banques centrales restent ultra-accommodantes). La première phase se caractérise par une préférence pour les liquidités, les emprunts d'État, les obligations IG protégées par les banques centrales et l'or. L'étape suivante consistera à se positionner sur les actions émergentes (premier entré, premier sorti), sur les métaux de base et sur la dette HY, dès que le cycle des bénéfiques commencera à rebondir. La dernière étape consistera à se repositionner plus largement sur les actions des pays développés et sur l'ensemble des segments du crédit.
- 2 Contexte économique : récession mondiale avec un ralentissement séquentiel et une trajectoire de reprise disparate.** La durée de la période de faiblesse ainsi que l'ampleur des pertes de production définitives et de la destruction de la demande dépendront de la durée des mesures de confinement, qui ne seront que partiellement compensées par l'action des banques centrales et des gouvernements. La reprise suivra un parcours désynchronisé en trois blocs : Chine/Asie du Sud, États-Unis/Europe et pays en développement, chaque bloc offrant des opportunités d'investissement spécifiques.
 - **Les marchés du travail** seront déterminants pour évaluer le choc définitif sur la demande intérieure. Le chômage devrait atteindre des niveaux jamais vus au cours des 50 dernières années si les politiques et les programmes de chômage partiel ne produisent pas les effets escomptés. En Europe, les pays les plus vulnérables sont l'Italie et l'Espagne, dont les marchés du travail sont plus exposés aux travailleurs intérimaires, les secteurs à risque (liés au tourisme) et ceux qui ne se sont pas encore totalement remis de la crise de 2012. Parmi les pays émergents, plus l'économie informelle est importante, plus le choc est prononcé.
 - **La Chine, premier entré, premier sorti** : la politique du pays s'est orientée vers davantage d'assouplissement pour faire face au ralentissement (exacerbé par l'affaiblissement de la demande mondiale).
 - Le Covid-19 accentue les **fragilités des marchés émergents** avec l'augmentation de la dette, l'accroissement de la vulnérabilité extérieure et la dépendance au pétrole. La Russie, la Corée du Sud, les Philippines et le Pérou sont avantagés grâce à leurs marges budgétaires et leurs réserves.
- 3 La liquidité mondiale** est repartie à la hausse au T2 2019, la Fed ayant renoué avec une politique de baisse des taux et a fini par entrer dans les circuits bancaires transfrontaliers. Cependant, **la liquidité telle qu'elle est perçue par les acteurs du marché reste faible.** En réalité, les conditions financières mondiales, bien qu'elles soient loin des niveaux de la crise de 2008, ont atteint leur point bas en 2020 et n'ont progressé que de façon marginale, en dépit du déploiement d'efforts colossaux en matière de politique monétaire.
- 4 Italie** : le Covid-19 et les mesures de confinement constitueront un frein au PIB qui, selon notre scénario central, devrait retrouver ses niveaux d'avant la crise en 2022. L'évolution du rapport dette/PIB dépendra de la croissance, du coût moyen de la dette et du solde primaire. **Le PEPP** (flexibilité sur la clé de répartition du capital et absence de limite par émetteur) **permettra de répondre aux besoins de financement à court terme.** La BCE dispose d'une capacité d'environ 100 à 120 milliards d'euros pour l'achat de BTP et absorbera sans peine les 55 milliards d'euros de nouvelles émissions nettes pour 2020 (y compris les 25 milliards d'euros engagés au titre des nouvelles mesures budgétaires). À **moyen terme, il faudra plus de dix ans à l'Italie pour revenir** au ratio de dette/PIB de 2019. La réaction des agences de notation dépendra de la réponse politique.

POINTS CLÉS

Mesures de relance - Mise à jour

Les **mesures budgétaires d'envergure** annoncées par les gouvernements pour contrer la crise provoquée par le coronavirus visaient, jusqu'à présent, davantage la stabilisation que la relance des économies. En plus de **financer la réponse d'urgence** face à l'épidémie elle-même, ces plans sont destinés à prévenir toute aggravation de la crise par le biais des circuits financiers et des revenus des ménages. Seule une partie des montants récemment annoncés par les gouvernements sont des mesures d'assouplissement budgétaire au sens strict. Dans ce domaine, l'effort consenti jusqu'à présent aux États-Unis et au Japon est plus important qu'en Europe. Les autres mesures sont des avances censées être remboursées, ou (pour les montants les plus importants) des garanties gouvernementales pour la dette des entreprises.

En ce qui concerne les **garanties**, l'effort européen est, à ce stade, nettement plus important que l'effort américain. Au sein de l'architecture spécifique de la zone euro, **les institutions européennes ont également joué un rôle de premier plan**, en levant un certain nombre de restrictions afin que les États membres puissent déployer leur programme national. Une réponse mutualisée à l'échelle européenne est également en cours de préparation, certains programmes étant déjà arrêtés et d'autres, plus importants, étant en cours de négociation.

L'effet cumulé de la récession et de l'ensemble des mesures susmentionnées sur les déficits et la dette des grandes économies avancées pourrait, compte tenu des nombreuses inconnues, entraîner une **augmentation approximative du déficit rapporté au PIB de 7 à 15 % et de la dette publique rapportée au PIB de 15 à 25 % en 2020**. Toutefois, la viabilité de la dette publique des principales économies avancées pourrait ne pas être si gravement compromise par la crise, en raison des importants programmes de QE annoncés par les banques centrales, qui permettront de monétiser le surplus de dette. Pourtant, les mesures budgétaires récemment annoncées visant à la stabilisation ne marquent pas la fin de l'épisode d'assouplissement budgétaire ouvert par la crise. En effet, elles ouvrent probablement la voie à d'autres mesures, axées cette fois sur la stimulation, lorsque les mesures de confinement auront progressivement été levées. Il est également très probable que certaines des mesures budgétaires de lutte contre la crise, actuellement présentées comme temporaires, deviendront plus ou moins permanentes en raison des exigences de renforcement du rôle de l'État dans l'économie et de la consolidation des dispositifs de protection sociale. Si ces mesures ne s'accompagnent pas de mesures compensatoires de hausse des recettes, elles **sont susceptibles d'entraîner une augmentation permanente des déficits primaires structurels**.

* Cf « Thematic Paper » de Tristan Perrier: *Emergency fiscal programs: no choice but to increase the (monetized) deficits*

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Le rebond actuel était justifié après la rapide vague de ventes entre février et le 23 mars, mais il y a des inquiétudes dans la mesure où nous entrons dans la saison des résultats et que les entreprises ne donnent pas d'indications pour le reste de l'année tant qu'elles n'ont pas davantage de visibilité sur l'ampleur de la situation et sur l'impact du blocage économique du virus. Nous restons prudents dans la mesure où nous anticipons une baisse des bénéfices.
	Europe	-/=		La visibilité sur les bénéfices est faible et l'éventail des résultats est large. En conséquence, nous ne nous sentons pas confiants vis-à-vis de la récente reprise. La crise offre des perspectives attrayantes de sélection de titres, mais génère une incertitude et une volatilité plus élevées que d'habitude, ce qui conduit à des dislocations dans certaines parties du marché. Nous préférons les entreprises dotées de bilans solides.
	Japon	=		Les bilans japonais restent sous-endettés et les valorisations sont également attractives. Mais les bénéfices des entreprises sont probablement affectés par le ralentissement économique mondial. En conséquence, nous restons neutres.
	Marchés émergents	=		Nous maintenons notre positionnement relativement défensif, mais nous observons des signes positifs dans les pays qui en sont au stade avancé du cycle coronavirus. En particulier, nous privilégions les pays qui disposent de solides réserves budgétaires, d'une demande intérieure solide et d'une moindre vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur. Toutefois, nous évitons les noms dépendants des exportations, des matières premières et du tourisme.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		La demande d'actifs refuges est favorable aux emprunts d'État américains. Les politiques monétaires ultra-accommodantes des banques centrales se maintiendront probablement afin de maintenir la fourchette de rendement des obligations « core » limitée. Les rendements des bons du Trésor américain semblent proches de leur juste valeur et la réponse monétaire de la Fed a allégé les contraintes de liquidité au cours de la seconde quinzaine de mars.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Le marché IG a bénéficié des mesures de relance de la Fed et nous avons observé un niveau élevé de nouvelles émissions. Élément important, la dislocation de marché induite par le Covid 19 a offert des opportunités à long terme dans toutes les catégories de notation, en particulier dans les obligations d'entreprises IG de maturité longue, qui ont dans un premier temps sous-performé leurs propres performances actions. Nous restons sélectifs.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		L'endettement élevé, la baisse des prix du pétrole et les blocages économiques dus au Covid-19 augmentent le risque de défaut sur les marchés HY, par conséquent nous sommes très prudents. Certains segments des obligations d'entreprises à haut rendement offrent une valeur unique mais nécessitent une attention particulière sur la sélection.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes légèrement plus positifs qu'auparavant sur le cœur de l'UE mais restons prudents dans l'ensemble. Les pays périphériques de la zone euro offrent des opportunités de revenus intéressantes même si nous sommes désormais plus prudents, notamment sur l'Italie.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous maintenons notre vue constructive sur les obligations IG en euro, car elles bénéficieront du soutien de la BCE en matière de liquidités et de mesures fiscales, ce qui réduira le risque de migration et de défaut. Le secteur reste relativement moins endetté que ses homologues américains. Nous croyons que les investisseurs devraient continuer à ajuster leurs allocations sectorielles afin de réduire le risque des secteurs plus exposés à une récession.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous privilégions les obligations à haut rendement en euro par rapport aux États-Unis, où nous pensons que le risque de taux de défaut est élevé. Pour autant, nous restons globalement très sélectifs et attentifs aux secteurs industriels comme les télécommunications, les médias et la consommation non cyclique. Les conditions de liquidité se stabilisent mais demeurent médiocres dans l'environnement de marché actuel.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous restons prudents, mais nous pensons que le sentiment s'améliore en termes de prix des actifs et de flux de capitaux. Il y a de la valeur dans la dette en devise forte, en particulier dans les obligations à haut rendement, où les <i>spreads</i> se sont déjà élargis pour atteindre les niveaux de la crise financière de 2008, et la valeur de ces titres est abondante au Bahreïn et en Indonésie. La dette quasi-souveraine en Amérique latine offre un couple rendement/risque attractif au Brésil, au Mexique et au Pérou.
	Émergents Dette en devise locale	=		Notre préférence va aux taux émergents, où nous identifions de la valeur dans les actifs russes, aussi bien sur le marché des changes que sur celui des taux. Au Mexique et en Afrique du Sud, nous identifions de la valeur dans les taux, mais pas dans les devises. Dans l'ensemble, les pays disposant de solides volants budgétaires seront mieux à même de résister à ce ralentissement.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques comme le pétrole ne trouvent aucun soutien dans le contexte économique, en raison du contexte mondial actuel de blocage. Alors que les prix du pétrole pourraient bénéficier d'une restauration des activités économiques, les marchés actuels sont en train d'anticiper un excédent d'offre structurelle énorme et un scénario de non reprise. L'or reste le grand gagnant dans ce cadre car il profite à la fois des incertitudes économiques, de l'augmentation des déficits publics et des programmes d'achat de QE des banques centrales.
	Devises			En dépit des inquiétudes persistantes quant à l'impact économique des mesures de blocage/d'arrêt de la production jusqu'alors, les banques centrales et les interventions des gouvernements ont aidé à contenir le risque de crédit et à assouplir marginalement les conditions financières, stabilisant ainsi le marché boursier. Malgré la forte intervention de la Fed (conventionnelle et non conventionnelle) qui suggérerait un USD plus faible, le billet vert a fait preuve de résistance et de vigueur durant le mois, les devises cycliques liées aux matières premières ayant le plus reculé. Comme le différentiel de croissance reste favorable aux États-Unis et l'incertitude devrait rester élevée à court terme, nous pensons que cela vaut la peine de maintenir le dollar à long terme pour le moment et peut-être tenter de jouer quelques arbitrages de reflation (en anticipant les résultats de 2021), là où les dislocations sont énormes.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 28 avril 2020, opinion relative à un investisseur basé en EUR. Ce document représente une évaluation de l'environnement de marché à un moment donné et n'a pas pour objet de constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un Compartiment ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement données à titre d'illustration et à des fins éducatives et sont susceptibles de changer. Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'Amundi.

IG = obligations d'entreprises investment grade, HY = obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes HC/LC = obligations émergentes en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif. IG = Investment grade corporate bonds. HY = High Yield Corporate. EM Bonds HC / LC = EM bonds hard currency / local currency. WTI = West Texas Intermediate. QE = quantitative easing.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 7/05/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
Monde	3,1	-3,9/-2,4	3,8/5,1	3,0	2,4	2,4
Pays développés	1,7	-7,6/-5,7	3,0/4,7	1,5	0,7	1,0
États-Unis	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japon	1,2	-4,8/-4,3	2,3/2,8	0,7	0,3	0,6
Royaume-Uni	1,4	-8/-6	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Zone euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Allemagne	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
France	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,2	1,0
Espagne	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,5	1,0

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** forte contraction attendue au S1 suivie d'une reprise au S2 qui sera fonction de la durée de la crise et de l'efficacité de la réponse politique sans précédent et qui interviendra une fois la phase de normalisation post-confinement entamée. Depuis le début du mois d'avril, les données prospectives et les statistiques effectives ont commencé à faire apparaître l'impact de la crise sur l'économie. En un mois, celle-ci aura effacé la quasi-totalité des emplois créés depuis la crise de 2008, le chômage montant en flèche de 3,5 % le mois précédent à 4,4 %, tandis que le sentiment s'est effondré dans tous les secteurs d'activité, notamment dans les services et la consommation. Les ventes au détail ont connu leur plus forte baisse depuis 1992 et l'inflation s'est également ralentie en mars.
- Zone euro :** l'économie de la zone euro entre actuellement en récession, la plupart des pays européens ayant opté pour des mesures de confinement de plus en plus strictes face au Covid-19 entraînant un impact significatif sur l'économie. Alors que la publication des statistiques réelles a pris du retard, les données prospectives font état d'un net ralentissement, les PMI manufacturiers restant en zone de contraction tandis que les PMI des services ont fortement reculé. Les données préliminaires relatives aux ventes au détail en mars, et notamment les ventes de voitures, sont alarmantes (les ventes de voitures ont plongé de 56,4 % sur une base mensuelle). Les statistiques économiques publiées dans les prochaines semaines permettront d'effectuer un premier bilan.
- Japon :** à mesure que la plupart des économies subissent le double choc d'un effondrement de la demande intérieure et extérieure, l'économie japonaise devrait également sombrer dans une profonde récession. Le confinement modéré imposé par le gouvernement en avril continuera de peser sur la consommation intérieure, la contraction de mars ayant probablement déjà dépassé celle qui avait suivi le tremblement de terre de 2011. Les distributions directes d'espèces qui ont été proposées seront utiles, mais ne devraient être approuvées par les législateurs qu'à la fin mai ou en juin. Une grande partie de l'économie mondiale étant toujours confinée, nous continuons à envisager des perspectives peu favorables en matière de commerce et d'investissement des entreprises.
- Royaume-Uni :** l'économie britannique se prépare à faire face à une récession qui devrait considérablement freiner la croissance économique du premier semestre. Le choc se transmettra par la demande intérieure et extérieure. Nous tablons sur une contraction marquée de la consommation des ménages, en particulier des dépenses discrétionnaires et des investissements. Les enquêtes de conjoncture s'enfoncent de plus en plus en territoire de contraction, tant du côté de l'industrie manufacturière que des services tandis que le secteur de la construction traverse également un trou d'air important.

Nota Bene: l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. À l'heure actuelle, nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	29-04 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,58	-0,50	-0,58
Japon	-0,05	-0,2	-0,11	-0,2	-0,12
RU	0,10	0,00	0,09	0,00	0,14

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	10 juin
BCE Conseil des gouverneurs	4 juin
Banque du Japon MPM	16 juin
Banque d'Angleterre MPC	7 mai

Source : Recherche Amundi

• **Fed** : soucieuse de stabiliser les conditions financières, la Fed est rapidement passée à l'action, exploitant pleinement ses outils conventionnels et non conventionnels :

- 1) réduction cumulée des taux de 150 pb et passage au ZIRP (politique de taux zéro) ;
- 2) mise en place de dispositifs de soutien pour le marché des billets de trésorerie et la liquidité des spécialistes en valeurs du Trésor ;
- 3) apport de liquidité au système par le biais de mises en pension massives et intervention sur les réserves obligatoires et les réserves de fonds propres des banques ;
- 4) passage au QE illimité et soutien aux entreprises et ABS par le biais de dispositifs dédiés ;
- 5) mise à disposition de lignes de swap en dollars et de mises en pensions pour les banques centrales étrangères ;
- 6) intégration des « anges déchus » et des municipalités dans les programmes de soutien.

La liquidité et la couverture des besoins de financement exceptionnels sur le plan budgétaire sont les principaux objectifs de la Fed

• **BCE** : la banque centrale européenne est intervenue par étapes pour finalement présenter un ensemble de mesures assez solide :

- programme de QE pour un montant global de 1050 milliards d'euros à dépenser au cours des neuf prochains mois (soit une moyenne mensuelle à trois chiffres) ;
- suppression des plafonds d'émission et d'échéance dans le cadre du programme de QE pour le secteur public avec une augmentation de la flexibilité et de la puissance de feu du programme de QE afin de mieux couvrir les dépenses budgétaires supplémentaires

• **BoJ** : la banque centrale japonaise adopte le même ton accommodant que les autres banques centrales, augmentant considérablement le montant de ses achats d'actifs en vue d'atténuer les tensions financières. La BoJ peut désormais acheter des JGB sans limite. La banque centrale a également revu à la hausse les limites d'achat d'obligations d'entreprises et de billets de trésorerie, les faisant toutes deux passer de 1000 à 7 500 milliards de yens tout en assouplissant les limites d'achat de titres par émetteur. Après cette action énergique, nous nous attendons à ce que la banque centrale reste sur ses positions pendant un certain temps en s'abstenant de baisser ses taux directeurs. Une baisse des taux est considérée comme allant à l'encontre des efforts du gouvernement pour contrôler l'épidémie.

• **BoE** : tout comme la Réserve fédérale, la BoE a décidé de commencer par une baisse d'urgence de ses taux de 50 pb, dans le cadre d'une sorte de scénario de politique d'accommodation mondiale synchronisée. Cette baisse des taux s'est accompagnée de l'annonce ultérieure d'une politique budgétaire plus souple. Après cette première série de mesures, la BoE a également annoncé quelques jours plus tard le lancement d'un nouveau programme de QE à hauteur de 200 milliards de GBP ciblant les obligations du Trésor et a baissé ses taux de 15 pb supplémentaires, passant ainsi également à une politique de taux zéro.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 7/05/2020				
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)	
	2019	2020 fourchette	2021	2019	2020 2021
Monde	3,1	-3,9/-2,4	3,8/5,1	3,0	2,4 2,4
Pays émergents	4,1	-1,4/-0,2	4,4/5,3	4,0	3,6 3,3
Brésil	1,1	-4,5/-3,1	0/1,0	3,7	3,3 3,8
Mexique	-0,1	-4,9/-3,9	-1,2/-0,2	3,6	2,7 2,7
Russie	1,3	-6/-4	2,5/5,0	4,5	3,3 3,9
Inde	5,3	0,2/1,6	3,4/4,7	3,7	5,3 4,1
Indonésie	5,0	0,6/1,6	3,6/4,6	2,8	2,6 3,2
Chine	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,7 2,0
Afrique de Sud	0,2	-7/-5,8	1,0/2,0	4,1	4,0 5,0
Turquie	0,8	-7/-6	2,8/4,8	15,5	9,8 10,1

Source : Recherche Amundi

- Chine :** les données de mars font état d'un rebond de l'activité économique après la suspension généralisée de février, la production manufacturière redémarrant à un rythme plus rapide que le secteur des services. Nous anticipons une croissance économique entre 2,3 % et 3,3 % en 2020, car l'orientation politique est devenue plus accommodante. La croissance du crédit est appelée à se renforcer en même temps que les dépenses publiques, l'accent étant mis sur la construction d'infrastructures. La politique monétaire dispose d'une marge d'assouplissement plus importante, toutefois l'IPC devra reculer davantage avant toute baisse supplémentaire du taux de dépôt. L'effondrement de la demande mondiale constitue toujours le principal risque baissier.
- Inde :** le redressement des performances économiques enregistré en janvier/février a été balayé par la pandémie et le confinement qui s'en est suivi. Les statistiques économiques se sont fortement dégradées en mars dans l'ensemble des secteurs (production d'électricité, ventes de véhicules, transport de marchandises et exportations). Grâce à une forte modération des prix des denrées alimentaires, l'inflation globale est finalement retombée en dessous du seuil supérieur de la fourchette cible (5,9 % en glissement annuel contre 6,0 %) et devrait continuer à baisser. Le *policy mix* est toujours dicté par la RBI, qui a récemment introduit de nouvelles mesures de liquidité. La stratégie budgétaire n'est pas encore connue, mais il est très probable que les objectifs budgétaires ne seront pas atteints en raison de la récession actuelle.
- Afrique du Sud :** la banque centrale sud-africaine (SARB) a réduit ses taux de 100 points de base à 4,25 % lors d'une réunion extraordinaire. Cette troisième baisse depuis le début de l'année porte le total des baisses à 225 points de base. La SARB a justifié sa décision par la forte détérioration des prévisions de croissance (6 % de récession en 2020) et la baisse de l'inflation (3,6 % en 2020) sur fond de pandémie. L'Afrique du Sud, également confinée depuis plusieurs semaines, est actuellement confrontée à un choc important de la demande intérieure. Or, la marge de manœuvre du pays sur le plan budgétaire étant extrêmement faible, le seul outil de soutien à l'activité qui lui reste est la politique monétaire.
- Argentine :** le gouvernement a finalement dévoilé sa proposition de restructuration de la dette, mais l'offre n'a pas été acceptée par les porteurs d'obligations. L'ancienne dette doit être remplacée par de nouvelles obligations réparties en cinq échéances s'échelonnent entre 2030 et 2047, avec une période de grâce de trois ans et des coupons nettement moins élevés. Cela suppose une décote moyenne de 60 à 70 % des coupons et de 5 % du principal. Selon le rendement final retenu et l'obligation, l'offre se traduit par des valeurs de recouvrement de 25 à 50 % du principal. En l'absence d'un compromis avec les porteurs d'obligations dans les prochaines semaines, l'Argentine pourrait faire défaut sur sa dette en fin mai, à l'issue de la période de grâce de 30 jours prévue par la loi new-yorkaise pour le paiement des coupons dus au 22 avril.

Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. À l'heure actuelle, nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

	27-04 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
Chine	3,85	3,65	3,65	3,65	3,85
Inde	4,4	3,9	3,95	3,9	3,95
Brésil	3,75	3	3	3	3,1
Russie	5,5	4,5	5,15	4,5	5,1

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 mai
RBI (Inde)	5 juin
BCB (Brésil)	6 mai
CBR (Russie)	19 juin

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** au vu des perspectives sombres en termes de demande mondiale et des risques de deuxième vague de Covid-19, la dernière réunion du Politburo, le 17 avril, a explicitement indiqué que le ratio des réserves obligatoires et les taux d'intérêt devraient encore être abaissés. Nous nous attendons à ce que la PBoC baisse ses taux pour s'aligner sur les taux du marché interbancaire dans les prochains mois, en réduisant le taux des opérations open market et le taux de référence des prêts bancaires à un an dans des proportions similaires, bien qu'à un rythme contrôlé et mesuré. Une réduction du taux de référence des dépôts est toujours à l'étude, mais celle-ci devra attendre que l'inflation globale recule davantage, car les responsables politiques l'associent à des questions de protection sociale.
- RBI (Inde) :** le 17 avril, après une évaluation de la situation économique, la RBI a annoncé une série de mesures extraordinaires visant à améliorer la gestion de la liquidité (TLTRO-2, dispositifs de refinancement et nouvelle réduction du taux fixe des prises en pension de 25 points de base, à 3,75 %). Des mesures réglementaires ont également été adoptées afin de permettre le reclassement des actifs non performants, de prolonger les délais de résolution, d'interrompre les versements de dividendes bancaires jusqu'à nouvel ordre et de réduire temporairement le ratio de couverture des besoins en liquidités.
- BCB (Brésil) :** la dernière enquête Focus publiée par la BCB (le 17 avril) fait état d'une accélération de la dégradation des perspectives de croissance et d'une baisse de l'inflation globale. Selon la même enquête, l'objectif de taux directeur (Selic) d'ici la fin d'année est désormais inférieur de 25 points de base au taux précédent de 3,0 % (il est actuellement à 3,75 %). Le 15 avril, le Sénat a approuvé un amendement constitutionnel autorisant, entre autres, la BCB à acheter et à vendre des titres publics et privés sur les marchés secondaires (QE).
- CBR (Russie) :** le 24 avril, la Banque centrale de Russie a abaissé son taux directeur de 50 pb, le ramenant à 5,5 %, et a annoncé qu'elle se tournait vers une politique monétaire accommodante. Elle se dit également disposée à envisager de nouvelles baisses de taux. Les pressions désinflationnistes provoquées par la faiblesse de la demande sont plus fortes que les facteurs inflationnistes temporaires tels que l'affaiblissement du rouble. L'inflation annuelle devrait atteindre 3,8 % à 4,8 % d'ici la fin de l'année avant de retomber à 4 %, son taux cible. Le CBR a également révisé ses prévisions macroéconomiques pour 2020-2021. Compte tenu du ralentissement anticipé de l'activité économique, nous nous attendons à ce que le CBR abaisse ses taux de 100 pb d'ici la fin de l'année.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(7 mai 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japon	1,2	-4,8/-4,3	2,3/2,8	0,7	0,3	0,6
Zone euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Allemagne	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
France	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,2	1,0
Espagne	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,5	1,0
Royaume-Uni	1,4	-8/-6	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Brésil	1,1	-4,5/-3,1	0/1,0	3,7	3,3	3,8
Mexique	-0,1	-4,9/-3,9	-1,2/-0,2	3,6	2,7	2,7
Russie	1,3	-6/-4	2,5/5,0	4,5	3,3	3,9
Inde	5,3	0,2/1,6	3,4/4,7	3,7	5,3	4,1
Indonésie	5,0	0,6/1,6	3,6/4,6	2,8	2,6	3,2
Chine	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,7	2,0
Afrique du Sud	0,2	-7/-5,8	1,0/2,0	4,1	4,0	5,0
Turquie	0,8	-7/-6	2,8/4,8	15,5	9,8	10,1
Pays développés	1,7	-7,6/-5,7	3,0/4,7	1,5	0,7	1,0
Pays émergents	4,1	-1,4/-0,2	4,4/5,3	4,0	3,6	3,3
Monde	3,1	-3,9/-2,4	3,8/5,1	3,0	2,4	2,4

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	29/04 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,58	-0,50	-0,58
Japon	-0,05	-0,2	-0,11	-0,2	-0,12
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,09	0,00	0,14

Pays émergents

	27/04 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
Chine	3,85	3,65	3,65	3,65	3,85
Inde	4,4	3,9	3,95	3,9	3,95
Brésil	3,75	3	3	3	3,1
Russie	5,5	4,5	5,15	4,5	5,1

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	29/04 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,21	0,25/0,5	0,27	0,25/0,5	0,32
Allemagne	-0,694	-0,70/-0,50	-0,73	-0,70/-0,50	-0,75
Japon	-0,172	-0,30/-0,20	-0,19	-0,30/-0,20	-0,18
Royaume-Uni	0,054	0/0,25	0,04	0/0,25	0,08

Taux 10 ans

	29/04 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,61	0,5/0,7	0,70	0,8/1	0,77
Allemagne	-0,47	-0,8/-0,5	-0,43	-0,50/-0,30	-0,40
Japon	-0,04	-0,10/0,10	0,00	0/0,2	0,05
Royaume-Uni	0,29	0,20/0,4	0,31	0,4/0,6	0,38

Prévisions de change

	24/04/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
EUR/USD	1,082	1,07	1,10	1,14	1,14
USD/JPY	108	106	107	105	108
EUR/GBP	0,88	0,92	0,88	0,85	0,87
EUR/CHF	1,05	1,05	1,06	1,10	1,08
EUR/NOK	11,50	11,71	11,20	11,01	10,80
	24/04/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
EUR/SEK	10,87	11,35	10,80	10,27	10,60
USD/CAD	1,41	1,46	1,40	1,31	1,35
AUD/USD	0,64	0,62	0,62	0,75	0,65
NZD/USD	0,60	0,57	0,60	0,69	0,63
USD/CNY	7,08	7,15	7,02	6,95	6,98

Source: Recherche Amundi

AVERTISSEMENT CONCERNANT NOS PRÉVISIONS

L'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions macroéconomiques comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

Une récession mondiale est notre scénario central à l'heure actuelle.

1. Profondeur de la récession

- La profondeur de la récession sera fonction de la longévité du virus dans les pays touchés et du confinement d'abord progressif, puis total, qui en résultera dans la plupart d'entre eux. Le ralentissement de la demande intérieure (à des degrés divers selon les composantes) et de la dynamique commerciale est déjà manifeste. Nous supposons que l'essentiel du ralentissement aura lieu au cours du trimestre de confinement et qu'il sera suivi d'un ralentissement moins prononcé. Nous surveillons l'évolution des foyers épidémiques et les interruptions/reprises de l'activité économique.

2. Durée de la récession

- La durée de la récession dépendra de l'ampleur de la perturbation économique, des conditions de crédit et de la progression du nombre de défauts d'entreprises qui amplifieront les turbulences sur les marchés financiers et, partant, leur impact sur l'économie.
- La chronologie du choc s'est allongée et, dans l'ensemble, un pic est attendu entre mai et juin 2020. L'économie mondiale pourrait se stabiliser au cours du quatrième trimestre 2020.
- La chronologie de la récession est également fonction des développements spécifiques de l'épidémie ainsi que des faiblesses préexistantes.

3. Impact budgétaire

- L'impact micro et macroéconomique des mesures budgétaires n'est pas intégré dans nos prévisions, mais il semble légitime de tabler sur une normalisation des conditions financières et de liquidité sous l'impulsion des autorités de politique monétaire.

Objectifs financiers

- Les objectifs financiers sont examinés selon le même principe et comprennent des mesures politiques mises en œuvre au quotidien.

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



Coronavirus crisis: impacts and implications for emerging markets (2020.04.17)

Yerlan SYZDYKOV, Global Head of Emerging Markets, Alessia BERARDI Head of Emerging Markets Macro & Strategy Research, Abbas AMELI-RENANI, Portfolio Manager, Emerging Markets Debt

- Covid-19 will have very significant negative effects on the economic outlooks for EM, mostly leading to recessions. The IMF is trying to revamp its instruments to increase the resources it can allocate
- In order to assess the risks that EM are experiencing, we need to evaluate their fiscal fragility and their external vulnerabilities
- Investor's sentiment has already started to improve in emerging markets, in terms of asset prices as well as fund flows
- We see value in EM external debt, particularly in high yield, where spreads have already widened to global financial crisis levels. Regarding equity, we have been relatively defensive: we prefer countries with fiscal buffers

Playing the possible sequence of market normalization gradually and selectively (2020.04.10)

Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer, Vincent MORTIER Deputy Group Chief Investment Officer

- As the Covid-19 virus spreads, investors can assess the potential sequence of market opportunities that will emerge from the crisis
- A new market theme of Covid-19 de-synchronisation is emerging
- The deviation in equity returns and in credit spreads has disappeared yet the selloff hasn't priced in a permanent loss of potential growth and shock to earnings expansion
- Trying to time the bottom of the market is unrealistic. Investors should consider adding gradually, and with discipline, opportunities to rebalance their long-term strategic allocation, whilst keeping a firm hand on liquidity and quality of assets

A lot of bad news already priced in US assets: a gradual approach to exploit market dislocations (2020.04.08)

Kenneth J. TAUBES CIO of US Investment, Marco PIRONDINI Head of Equities, US

- The US economy has entered a recession, induced by the social distancing and quarantining measures introduced to tackle the pandemic crisis
- To monitor how deep the recession will be, we use both traditional macroeconomic data and big data. Both sets of variables suggest an unprecedented collapse in domestic demand
- Given continued economic uncertainty and the market focus of recently enacted policy measures, we favour high-quality assets within each fixed income sector
- In equities market dislocations may offer opportunities to long-term investors to enter the market gradually

Euro Investment Grade credit reacts to the ECB's bazooka: selective opportunities (2020.04.01)

Eric BRARD Head of Fixed Income, Monica DEFEND Global Head of Research

- The Eurozone economy is facing a severe disruption due to the Covid-19 crisis
- Beyond the political debate, it is unlikely we will see the issuance of corona bonds in the short term as even in case of political agreement, the devil will be in the technicalities of the implementation
- The measures implemented so far have managed to partially calm markets. We spot considerable appetite for investments in the euro fixed income market
- In Credit, we aim at identifying companies that can withstand the crisis and exploit markets fragmentations. We keep a particular focus on liquidity

INSIGHT BLUE PAPER



Covid-19 will redesign sector opportunities amid gradual normalisation and focus on earnings (2020.04.28)

Kasper Elmgreen Head of Equities, Eric Mijot Head of DM Strategy Research, Ibra WANE Senior Equity Strategist, Luc Mouzon Head of European Equity Research

- The spread of coronavirus in Europe and the United States triggered a worldwide stock market crash in March, followed by a partial rebound. We outline three scenarios to analyse the situation
- We compare the current situation with the 2008 GFC and the 1987 crash. In both the above crises, stock markets converged to around 20% below their pre-crash levels one year after the start of the crash
- The fall in European EPS could be equivalent to or much worse than that recorded in the 2008 crisis, given the unprecedented confinement measures
- As the crisis evolves, there is a potential for fiscal stimulus to be targeted at the 'green deal', especially in Europe where ESG remains an integral part of stock selection

PUBLICATIONS RÉCENTES

INSIGHT BLUE PAPER



Revisiting the global high yield outlook in the wake of the Covid-19 pandemic (2020.04.21)

Kenneth J. MONAGHAN Co-Director of High Yield, Andrew FELTUS Co-Director of High Yield, Matt SHULKIN

- Global HY markets sold off aggressively between February and March
- An analysis of past peak-and-trough episodes in the US HY market shows that on most occasions investors have enjoyed positive market returns just one year after the peak
- For the first time ever, the Fed has launched a purchasing programme for recently downgraded HY bonds. These measures should help cushion the HY default spiral
- Investment views:
 - US HY, selectivity will be of paramount relevance, with a focus on industries and companies that are relatively insulated from the effects of the virus
 - EU HY, we favour BB names in defensive sectors due to the current low visibility on the economic outlook
 - EM HY, we believe that this asset class is oversold

DISCUSSION PAPERS



ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Quantitative Research, Eric BRARD — Head of Fixed Income, Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Quantitative Research

FX wars, currency wars & money wars

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

FX wars, currency wars & money wars

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

WORKING PAPERS



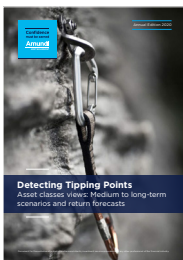
A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs (2019-12)

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Quantitative Research

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

THEMATIC PAPERS



Detecting Tipping Points: Asset classes views: Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Global Head of Research, Viviana GISIMUNDO, Deputy Head of Institutional Advisory

U.S. inflation... what's up (2020-01)

Annalisa USARDI — Senior Economist — Amundi

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

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.msicibarra.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 par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - itsskin

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratège, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sasi, Marchés émergents, Économiste Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit