

Research

#04
Avril
2021

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Bulles, normalisation et revanche de la value

LE THÈME DU MOIS

**Les marchés de taux : des défis cycliques
aux défis structurels**

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#04 - Avril 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Bulles, normalisation et revanche de la value p. 3

La hausse des rendements des bons du Trésor américain et les espoirs de reprise économique amènent les marchés à se demander si la Fed va suspendre son programme d'achat d'obligations. Nous ne pensons pas que la Fed modifiera son positionnement accommodant à court terme. Il convient, en revanche, de préparer les portefeuilles à faire face à une inflation relativement élevée à long terme en restant sous-pondéré mais flexible sur la durée et en exploitant de manière sélective la rotation vers les valeurs décotées et cycliques. Les investisseurs devront en outre envisager de renforcer leur allocation à des actifs comme les obligations indexées sur l'inflation ou les actifs réels. De manière générale, il est important d'appréhender la valeur relative « dans » et « entre » les classes d'actifs, y compris le crédit.

Macro

Value vs. Growth - comment profiter de la rotation en cours? p. 5

La rotation des valeurs de croissance vers les valeurs Value est soutenue par la reprise économique. On peut aussi valablement trouver des arguments de long terme, mais le chemin risque quand même d'être chaotique, justifiant une gestion active.

Gestion diversifiée

Recalibrage des risques dans un cadre « pro-cyclique » p. 7

Avec des scénarios de croissance nous confortant dans notre positionnement d'appétit modéré pour le risque, nous percevons des opportunités en actions des marchés développés avec un réalignement de la dette et des devises des marchés émergents.

Marchés obligataires

Jouer la reprise avec le crédit et l'inflation p. 9

Il est peu probable que la Fed risque un nouveau « taper tantrum » pour garantir des conditions financières souples, toutefois il se peut qu'avec le « changement de régime » qui s'amorce, le règne de l'inflation faible et des taux bas prenne fin.

Actions

Cocktail à base de rotation, de sélection et de croissance des bénéficiaires p. 11

Malgré les retards de la vaccination en Europe, nous pensons que la demande et les résultats surprendront à la hausse cette année, pour autant, il ne faut pas perdre de vue les fondamentaux.

Thématique Global views

Des réponses à vos questions p. 13

Réponses de notre équipe Global Views à certaines des questions fréquemment posées par nos clients.

Le thème du mois

Les marchés de taux: des défis cycliques aux défis structurels p. 18

Depuis le début de l'année, les rendements obligataires ont bondi dans les économies du G10. Les investisseurs anticipent un fort rebond de l'activité au second semestre. Le rebond devrait être particulièrement marqué aux États-Unis grâce à l'énorme soutien fiscal. À moyen terme, les avis divergent sur la trajectoire macroéconomique post-crise du Covid avec un possible changement dans le régime d'inflation aux États-Unis.

Thématique

Cycle des défauts des obligations spéculatives : pic plus rapide qu'anticipé et tendance favorable p. 21

Le niveau exceptionnel d'intervention politique a considérablement raccourci la durée de ce cycle de défaut du haut rendement, contribuant à limiter de manière significative le nombre de défauts parmi les entreprises de note moyenne ou élevée de catégorie spéculative. Le passage à une tendance baissière plus favorable au cours des prochains trimestres devrait être soutenu par l'amélioration des perspectives macroéconomiques, par les progrès attendus en matière de vaccination ainsi que par les signaux encourageants du côté des facteurs financiers.

Thématique

Et maintenant, cap sur le plan d'infrastructures « Biden »! p. 25

Alors que l'administration Biden vient de réussir à faire passer un plan de soutien budgétaire de 1900 Mds \$, l'attention va désormais se tourner vers le programme d'infrastructures qui figurait dans les promesses de campagne du candidat Biden.

Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 27
- > Principaux risques p. 28
- > Analyse cross asset :
Identification du point de retournement des marchés p. 29
- > Points clés de la Recherche p. 31

Contexte macroéconomique

- > Allocation d'actifs Amundi p. 33
- > Pays développés p. 35
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 37
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 39
- > Publications récentes p. 40

CIO VIEWS

Bulles, normalisation et revanche
de la value

Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Un grand bouleversement est en cours sur le marché obligataire: la hausse des rendements des obligations du Trésor américain, la pentification de la courbe des rendements (2 ans - 10 ans) et les anticipations d'inflation amènent les marchés à se demander si nous ne sommes pas confrontés à un *taper tantrum* 2.0. **Nous pensons que le risque que la Fed entreprenne une démarche anticipée de suspension de son programme d'achat** dans les 12 prochains mois **a été exagéré** et que la banque centrale restera prudente, minimisant les risques d'inflation. Nous pourrions donc assister à une hausse vigoureuse des rendements, portée par les anticipations de reprise. L'inflation américaine semble être en train d'effectuer un rebond technique, dû à des effets de base et à l'indice ISM des prix à la production. Cependant, ce pourrait être une erreur de ne voir là qu'une tendance à court terme. Une fois les effets de base dissipés, les marchés pourraient constater un phénomène inflationniste plus structurel. Le règne de la croissance faible, de l'inflation faible et des taux zéro à l'infini est menacé et un nouveau scénario, celui du retour de l'inflation, commence à se dessiner. En revanche, les banques centrales et les gouvernements ont besoin de liquidités pour aider les entreprises en difficulté à surmonter la crise, pour créer de nouveaux emplois et pour financer les projets de lutte contre les inégalités et le changement climatique. La lutte contre l'inflation n'est pas la plus haute priorité, l'accent étant plutôt mis sur le plein-emploi.

Les banques centrales étant dans l'incapacité de mettre fin au dispositif de soutien, nous nous dirigeons progressivement vers un nouveau régime, que nous qualifions de « retour aux années 1970 ». Un changement de régime s'accompagne souvent d'une modification du mandat des banques centrales, comme ce fut le cas à la fin des années 1970. Or, les marchés s'attendent à ce que les banques centrales contrôlent la courbe des taux pour TOUJOURS, ce qui est une erreur, puisque de nouvelles priorités peuvent obliger les banques centrales à s'aventurer en terrain inconnu. La deuxième phase de cette séquence devrait être moins favorable aux rendements obligataires et conduire à un rééquilibrage des primes de risque. Compte tenu de ces éléments, les investisseurs doivent se poser certaines questions essentielles :

- **Comment gérer les allocations obligataires dans un contexte de hausse des rendements?** La hausse n'est peut-être pas encore terminée, mais la trajectoire d'accélération devrait ralentir. Si l'on considère le *taper tantrum* de 2013, plus des deux tiers de la correction obligataire se sont produits au cours des trois premiers mois. Ce phénomène semble vouloir se répéter en ce début d'année 2021. Les obligations réagissent en amont de la confirmation du changement et celle-ci devrait arriver au cours de l'été. Les investisseurs doivent donc sous-pondérer la duration, tout en gardant suffisamment de flexibilité pour procéder à un ajustement en cas de hausse des taux. Les opportunités de création de valeur dans le crédit et de valeur relative entre les régions et les courbes de rendement existent, ce qui plaide en faveur d'une approche flexible et non contrainte de la gestion obligataire.
- **La hausse des rendements obligataires provoquera-t-elle l'éclatement d'une bulle sur les marchés actions ?** Il convient de surveiller la hausse des rendements des bons du Trésor américain, que ce soit dans une perspective de gestion obligataire ou actions. L'écart entre le rendement des dividendes américains et les taux à long terme est nul, signe qu'une réévaluation des actions était attendue. Par ailleurs, la forte performance des actions au cours des premières semaines de 2021 comportait également une part d'irrationalité et ce que nous observons actuellement correspond à la correction de certains excès, mais certainement pas à un marché baissier. Les perspectives des marchés actions restent constructives, mais leurs performances dépendent moins des taux d'intérêt et davantage de l'économie réelle. Les actions restent donc une classe d'actifs essentielle dans cette phase de reprise, mais les investisseurs devront éviter les segments chers et vulnérables à la hausse des rendements.

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Constructif sur les actifs risqués, préférence pour les actions par rapport au crédit, valeur relative. Surveiller la vitesse d'évolution des rendements des bons du Trésor US et des taux réels.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Prudence, approche active sur la duration. Optimisme quant à l'inflation aux États-Unis
- ▶ Positionnement défensif à court terme sur la dette émergente et les devises compte tenu de la hausse des taux américains et de la vigueur du dollar.

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

- **La revanche de la *value* peut-elle durer?** La revalorisation des rendements entraîne un rééquilibrage en faveur de titres de style *value*. La première étape de la rotation a eu lieu en novembre 2020, déclenchée par l'afflux de bonnes nouvelles sur le front des vaccins. Nous assistons aujourd'hui à une deuxième étape, motivée, cette fois-ci, par la hausse des taux. Il convient d'attendre et de surveiller l'évolution de la situation à mesure que l'inflation et l'accélération de l'économie se confirment. Les investisseurs pourraient rechercher d'autres opportunités parmi les titres de style *value* avec une composante cyclique, afin de profiter de la rotation pluriannuelle.
- **L'argument en faveur des pays émergents est-il toujours valable compte tenu de la hausse des rendements?** Les actifs émergents sont sensibles à l'USD et aux taux américains, mais les pays émergents se trouvent désormais en bien meilleure posture qu'en 2013 en termes d'inflation et de déséquilibre de la balance courante, notamment en ce qui concerne les « Cinq Fragiles ». Les obligations émergentes pourraient jouer un rôle clé en tant que générateurs de revenus dans les portefeuilles mondiaux. Nous restons constructifs à moyen et à long termes sur la dette émergente en devises fortes, mais demeurons défensifs à court terme. Il en va de même pour les devises, qui ont le potentiel de surperformer l'USD dans un scénario baissier à moyen terme pour la devise américaine, mais les perspectives à court terme sont moins favorables, car l'USD pourrait se renforcer. Les actions émergentes, exposées à une croissance à prix raisonnable et à des perspectives de bénéfices positives, constituent l'actif privilégié des pays émergents.
- **La hausse de l'inflation remet en question les concepts traditionnels de diversification**, car les corrélations entre les actions et les obligations deviennent positives. Les investisseurs doivent envisager un renforcement de leur allocation aux actifs tels que les obligations indexées sur l'inflation, les actifs réels (immobilier et infrastructures) et les matières premières.

En conclusion, dans un monde où les valorisations absolues des actions et des obligations sont tendues, la seule valeur qui subsiste sur les marchés est la valeur relative. Il convient donc de rechercher la valeur relative « dans » les classes d'actifs et « entre » les classes d'actifs. À cet égard, les approches de performance absolue qui visent à extraire la valeur relative des marchés, avec un risque directionnel limité, pourraient contribuer à renforcer la diversification.

MACRO

Value vs. Growth – comment profiter de la rotation en cours ?



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie sur
les Marchés Développés

La rotation des valeurs de croissance vers les valeurs Value est soutenue par la reprise économique. On peut aussi valablement trouver des arguments de long terme, mais le chemin risque quand même d'être chaotique, justifiant une gestion active

Le plan Biden de USD 1.9 trillions a provoqué une accélération de la hausse des taux longs et ainsi renforcé la thématique Value (MSCI World Value + 4,7 % depuis le début de l'année, contre -2,5 % pour le MSCI World Growth au 15 mars); la mécanique est bien connue: la hausse des taux accompagne la reprise économique qui est favorable aux valeurs cycliques et à ses corollaires, les petites valeurs et la majorité des valeurs Value. À l'inverse, elle pèse sur les actions à durée plus longue (les valeurs de croissance), par le biais de l'actualisation des profits à long terme.

Nous pensons que cette rotation a du potentiel pour aller plus loin

Un nouveau cycle d'investissement a démarré au point bas des marchés d'actions le 23 mars 2020. Cette première phase, pro-cyclique, s'est accompagnée d'un rebond des matières premières, qui dure en général au minimum deux ans, et de la remontée des anticipations d'inflation qui conforte l'idée que la croissance nominale de l'économie va bien se reprendre. Comme d'habitude, les petites valeurs ont été les premières à en profiter.

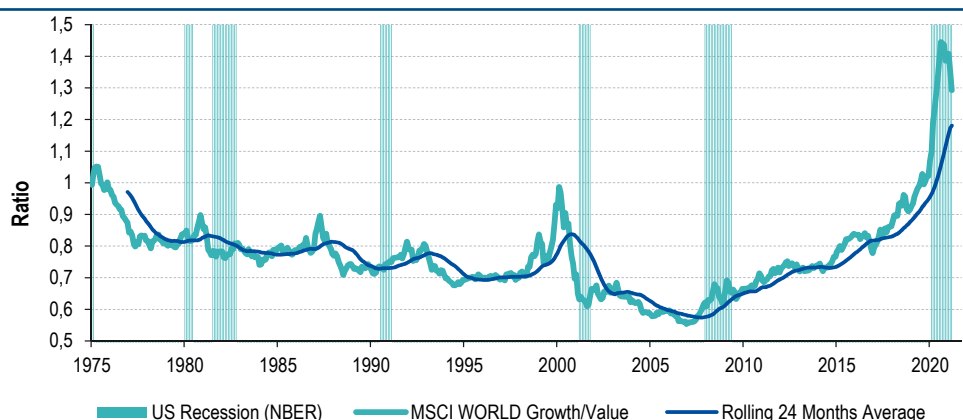
Le style Value, riche en valeurs financières et pétrolières confrontées aux défis structurels bien connus (transformation digitale, régulation, régime de taux bas pour les unes,

transition écologique pour les autres) était en retard. L'accélération de la hausse des taux longs, cette fois-ci via les taux réels qui pèsent sur les primes de risque et donc sur le taux d'actualisation a favorisé plus récemment ce mouvement de bascule des valeurs de croissance vers les valeurs Value. Leurs profits ayant été fortement éprouvés lors de la récession, ces dernières vont aussi dégager des croissances bénéficiaires supérieures à celle des valeurs de Croissance dans les 12 prochains mois (+34 % pour le MSCI World Value contre + 24% pour le MSCI World Growth selon Ibes). Enfin, l'écart historique de valorisation entre les deux indices, plus élevé qu'en l'an 2000, suggère que le mouvement de rattrapage peut se poursuivre.

Il faudra progressivement favoriser une gestion active pour en profiter au mieux

On peut trouver des arguments de très long terme en faveur de la Value: sa forte décote, une accélération à venir de l'inflation, le retour à plus de croissance (gains de productivité et investissements de décarbonation, facteur démographique moins défavorable d'ici quelques années, etc.). Le chemin risque quand même d'être chaotique. À cet égard, notons que quand le ratio MSCI World Growth/Value converge à la baisse vers sa moyenne à 24 mois, il tend à rebondir dessus (voir graphique), parfois

MSCI Monde Growth vs. Value et sa moyenne à 24 mois



Source : Refinitiv, Recherche Amundi, données au 15 mars 2021.

MACRO

violemment. Casser un ordre établi peut prendre du temps. S'il reste une dizaine de pourcents pour atteindre cette référence, ce qui est assez confortable dans un premier temps, il pourrait donc y avoir un point de passage plus délicat un peu plus tard qui justifiera une gestion active pour le passer sans encombre.

Citons quelques éléments qui vont dans ce sens : 1) aux alentours des 2 % sur les taux à 10 ans américains, reprendre de la duration pourrait devenir tentant,

2) si l'inflation remonte, le thème du *pricing power*, propice à certaines valeurs de croissance (le luxe, certaines Big Tech, etc.), pourrait revenir à la mode 3) les thèmes de long terme (plans verts, digitaux, ESG) pourraient profiter de points d'entrée intéressants.

En conclusion, nous pensons que le style Value peut aller plus loin dans ce cycle et qu'il faudra s'intéresser progressivement à la valeur relative, propice à une gestion active.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Recalibrage des risques dans un cadre « pro-cyclique »



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Avec des scénarios de croissance nous confortant dans notre positionnement d'appétit modéré pour le risque, nous percevons des opportunités en actions des marchés développés avec un réalignement de la dette et des devises des marchés émergents

L'environnement économique est favorable aux actifs risqués et nous continuons à jouer le thème de la reflation. Nous restons néanmoins conscients des risques de consensus, des écarts de croissance dans les pays développés, entre les pays développés et les pays émergents ainsi que du niveau élevé de certaines valorisations. Le récent repli des actions sur certains segments et l'augmentation des rendements obligataires relèvent davantage d'un recalibrage des multiples que d'un mouvement structurel d'aversion au risque et peuvent offrir des points d'entrée attractifs aux investisseurs actifs. Il est donc important de rester agile et sélectif, car il existe des opportunités sur l'ensemble du spectre des actions, du crédit et des devises, tant sur les marchés développés qu'émergents, même s'il convient d'ajuster ses positions en tenant compte des vents contraires liés à la hausse des taux américains.

Des idées à conviction forte

Dans une approche globalement constructive des marchés d'actions, nous restons neutres sur l'Europe et les États-Unis et positifs sur le Japon et l'Australie. Pour le premier volet, nous avons renforcé notre positionnement sur les actions domestiques britanniques du fait de leur exposition au thème de la reflation, grâce au programme de vaccination, à la reprise de la demande et à l'amélioration des

bénéfices. Leur profil asymétrique et le poids important des valeurs défensives offrent une protection face au thème désormais consensuel de la reprise. Dans les pays émergents, nous restons optimistes, mais recommandons quelques ajustements en Chine pour mettre davantage l'accent sur les actions de style *value* et les financières dans un contexte d'amélioration de l'environnement économique du pays.

Nous restons neutres **sur la durée** aux États-Unis et en Europe, mais positifs sur l'inflation américaine. Malgré le redressement des valorisations, les objectifs potentiels laissent présager d'une nouvelle appréciation des anticipations d'inflation par rapport aux niveaux actuels. Même au Royaume-Uni, le dernier rapport sur les prix à la consommation et la politique budgétaire expansionniste dressent un tableau optimiste en matière d'inflation, ce qui nous incite à rester positifs sur notre stratégie de pentification de la courbe des taux de 2 à 10 ans. Pour ce qui est des obligations périphériques, nous sommes constructifs vis-à-vis du *spread* du 30 ans italien par rapport au 30 ans allemand, compte tenu des facteurs techniques et des valorisations favorables, ainsi que de l'évolution positive de la situation politique. Nous nous attendons à ce que la BCE maintienne son soutien aux marchés en euros, sa présidente, Christine Lagarde, ayant précisé que les achats d'obligations se poursuivraient à un « rythme nettement plus élevé

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

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

UST = bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = Investimes Grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

qu'au cours des premiers mois de l'année». **Nous restons globalement constructifs sur le crédit**, mais avons légèrement revu notre positionnement à la baisse sur le segment Investment Grade (IG) et recommandons aux investisseurs de rechercher de meilleurs points d'entrée étant donné que le potentiel de compression des spreads semble limité par rapport au haut rendement, qui offre encore une certaine marge de resserrement des spreads et un portage attractif. Bien que le segment IG fasse preuve de résistance face à la volatilité du marché grâce au soutien de la BCE, la hausse des rendements obligataires pourrait affecter les flux vers la classe d'actifs. De plus, nous pensons que la corrélation entre hausse des rendements et resserrement des *spreads* IG pourrait s'affaiblir (une économie en progrès entraîne une hausse des rendements obligataires et une amélioration des indicateurs de crédit des entreprises).

La dette émergente est un moyen de soutenir le « revenu intelligent » à long terme, mais nous constatons que les spreads EMBI sont proches de leur juste valeur, avec un certain potentiel de resserrement du HY, alors que les valorisations de l'IG sont chères. Par conséquent, nous avons légèrement revu à la baisse le segment EMBI au regard de la hausse des taux américains et de l'accélération des flux sortants de la dette en devises fortes. Nous recommandons néanmoins d'ajuster les couvertures en USD et de protéger l'exposition à la duration

américaine dans un contexte de renforcement de la dynamique de croissance et d'inflation aux États-Unis. **Il convient de rester constructif sur le marché des changes** avec un positionnement positif sur le réal brésilien et le rouble russe, mais via le yen et l'euro respectivement, compte tenu du renforcement du dollar. Nous sommes désormais prudents sur les parités MXP/USD, KRW/USD et CNY/USD (potentiel haussier limité). Si notre appréciation du won coréen a été revue à la baisse, compte tenu des inquiétudes liées aux sorties de capitaux, le rouble, quant à lui, bénéficie de la croissance, des prévisions d'inflation en Russie et du prix élevé du pétrole. Pour ce qui est des pays développés, nous maintenons notre optimisme sur les parités CAD/USD et NOK/EUR, ainsi que notre positionnement prudent sur les parités CHF/GBP et CHF/CAD.

Risques et couvertures

L'inflation et l'évolution des rendements des bons du Trésor américain sont des risques clés qui sont de nature à modifier l'attractivité des actions par rapport aux obligations. Nous conseillons aux investisseurs de maintenir les couvertures sous forme de produits dérivés afin de protéger leur exposition aux actions, au crédit et à la duration américaine. Nous avons revu à la baisse notre appréciation de l'or en raison de la hausse des taux réels et des prévisions de croissance.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il est peu probable que la Fed risque un nouveau « taper tantrum » pour garantir des conditions financières souples, toutefois il se peut qu'avec le « changement de régime » qui s'amorce, le règne de l'inflation faible et des taux bas prenne fin

Jouer la reprise avec le crédit et l'inflation

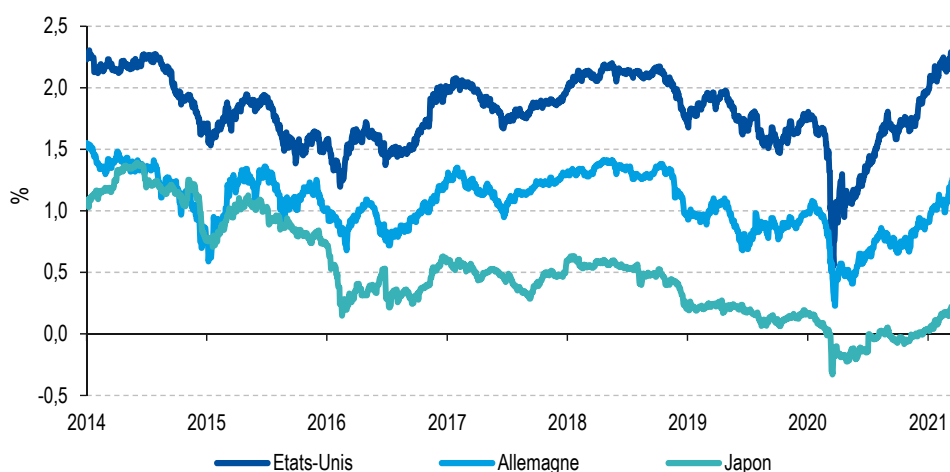
La reprise en cours nous permet de maintenir notre opinion positive des actifs risqués, mais cette reprise devrait être marquée par des divergences dans les taux de croissance et notamment le creusement de l'écart entre les États-Unis et l'Union européenne. Cela a entraîné une hausse des anticipations d'inflation et des rendements à 10 ans. Les marchés s'attendent ensuite à ce qu'une fois l'impact des « effets de base » sur l'inflation atténué, les rendements et l'inflation reviennent à des niveaux faibles. Pour notre part, nous estimons qu'un phénomène plus structurel est à l'œuvre en ce qui concerne l'inflation à long terme. **Dans ce contexte, les investisseurs doivent rester actifs sur les taux** et le dollar et surveiller leur impact sur les actifs émergents. Le crédit, porté par les espoirs d'amélioration des indicateurs et le soutien des banques centrales, reste une source de revenus, mais la sélectivité est cruciale.

Obligations internationales et européennes

Nous restons prudents, de manière générale, sur la durée et plus particulièrement aux États-Unis, dans les pays du cœur de la zone euro, au Canada et au Royaume-Uni. Concernant la dette périphérique, nous maintenons

notre positionnement positif, notamment sur le 30 ans italien, mais nous recommandons aux investisseurs d'explorer les opportunités sur l'ensemble de la courbe. Nous surveillons également de près les courbes de rendement des États-Unis et de l'euro. Celle des États-Unis poursuit sa pentification en raison de la forte inflation, qui peut être couverte au moyen des points morts d'inflation. La courbe européenne, quant à elle, présente certaines opportunités de gains, mais dans l'ensemble, les investisseurs devront rester positifs sur le 10 ans et le 30 ans américains et neutres sur l'Europe. Nous pensons à présent que le point mort australien à 10 ans présente de la valeur dans un contexte d'amélioration de l'économie et d'anticipations d'inflation dans ce pays. **Nous sommes optimistes vis-à-vis du crédit** compte tenu des fondamentaux et des prévisions de faibles taux de défaut, mais l'impact de la hausse des rendements réels doit être suivi. **Nous privilégions la dette de durée plus courte (3 à 7 ans) par rapport aux échéances plus longues (plus sensibles aux mouvements de taux),** nos segments préférés étant les services financiers, la dette subordonnée plutôt que la dette senior et le HY plutôt que l'IG.

Points morts d'inflation à 10 ans



Source : Amundi, Bloomberg, données au 18 mars 2021.

GFI = obligations mondiales, FX MEM = devises des marchés émergents mondiaux, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devises fortes, DL = devises locales, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro, BDP = balance des paiements.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES**Obligations américaines**

Les mesures de relance budgétaire et les dépenses d'infrastructure devraient entraîner une hausse des projections de croissance et, par conséquent, nous restons défensifs sur les bons du Trésor américain (pentification de la courbe des taux, augmentation de la dette). Les investisseurs pourraient chercher à réduire l'exposition à la durée des taux d'intérêt en se gardant la possibilité d'un renforcement tactique si les valorisations semblent attractives. Les TIPS constituent toutefois un instrument de diversification intéressant.

La bonne dynamique de la consommation devrait relancer la demande insatisfaite au second semestre et soutient d'ores et déjà le marché du logement tandis que les données sur l'emploi s'améliorent. Nous restons positifs sur le logement, les crédits hypothécaires d'agence et le crédit titrisé, mais pour ce dernier, la volatilité étant élevée une certaine prudence s'impose, surtout pour les titres de meilleure qualité dont les valorisations sont chères. Il est à noter que la hausse des taux pousse les consommateurs à vouloir allonger la durée, ce qui pourrait constituer un risque pour les investisseurs. La nécessité de suivi et de sélection est donc importante. Nous restons

constructifs sur le crédit d'entreprise, mais estimons que les investisseurs devraient limiter la durée de l'IG afin de réduire la sensibilité des portefeuilles aux hausses de taux.

Obligations des marchés émergents

Les perspectives de hausse des taux aux États-Unis pénalisent les pays émergents à court terme. En ce qui concerne le haut rendement, nous sommes désormais plus défensifs, car nous pensons que les spreads pourraient s'élargir à partir des niveaux actuels. La dette en devises locales semble également vulnérable au stade actuel, compte tenu des risques de change. Sur le plan géographique, nous sommes sélectifs et actifs sur les marchés frontières et recommandons aux investisseurs d'augmenter prudemment leur exposition aux exportateurs de pétrole (hausse des prix, inquiétudes sur l'offre, reprise de la demande).

Devises

Nous avons revu à la hausse notre positionnement à court terme sur le dollar, en raison des prévisions de croissance élevées aux États-Unis. Le différentiel de taux en faveur des États-Unis par rapport à l'Europe explique notre positionnement défensif sur l'euro

ACTIONS

Cocktail à base de rotation, de sélection et de croissance des bénéfiques



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Malgré les retards de la vaccination en Europe, nous pensons que la demande et les résultats surprendront à la hausse cette année, pour autant, il ne faut pas perdre de vue les fondamentaux

Évaluation globale

Une question centrale pour les investisseurs consiste à savoir si les entreprises seront en mesure de répercuter la hausse du prix des intrants et des coûts d'approvisionnement sur les consommateurs. Si c'est le cas, ce que nous estimons possible, la croissance des bénéfiques devrait s'améliorer, favorisant les opportunités de rotation et la performance des actions à l'avenir. Cependant, la volatilité observée dernièrement nous rappelle à juste titre que cette reprise sera non linéaire et présentera des divergences sectorielles et géographiques. Elle permet également d'éliminer les excès d'exubérance dans certains segments du marché.

Les investisseurs doivent donc se concentrer sur les fondamentaux, les forces inhérentes aux modèles économiques et les bilans.

Actions européennes

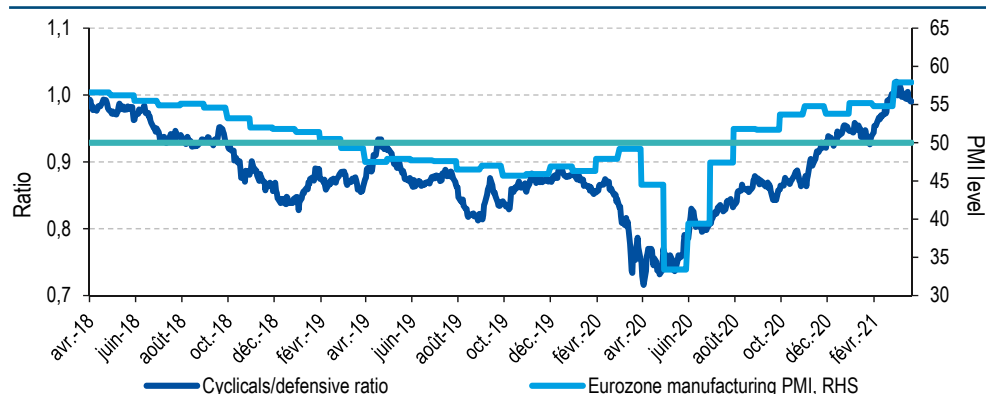
La « grande rotation », qui privilégie les valeurs cycliques par rapport aux défensives et les actions de style *value* par rapport aux valeurs de croissance, fait preuve de résilience. **Toutefois, les thèmes clés sont désormais le redémarrage économique, les taux d'intérêt et la nervosité que suscitent les titres surévalués à très forte croissance.** C'est pourquoi nous continuons à rechercher des entreprises présentant des bilans solides. Nous

pensons également qu'il convient de s'intéresser aux valeurs cycliques de qualité des secteurs de la finance et des matériaux. Pour ce qui est de la finance, les banques représentent un segment dans lequel la reprise n'est pas encore totalement prise en compte, mais la sélectivité est essentielle. D'un autre côté, nous recommandons également de rechercher les valeurs défensives attractives des télécommunications et des biens de consommation de base, ce qui va à l'encontre du consensus, mais ces secteurs offrent des opportunités de par leurs valorisations relativement attractives. Il est néanmoins important de rester attentif aux valorisations, car l'abondance de liquidités se répercute dans les différents actifs. Enfin, outre les risques de hausse des taux (qui font l'objet d'une surveillance étroite), il convient de tenir compte des risques clés que sont la réduction des achats d'actifs par les banques centrales (*tapering*), l'inefficacité des vaccins contre les variants et/ou les retards des campagnes de vaccination. **Toute volatilité des titres de haute qualité peut constituer une opportunité.**

Actions américaines

La forte demande insatisfaite des consommateurs et les politiques de soutien nous permettent de rester constructifs, **en particulier sur les segments *value*, cycliques de haute qualité**, car ils pourraient bénéficier d'un écart de valorisation important

Le rebond du secteur manufacturier pourrait soutenir les valeurs cycliques en Europe



Source : Amundi, Bloomberg, Données au 17 mars 2021. Stoxx Europe 600 Optimised Cyclical and Defensive Price indices

ACTIONS

par rapport aux valeurs de croissance et d'une pentification de la courbe des taux. Nous pourrions néanmoins assister à une certaine surchauffe de l'économie causée par les goulets d'étranglement de la production et l'impact des mesures de relance de Joe Biden. De plus, une certaine prudence est requise face aux segments de marché très chers, notamment autour des thèmes de forte croissance et de *momentum*. Nous restons donc sélectifs, mais tablons davantage sur une rotation que sur une correction. **Deuxièmement, les valeurs cycliques de qualité, les actions de style *value* et les titres de type croissance à prix raisonnable** devraient bénéficier, en phase avec l'économie, de la hausse des bénéfices. Au niveau sectoriel, on trouvera des opportunités dans les secteurs de la finance, de l'énergie et même parmi les entreprises de consommation directement touchées par la crise du Covid-19. Dans l'hypothèse d'une reprise mondiale et d'une hausse des taux, les entreprises de ces secteurs, en particulier celles dont les modèles économiques sont durables et pour lesquelles la reprise n'est pas encore totalement prise en compte dans les cours, devraient désormais tirer leur

épingle du jeu. À plus long terme, nous percevons certains risques qui pourront toutefois être gérés grâce à une gestion active. Parmi ceux-ci, citons l'excès de relance budgétaire ou le risque de voir la Fed contrainte de durcir le ton plus vite que prévu.

Actions émergentes

Nous maintenons notre opinion constructive au vu de l'amélioration des perspectives de croissance dans les pays émergents et au niveau mondial, tout en restant attentifs à la hausse des taux américains. Nous sommes optimistes quant aux secteurs de la technologie et de l'internet, mais nous pensons que les valorisations sont parfois élevées. En revanche, nous restons prudents à l'égard des biens de consommation non cyclique et de la santé, malgré une légère amélioration de notre opinion sur ce dernier. Nous continuons à privilégier la sélection de titres et à nous intéresser aux actions de style *value* présentant des caractéristiques de croissance cyclique et de qualité. De ce fait, certaines financières taiwanaises nous paraissent attractives.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe Global Views à certaines des questions fréquemment posées par nos clients.



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence



Tristan PERRIER,
Global Views

Quelles sont les prochaines étapes du NGEU ?

Le fonds *Next Generation EU* a été approuvé en juillet 2020 après des semaines de négociations acrimonieuses entre les États membres de l'UE, qui ont opposé les « quatre austères » au reste de l'Union européenne. **Ce plan de 750 milliards d'euros, dont 390 milliards d'euros de subventions et 360 milliards d'euros de prêts aux États membres,** est en fait construit autour d'un nouvel instrument de 672,5 milliards d'euros, connu sous le nom de Facilité pour la reprise et la résilience (RRF), qui a été entièrement adopté par le Conseil européen le 11 février 2021.

Les pays de l'UE ont jusqu'au 30 avril 2021 pour soumettre leurs plans nationaux de reprise et de résilience. Ils doivent également définir leurs programmes de réforme et d'investissement pour les cinq ans à venir. Cela pourrait être problématique pour les pays qui peinent à mettre en œuvre des réformes structurelles et/ou qui sont confrontés à des échéances électorales à venir, comme c'est le cas en France et en Italie. Ensuite, la CE aura jusqu'à deux mois pour évaluer chaque plan, après quoi le Conseil disposera de quatre semaines pour les approuver. Les subventions et les prêts sont accordés en fonction des réalisations

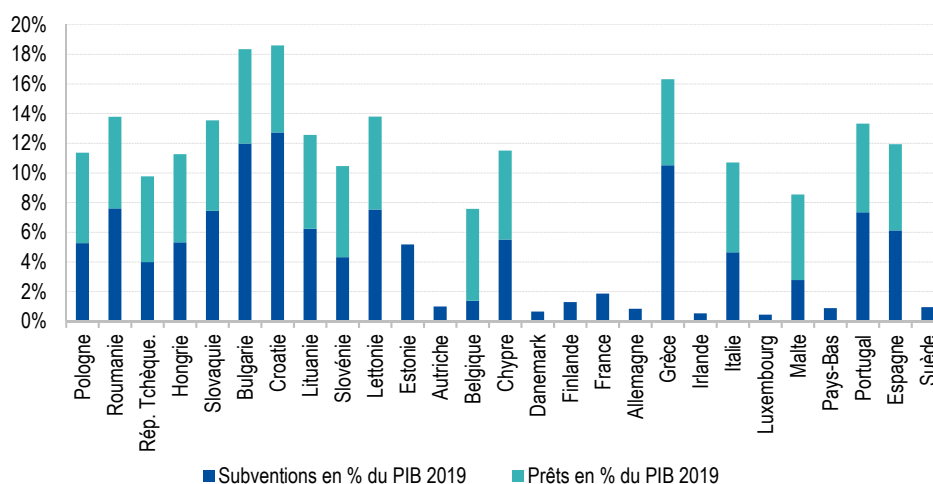
et des jalons convenus. À supposer que le processus de ratification soit achevé d'ici le 1^{er} mai, les États membres devraient recevoir la première tranche de financement d'ici le 1^{er} août.

70 % des subventions de la facilité (312,5 Mds €) seront engagées en 2021 et 2022, sur la base du taux de chômage enregistré en 2015-2019, du PIB inversé par habitant et de la part de la population. Les 30 % restants seront entièrement engagées d'ici fin 2023, sur la base des mêmes critères et de la baisse du PIB réel.

Plusieurs États membres ont entamé le processus de ratification avant la décision du Conseil. À l'heure où nous écrivons, 11 membres sur 27 ont ratifié le NGEU, ces 11 pays étant à peu près répartis entre États du Nord et du Sud. La lenteur du processus est due aux agendas parlementaires nationaux et à des contraintes juridiques; toutefois, le processus reste jusqu'à présent conforme au calendrier budgétaire de l'UE.

La Commission européenne (CE) prévoit de lancer le fonds et de fournir un premier financement durant l'été. Toutefois, la ratification allemande a été compromise par l'arrêt de la Cour constitutionnelle du 26 mars. Le projet de loi a été adopté par le Bundestag et le Bundesrat, et était sur le point d'être

1/ Subventions et prêts NGEU



Source : Bruegel Institute estimates, Recherche Amundi - Données Mars 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

signé par le président Steinmeier, mais un groupe d'euroceptiques a fait appel. Les juges de Karlsruhe doivent décider si les « nouvelles ressources propres », c.-à-d. les taxes que la Commission créera pour financer le NGEU, sont en adéquation avec les traités de l'UE. Les demandeurs ne s'opposent pas au fonds de relance *en soi*, mais au fait que les nouvelles ressources et les dettes émises conduiront *de facto* à une union budgétaire en violation de la constitution allemande.

Ce plan bénéficie d'un solide soutien politique à Berlin et devrait être approuvé à terme. Pourtant, la CE ne peut pas lever les fonds nécessaires au plan de relance avant que tous les pays n'aient ratifié le NGEU; elle ne peut donc pas distribuer 13 % du montant total au S2 2021 comme prévu. Les pays européens ont besoin de ce financement compte tenu de l'impact des mesures de confinement et des faibles taux de vaccination sur leur activité économique. Nous pensons que la pression sur les responsables politiques et les juges sera suffisamment importante ces prochaines semaines pour que le processus d'approbation du NGEU se poursuive et que les premiers projets soient financés d'ici septembre.

Dates clés de 2021 :

- 30 avril: date limite pour la soumission, par les États membres, de leurs plans de reprise et de résilience détaillant leurs programmes de réformes et d'investissement d'ici 2026.
- Fin juin: délai de deux mois (au maximum) pour que la Commission évalue les plans des États membres.
- 1^{er} août: délai de quatre semaines pour que le Conseil européen arrête sa décision concernant l'approbation finale de chaque plan et rende les fonds (1^{re} tranche de 13 %) disponibles.

Vers la création de structures de défaillance en Europe ?

Compte tenu du soutien apporté par les pouvoirs publics, la crise du Covid-19 n'a pas entraîné d'augmentation significative des encours de créances douteuses (NPL). Les banques européennes sont bien capitalisées et il n'y a pas lieu de

s'inquiéter si un rebond économique se concrétise cette année. Il convient de rappeler qu'il a fallu attendre 2019 pour que les banques européennes retrouvent leurs niveaux de NPL d'avant la crise de 2008. Le montant total des NPL détenus par les banques européennes est actuellement de l'ordre de 600 milliards d'euros (le ratio de NPL moyen, à 2,8 % au 3^e trimestre 2020, est faible mais il existe des écarts importants entre les pays). À l'avenir, les banques pourraient avoir besoin d'un soutien public direct pour s'assurer que l'augmentation des NPL ne limite pas les volumes de prêts bancaires.

La bonne nouvelle est que les autorités européennes ont une stratégie claire pour éliminer les NPL des bilans des banques afin de préserver la distribution de crédits et de protéger les banques d'une détérioration de la situation économique. La Commission européenne et la BCE ont finalement convergé. La création d'une seule structure de défaillance européenne a d'abord été privilégiée par la BCE, mais ce n'est pas la solution qui est désormais envisagée. En effet, la Commission européenne soutient la création de structures de défaillance nationales qui seraient plutôt appelées sociétés de gestion d'actifs (SGA) afin de faciliter la gestion des NPL. Ce réseau de SGA titrifierait et vendrait des NPL aux investisseurs finaux. **Il s'agit d'une étape clé qui devrait renforcer la résilience de la zone euro aux chocs externes.**

Quels sont les impacts du différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro ?

Un an après le début de la crise, quelle est l'évaluation de l'impact du Covid-19 ? En ce qui concerne les victimes, les États-Unis ont subi une catastrophe plus importante que la zone euro (543 000 décès contre 445 000) malgré une population légèrement plus faible (330 contre 342 millions). Cela s'explique par les mesures moins restrictives imposées aux États-Unis. En conséquence, le PIB réel a moins baissé aux États-Unis qu'en zone euro l'année dernière (-3,5 % contre -6,8 %). Compte tenu de la nouvelle série de mesures

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Vers un mini boom aux États-Unis au S2 2021

restrictives mises en place en zone euro, la croissance du PIB pourrait rester atone au T2, tandis que l'activité économique américaine continuera de croître à un rythme soutenu. Il est donc clair que les États-Unis font mieux que la zone euro d'un point de vue économique. Au cours des derniers mois, le consensus a été constamment révisé à la hausse aux États-Unis et à la baisse en zone euro. En conséquence, on estime désormais que le PIB réel reviendra à son niveau d'avant crise d'ici cet été aux États-Unis, mais pas avant fin 2022 voire début 2023 en zone euro. Cela signifie qu'il existe un écart de cycle de 12 à 18 mois entre les États-Unis et la zone euro.

Les conséquences sur les taux d'intérêt américains sont importantes. Tout d'abord, parce que cela conforte l'idée que l'inflation se matérialisera d'abord aux États-Unis. Toutefois, dans le sillage de la révision de sa stratégie adoptée l'année dernière (l'objectif est désormais de porter l'inflation à 2 % en moyenne sur un cycle), la Réserve fédérale a le temps de relever ses taux, même si l'inflation surprend à la hausse. Nous excluons tout relèvement des taux avant 2023.

Le plan de relance budgétaire de 1,9 trillion de dollars (9 % du PIB) adopté par le Congrès devrait déclencher un mini boom au S2 2021. D'autant plus qu'un plan d'investissement en infrastructures de 2 trillions de dollars devrait suivre d'ici la fin de l'année. La Réserve fédérale s'est engagée à maintenir ses taux directeurs inchangés à court terme, mais pas ses taux d'intérêt à long terme. Ses achats de bons et obligations du Trésor (actuellement 80 Mds USD par mois) n'ont pas suffi à éviter la hausse des taux longs (1,7 % sur le dix ans), portée à la fois par les taux d'intérêt réels et les anticipations d'inflation. Pour l'heure, il ne fait aucun doute que la Réserve fédérale réduira ses achats d'actifs, mais elle devra finalement réduire son degré d'assouplissement monétaire à mesure que l'écart de production se résorbera. Une telle décision pousserait inévitablement les taux longs américains à la hausse.

En revanche, la BCE s'opposera à un mouvement sur les taux longs en cas de déconnexion des fondamentaux de la zone euro. L'économie est trop

fragile, les conditions de crédit doivent rester accommodantes et certains membres de la BCE estiment donc qu'une nouvelle pentification de la courbe des taux serait prématurée. L'inflation est encore loin de menacer la région et la fragmentation entre les pays du cœur et de la périphérie reste trop importante. Il est donc trop tôt pour que la BCE réduise la taille de son programme d'achat d'actifs (APP).

La hausse des taux américains sera plafonnée. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, la hausse des taux longs aux États-Unis finirait par entraîner un regain d'appétit pour les titres du Trésor américain, auprès des investisseurs tant domestiques qu'étrangers en quête de rendement. Cela limiterait la hausse des taux longs américains et pourrait donc temporairement renforcer le dollar face à l'euro.

Toutefois, l'écart de cycle ne s'élargira pas continuellement en faveur des États-Unis au cours des 12 prochains mois, au contraire. D'une part, la croissance de la zone euro devrait nettement s'accélérer au cours des prochains trimestres, tandis que d'autre part, la surchauffe aux États-Unis pourrait conduire à un cycle *boom/bust*, la croissance retombant brutalement en 2022-2023 à mesure que les effets des mesures de relance budgétaire s'atténuent.

Les marchés des actions européens pourraient bénéficier à la fois d'une tendance positive des bénéfices grâce à la reprise du cycle mondial et de conditions monétaires accommodantes prolongées. La sur-représentation des valeurs technologiques sur le marché américain, sensibles à la hausse des taux longs, provoque une rotation en faveur des secteurs cycliques et financiers davantage représentés dans les indices européens. Cette configuration de croissance désynchronisée devrait paradoxalement bénéficier aux marchés européens qui offrent un risque de perte plus limité sur les obligations souveraines et privées et une valorisation plus attractive des actions. Ce changement de régime, que les marchés ont commencé à intégrer depuis le début de l'année, pourrait se poursuivre encore plusieurs mois.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS**Faut-il s'attendre à de nouvelles mesures de relance en Europe ?**

En un mot la réponse est oui, tant en ce qui concerne le **soutien budgétaire pendant la crise que les mesures de relance après la crise.**

En ce qui concerne le soutien budgétaire à court terme, le démarrage lent de la campagne de vaccination européenne signifie que la réouverture des secteurs fermés semble, à ce jour, une perspective plus lointaine qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Les gouvernements devront donc poursuivre le même type de mesures de soutien qui ont été largement utilisées depuis le début de la crise (essentiellement un soutien aux régimes de chômage partiel, une aide spécifique aux secteurs durement touchés et des garanties publiques sur la dette des entreprises), à un coût budgétaire plus élevé que prévu fin 2020. L'Allemagne, en particulier, a annoncé en mars un budget supplémentaire financé par la dette de 60 milliards d'euros qui pourrait porter son endettement net à un niveau record de 240 milliards d'euros en 2021 (7 % du PIB), même si l'utilisation de cette capacité supplémentaire dépend fortement de l'évolution future du Covid-19.

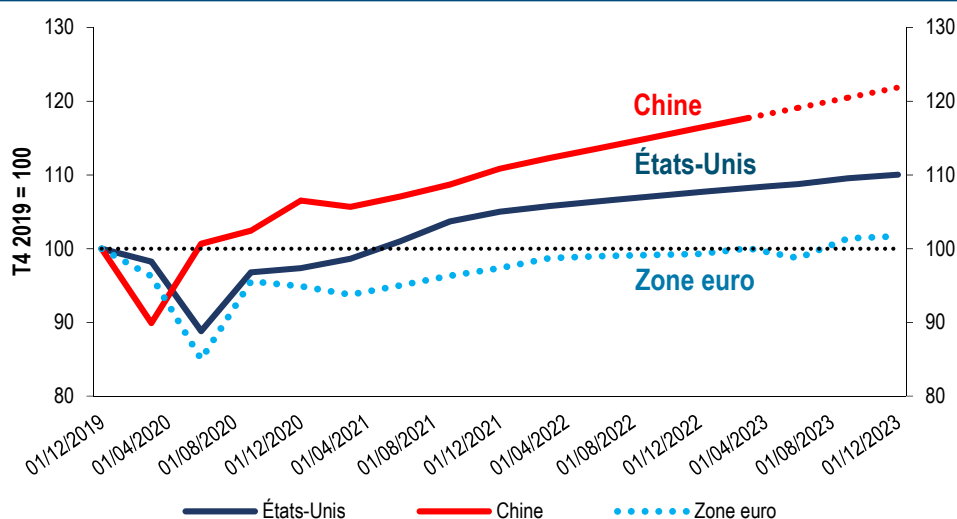
La relance de la reprise suit une logique différente. Elle ne peut être pleinement déployée qu'une fois l'économie ouverte, les projets étant principalement (mais pas entièrement) axés sur l'investissement plutôt que sur

le soutien des revenus aux ménages et sur le soutien à la vie des entreprises. À cet égard, le fonds de relance *Next Generation EU* (NGEU), qui sera disponible à partir du S2 2021, sera un outil essentiel, complété par des efforts au niveau national dans les pays ayant la capacité de le faire. La crise ayant duré plus longtemps que prévu initialement, les dommages résiduels qui devront être réparés après la réouverture des secteurs fermés seront également plus importants. Les arguments en faveur d'une relance plus importante sont donc susceptibles de se renforcer. S'il est peut-être politiquement difficile de prolonger le NGEU (qui n'a été convenu qu'après des négociations tendues en juillet 2020), des efforts accrus peuvent probablement être déployés au niveau national, grâce à une dérogation prolongée aux règles budgétaires de l'UE. À noter que plusieurs voix dans la zone euro (le président français Emmanuel Macron et Isabel Schnabel, membre du conseil d'administration de la BCE) ont récemment appelé à davantage de relance budgétaire au niveau européen.

Le nouvel agenda géopolitique de l'Amérique

Le tout premier discours de politique étrangère d'Anthony Blinken était assez clair. La nouvelle administration vise à faire face à la crise climatique et à conduire une révolution énergétique verte, à assurer le leadership américain dans la technologie, et *enfin* à gérer ses relations avec la Chine, une

De plus en plus d'arguments en faveur d'une relance plus importante en Europe

2/une reprise inégale

Source : Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

*Le PIB réel par tête
de la Chine doublera
d'ici à 2035*

relation qualifiée « *de plus grand test géopolitique du 21^e siècle* ».

L'unilatéralisme de Donald Trump est certainement révolu et les États-Unis de Biden partagent avec l'Europe un socle de valeurs communes (construction d'une économie plus inclusive, lutte contre le réchauffement climatique, consolidation des démocraties, lutte contre le racisme et les inégalités, etc.). Mais le multilatéralisme préconisé par Blinken est bien différent de ce que les Européens ont à l'esprit. Il est frappant de constater que l'Union européenne (UE) en tant qu'entité politique n'est pas mentionnée qu'une seule fois dans ce discours, tandis que la Chine l'est à 17 reprises. Et si l'Europe est mentionnée, elle ne l'est qu'une seule fois, et seulement au même titre que les autres continents, comme les États-Unis voulant réinventer des partenariats avec leurs anciens alliés (« *pays en Europe et en Asie* »), ainsi qu'avec leurs nouveaux partenaires « *en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique latine* ».

Cette obsession de la montée en puissance de la Chine correspond à une réalité tangible. On estime que le PIB réel de la Chine doublera d'ici à 2035, ce qui correspond approximativement à un doublement du PIB par habitant d'ici 15 ans. La Chine ne cache pas ses ambitions technologiques. **Les États-Unis cherchent à maintenir leur domination.** L'UE est finalement prise en étau entre les États-Unis et la Chine.

Pour Blinken, l'intelligence artificielle et l'informatique quantique sont les deux piliers de la technologie de demain. La concurrence technologique entre les deux blocs vient tout juste de commencer. Ce n'est pas une coïncidence si ce discours intervient deux jours après la publication du rapport de la Commission nationale de sécurité sur l'intelligence artificielle¹. Ce rapport vise clairement à établir la voie

à suivre pour maintenir le leadership des États-Unis. Il affirme que les États-Unis pourraient perdre leur supériorité technologique et militaire face à la Chine au cours des dix prochaines années, ce qui n'a pas été observé depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le rapport appelle donc à un effort budgétaire rapide de plusieurs centaines de milliards de dollars pour préserver la sécurité nationale et la suprématie des États-Unis, sans s'inquiéter des déficits qui en résultent. Par exemple, dans le contexte d'une pénurie mondiale de semi-conducteurs, le rapport invite les États-Unis à avoir « deux générations d'avance » par rapport à la Chine dans la fabrication de semi-conducteurs et suggère d'importants crédits d'impôt.

L'UE d'Ursula von der Leyen n'est certainement pas en reste, affirmant que les Européens sont prêts à assumer et à renforcer leur pouvoir. L'UE vient d'annoncer qu'elle souhaite doubler sa production de semi-conducteurs d'ici 2030, à 20 % de la production mondiale. Les concepts d'autonomie stratégique et de souveraineté européenne sont de plus en plus avancés. Toutefois, ils ne sont pas précisément définis et leur utilisation reste controversée. Sur le plan économique, le fonds de relance NGEU adopté l'année dernière permettra certainement de déployer des investissements dans des domaines clés. Mais tout retard dans la mise en place du fonds aurait de graves conséquences.

Une alliance tactique entre la Chine et la Russie d'une part, **et les États-Unis et l'Europe** d'autre part, semble émerger, notamment en matière de démocratie et de droits de l'homme. Mais en matière d'économie, tous les blocs ont des intérêts divergents et seront donc en compétition.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

¹ Voir www.nscai.gov

LE THÈME DU MOIS

Les marchés de taux : des défis cycliques
aux défis structurels

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



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

La Fed est désormais
officiellement
« behind the curve »

Depuis le début de l'année, les rendements obligataires ont bondi dans les économies du G10. Les investisseurs anticipent un fort rebond de l'activité au second semestre. Le rebond devrait être particulièrement marqué aux États-Unis grâce à l'énorme soutien fiscal. À moyen terme, les avis divergent sur la trajectoire macroéconomique post-crise du Covid avec un possible changement dans le régime d'inflation aux États-Unis.

Au cours du dernier trimestre, le taux 10 ans US a franchi le cap des 1,6 % entraînant dans son sillage le taux 10 ans allemand, qui a grimpé de 27bp à -0,30 %. Ces chiffres traduisent une plus grande confiance des investisseurs dans les perspectives de croissance de l'économie américaine. Compte tenu de l'ampleur de la relance budgétaire, nous tablons désormais sur une croissance aux États-Unis de près de 8 % en 2021 et de 4 % en 2022 avec des pressions inflationnistes qui devraient rester contenues. La situation est différente dans la zone euro, qui devrait mettre davantage de temps pour revenir sur les tendances de croissance d'avant Covid. Au final, cette pression à la hausse des rendements obligataires n'exerce pas la même pression sur la Fed et la BCE.

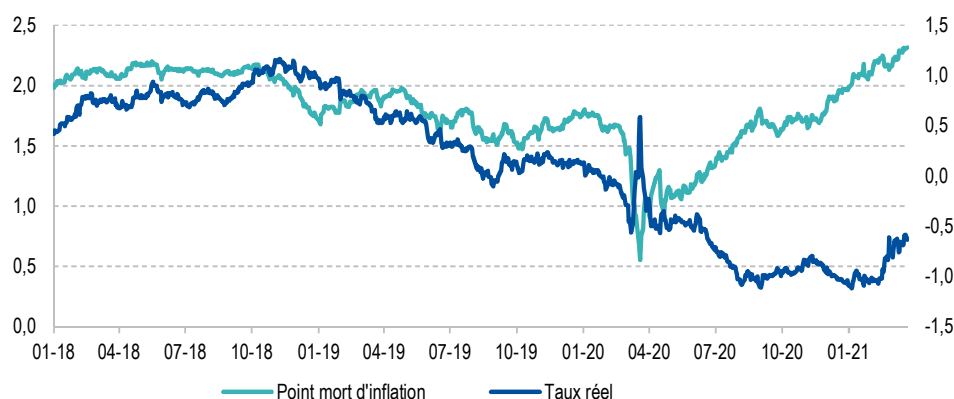
La Fed soutiendra la reprise de l'économie américaine en tolérant une inflation plus élevée

Les membres de la Fed se sont peu inquiétés de la récente hausse des rendements, en ligne avec l'amélioration des perspectives de croissance. Dans le dernier discours de Powell, aucun signe n'indique que la Fed cherche à endiguer cette dernière hausse

de taux. La Fed a, au contraire embrassé l'idée que les taux montent à cause d'une amélioration des perspectives de croissance. Les conditions financières restent très accommodantes.

Dans le même temps, la Fed se refuse d'être préemptive: « pas de resserrement préventif basé sur les prévisions, nous voulons des données réelles, il faudra un certain temps aux gens pour s'adapter à cette nouvelle pratique ». Ainsi, Jerome Powell conserve un certain ton de prudence et préconise la patience avant toute modification de la politique monétaire: « Il faudra encore un certain temps pour que des progrès substantiels soient observés » et « nous sommes encore loin du plein-emploi ». Néanmoins, on peut relever un changement notable dans le discours du président de la Réserve Fédérale: Jerome Powell a précisé qu'une hausse de taux serait envisageable si les conditions étaient réunies: (1) emploi maximum, (2) inflation réalisée et soutenue à 2 % et (3) l'inflation est en voie d'augmenter modérément au-dessus de 2 % pendant un certain temps. C'est une différence considérable par rapport au précédent message qui était: « nous n'envisageons aucune hausse de taux ».

1/ La hausse des rendements nominaux est due à l'augmentation des rendements réels



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 22 mars 2021

LE THÈME DU MOIS

Le FOMC n'anticipe pas de hausse de Fed funds avant 2024 (projections médianes) malgré la révision à la hausse des projections de croissance économique, d'emploi et d'inflation.

Le taux de chômage et le core PCE sont attendus à 3,5 % et 2,1 % en 2023. Les membres du FOMC ont insisté sur l'incertitude très élevée liée au virus, mais aussi liée à la nature de la reprise et à l'ampleur du soutien fiscal. La Fed ne craint pas la surchauffe : l'inflation devrait rester légèrement supérieure à 2 % au cours des prochaines années (Core PCE à 2,2 % en 2020, 2,0 % en 2021 et 2,1 % en 2022). Dans ce contexte, seuls 7 des 18 membres du FOMC voient une hausse de taux avant 2024 (4 en 2022 et 3 en 2023).

La BCE est préoccupée par la récente hausse des rendements

Les membres du directoire restent prudents face à la récente hausse des rendements obligataires. La BCE a clairement exprimé sa préférence pour le maintien de taux bas et de courbes relativement plates :

- Christine Lagarde a indiqué que « la BCE suivait de très près l'évolution des taux longs ».
- Isabelle Schnabel a ajouté qu'« une hausse trop brutale des taux réels pénaliserait la reprise ».
- Pour Fabio Panetta, « nous assistons déjà à une contagion indésirable de la hausse des taux américains (...) cela est incompatible avec nos perspectives et défavorable à notre reprise ».

En effet, l'économie européenne reviendra plus lentement que l'économie américaine à sa tendance

de croissance d'avant Covid. L'écart économique entre les États-Unis et la zone euro devrait se creuser à mesure que 1) les États-Unis sont entrés dans la crise Covid avec une économie beaucoup plus forte. 2) la pandémie a plus fortement affecté la zone euro. 3) Le soutien budgétaire sera beaucoup plus fort aux États-Unis.

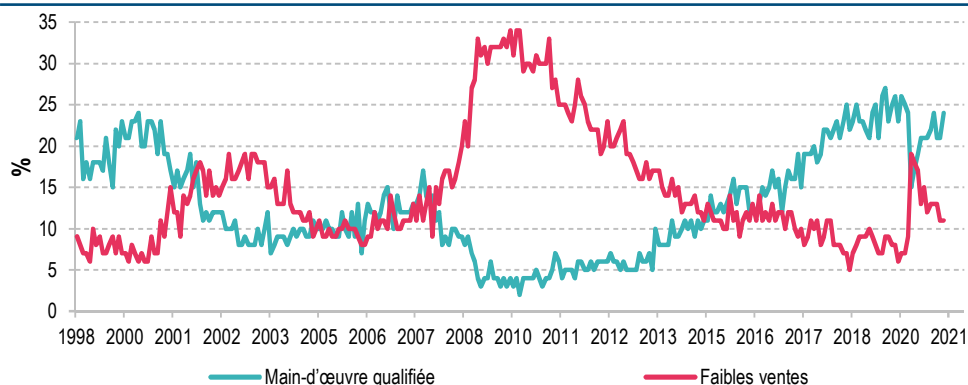
Et, la crise de Covid a également accru la fragmentation économique au sein de la zone euro. L'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas ont connu une récession moins sévère, des plans d'urgence et de relance plus ambitieux, moins de restrictions et ont une moindre exposition au secteur du tourisme. L'Italie, l'Espagne et la France ont été particulièrement touchées par la crise.

Tant que la fragmentation économique prévaudra dans la zone euro, la BCE doit maintenir un coût de financement de la dette publique bas.

La politique budgétaire ne peut être efficace que si les rendements souverains restent faibles même face à des déficits croissants. La capacité de la BCE de convaincre le marché -par sa communication et ses actions-, son aptitude à contrôler les taux seront déterminants pour les rendements périphériques et les *spreads* de crédit. La BCE a annoncé une accélération du rythme des achats dans le cadre du PEPP. Nous nous attendons à ce que la BCE recalibre la taille du programme à la hausse.

La pression à la hausse sur les rendements obligataires menée par les bons du Trésor américain reste donc une menace pour la zone euro à ce stade précoce de la reprise. La BCE devra gérer au cours des prochains mois

Le scénario de la Fed reste une hausse de l'inflation qui ne sera ni particulièrement importante ni persistante

2/ La difficulté des entreprises à trouver une main-d'œuvre qualifiée est déjà proche des niveaux d'avant crise

Source : Bloomberg, enquête du NFIB, Recherche Amundi, Données au 28 février 2021

LE THÈME DU MOIS

les divergences économiques entre les États-Unis et la zone euro. Un possible changement dans le régime d'inflation aux États-Unis serait un réel challenge pour la Banque centrale européenne et l'économie de la zone euro.

Allons-nous sortir de la crise Covid sur une trajectoire macroéconomique fondamentalement différente de celle dans laquelle nous y sommes entrés ?

La demande insatisfaite durant la pandémie et les 1900 milliards de dollars de mesures de relance gouvernementales ne suffiront pas à inverser une dynamique qui entraîne les taux d'intérêt à la baisse depuis une décennie. De plus, le thème de la reflation américaine ne peut pas aller trop loin trop vite. Le prix élevé des actifs et les niveaux élevés d'endettement fragilisent la croissance. Une hausse des taux trop rapide pourrait entraîner une correction des prix des actifs (immobilier, dette des entreprises, actions), de plus la sensibilité de l'économie aux mouvements sous-jacents des taux est plus importante que par le passé.

Cependant, une nouvelle trajectoire d'inflation est possible car des changements structurels pourraient être mis en place dans l'économie américaine.

1. La Fed est disposée à laisser l'économie tourner à plein régime.

Les secteurs de l'économie qui n'ont pas été directement touchés par le Covid ont enregistré de bonnes performances durant la crise. Grâce à la Fed, le coût de la dette des entreprises a considérablement diminué. Les entreprises bien capitalisées bénéficient du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt pour financer leur développement : l'activité de fusions-acquisitions reste très forte, tirée par les secteurs de la consommation non cyclique, de la technologie et de la communication. Par ailleurs, les entreprises fortement endettées ont la possibilité de réduire considérablement la charge de leur dette, de sorte que l'activité sur le marché primaire du haut rendement à des fins de refinancement est très forte. La situation du marché du travail est donc très différente de celle

de 2008 et les petites entreprises ont du mal à embaucher des travailleurs qualifiés, malgré le niveau élevé du chômage.

2. L'administration Biden est déterminée à augmenter la croissance potentielle de l'économie américaine grâce à un plan d'infrastructure et à une réduction des inégalités sociales.

La croissance des salaires au cours de la dernière décennie a été inégale. En effet, les salaires n'ont augmenté qu'au sommet de la hiérarchie, tandis que les salaires de la plupart des travailleurs n'ont pas augmenté. De plus, la crise actuelle a creusé les inégalités sociales à des niveaux à peine supportables, tout en affectant principalement les travailleurs peu rémunérés ou peu qualifiés. Aujourd'hui, 40 % des chômeurs sont des chômeurs de longue durée.

3. Hausse du coût de production.

L'accélération récente de l'inflation des matières premières est principalement attribuable aux effets du Covid, toutefois, le coût à long terme des approvisionnements pourrait également être en hausse (besoins importants en matières premières liés aux plans d'infrastructures, relocalisations, coûts environnementaux). Il devient par conséquent nécessaire de prêter attention au pouvoir de fixation des prix des secteurs.

La réévaluation déjà forte des rendements mondiaux à long terme se poursuivra grâce à une forte accélération de la reprise mondiale au cours des prochains trimestres.

La hausse des rendements sera tirée par les points morts et les taux réels, qui conservent tous deux un potentiel de hausse à mesure que la reprise progresse. Grâce au soutien continu de la BCE, nous prévoyons une hausse très modeste des rendements des bunds allemands et nous maintenons nos positions positives sur les périphériques. **Nous prévoyons que les spreads UST-Bund à 10 ans continueront de s'élargir. Nous devons surveiller de près le risque de hausse de l'inflation aux États-Unis.**

Achévé de rédiger le 24 mars 2021

Des changements structurels aux États-Unis pourraient générer un changement dans le régime d'inflation

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Cycle des défauts des obligations spéculatives : pic plus rapide qu'anticipé et tendance favorable

Le niveau exceptionnel d'intervention politique a considérablement raccourci la durée de ce cycle de défaut du haut rendement, contribuant à limiter de manière significative le nombre de défauts parmi les entreprises de note moyenne ou élevée de catégorie spéculative. Le passage à une tendance baissière plus favorable au cours des prochains trimestres devrait être soutenu par l'amélioration des perspectives macroéconomiques, par les progrès attendus en matière de vaccination ainsi que par les signaux encourageants du côté des facteurs financiers.

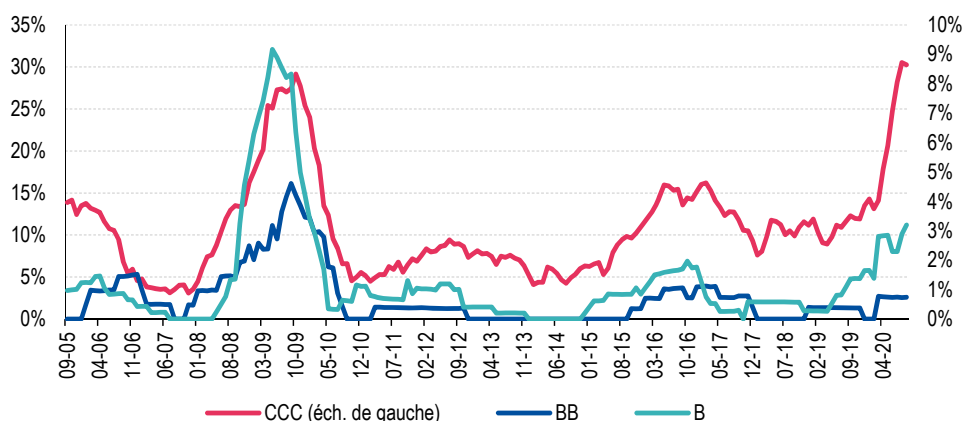
Un cycle court et assez singulier

Le cycle actuel a été marqué par une hausse très rapide des taux de défaut, due aux répercussions sur le crédit de la récession provoquée par le coronavirus et au stress déjà présent avant la crise dans certains secteurs comme l'énergie et le commerce de détail, notamment aux États-Unis. Après être resté très bas par rapport aux normes historiques pendant une longue période, le taux de défaut mondial des entreprises de catégorie spéculative a rapidement atteint ses niveaux les plus élevés de la décennie, **doublant en quelques mois seulement pour atteindre 6,6 %, contre 3,3 % en février de l'année dernière**. Le choc économique initial et l'impact sur les marchés financiers, même si ce dernier ne fut que de courte durée, entraînent une évolution rapide des événements de crédit entre mars et l'été. De ce fait, **les taux de défaut américains augmentèrent immédiatement, passant très vite d'environ 4 % à 9 % durant l'été**. **Les taux de défaut européens firent**

preuve de davantage de résilience durant les premiers mois de la crise, en raison notamment de leur exposition nettement moindre au secteur de l'énergie et de leur qualité de crédit moyenne supérieure, **mais ils comblèrent ensuite quelque peu l'écart avec les États-Unis, passant d'un niveau initial de 2 % à 5 % durant l'automne**.

Comme nous l'avons souligné dans nos analyses précédentes, les principaux moteurs de cette tendance haussière ont été les **entreprises américaines du secteur de l'énergie**, confrontées à la chute des prix du pétrole qui a créé un environnement opérationnel difficile pour le secteur du pétrole et du gaz, notamment dans les sous-secteurs de l'exploration, de la production et des services pétroliers. Les deux autres secteurs dans lesquels se concentre une grande partie des défauts aux États-Unis et qui sont plus touchés que d'autres par les perturbations liées à la pandémie sont le commerce de détail et les services aux entreprises.

1/ Taux de défaut US HY, par notation



Source : BofA ML, Recherche Amundi - Données mars 2021

THÉMATIQUE

Les agences de notation ont progressivement revu à la baisse leurs anticipations de défauts

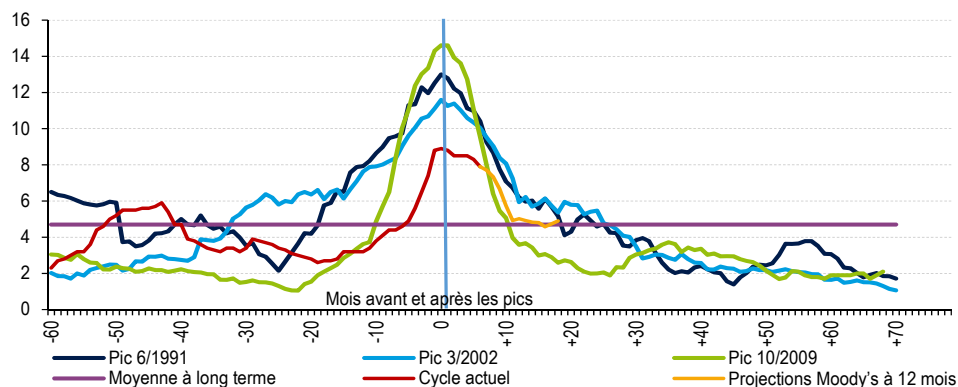
En ce qui concerne le **niveau de qualité des entreprises affectées**, c'est sans doute la répartition des notes de crédit des entreprises faisant défaut qui constitue la plus forte divergence par rapport aux crises précédentes. Au moment où nous écrivons ces lignes, alors même que la tendance des défauts commence déjà à repartir à la baisse, ce cycle de défauts semble encore ne concerner **que les entreprises notées CCC**, les défauts d'entreprises de note moyenne ou élevée étant très peu nombreux, avec un taux proche des plus bas niveaux historiques. Il est intéressant de noter que, comme le montre le graphique 1, les taux de défaut actuels des entreprises notées BB et B, sont encore assez bas par rapport aux récessions passées et le seraient encore plus si l'on tient compte de la gravité de la contraction de 2020. En effet, le graphique montre que ces deux catégories de notation ont atteint leur pic en nombre de défauts à moins d'un tiers des niveaux habituellement observés lors des phases de récession. Au contraire, le taux de défaut des entreprises de catégorie CCC, la plus vulnérable et la moins « soutenue par les dispositifs politiques » a rapidement grimpé vers les niveaux records atteints lors de la crise de 2008, à savoir environ 30 %.

Une autre caractéristique propre à ce cycle de défaut est sa brièveté, résultant des interventions sans précédent de politique budgétaire et monétaire, avec le déploiement très rapide de programmes de relance massifs, empêchant toute pénurie du crédit et réduisant encore davantage les coûts de financement. Par ailleurs, pour la première fois lors d'une crise, la

multiplication des refinancements a fait en sorte que les défauts restent l'affaire des entreprises et des secteurs les moins bien notés. De fait, la Fed a été très efficace pour empêcher la hausse des défauts grâce à une approche active sans précédent, en procédant notamment pour la première fois à des achats de titres d'entreprises et allant même jusqu'à soutenir les anges déchus. En Europe, la combinaison de mesures budgétaires sans précédent, notamment par le biais de garanties d'État et des mesures de politique monétaire déployées par la BCE, via les TLTRO dans un premier temps, s'est également avérée assez efficace pour éviter le risque de pénurie de liquidité pour les prêts bancaires, qui constituent la principale source de financement des entreprises européennes. Ces dernières se sont fortement appuyées sur les facilités de crédit bancaire et n'ont pas eu besoin de faire appel au marché obligataire pour se refinancer et constituer des réserves de liquidités. Enfin, l'environnement caractérisé par des taux bas a également freiné les défauts, en particulier pour les entreprises de note élevée ou moyenne. Ainsi, si l'on considère la gravité de la contraction du PIB, le niveau du pic de défauts semble également assez bas.

À cet égard, nous rappelons qu'au cours des deux derniers trimestres, **les agences de notation ont progressivement revu à la baisse leurs prévisions pour les taux de défaut**, notamment aux États-Unis, où elles étaient plus élevées entre mars et l'été. En outre, la durée du cycle a également été raccourcie, puisqu'il y a quelques mois, son pic était encore attendu à la fin du premier trimestre 2021, soit un an

2/ Cycle de défaut actuel du HY américain vs. précédent



Source : Moody's, Recherche Amundi - Données à mars 2021

THÉMATIQUE

Bien que la volatilité récente ait entraîné une hausse des rendements à long terme, le coût global du financement reste proche de ses plus bas historiques pour les entreprises de catégorie spéculative

après le début de la crise. Récemment, au vu des tendances plus favorables qu'anticipé depuis le début de l'année et de l'amélioration des perspectives macroéconomiques, Moody's a revu à la baisse ses prévisions à 12 mois, indiquant également que le pic cyclique serait atteint plus tôt, celui-ci étant même probablement déjà derrière nous. Selon ses toutes dernières projections publiées dans son rapport de mars sur les défauts, l'agence de notation s'attend désormais à ce que les taux de défaut européens et du HY américain tombent respectivement à 2,8 % et 4,9 % d'ici février 2022. L'écart entre les deux régions devrait donc rester en faveur de l'Europe, bien que cet écart soit désormais moins important qu'au cours des derniers mois. En ce qui concerne les facteurs sectoriels, les tendances vont également évoluer, puisque l'hôtellerie, les jeux et les loisirs devraient figurer parmi les secteurs les plus impactés d'ici un an dans les deux régions avancées.

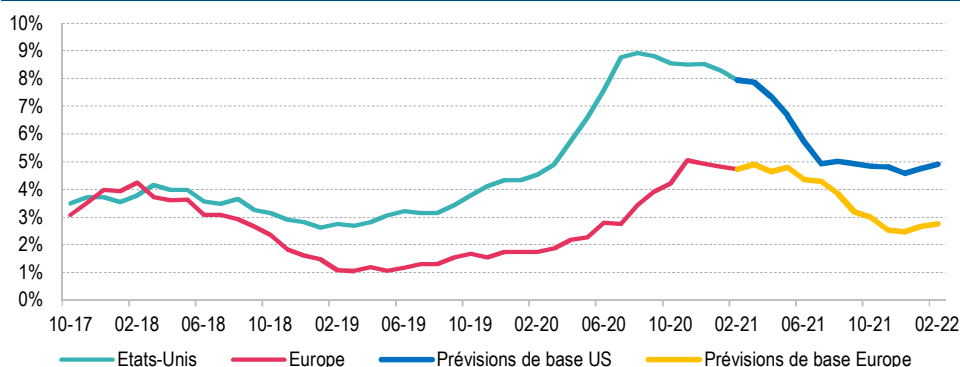
2021 : tendances préliminaires et indications prévisionnelles fournies par les facteurs financiers des défauts

Les défauts ont reculé en février, le taux de défaut mondial sur 12 mois pour les obligations de catégorie spéculative s'établissant à 6,6 %. Les défauts d'entreprises HY américaines sont passés de 8,4 % en décembre à 7,9 %, tandis que les défauts européens ont légèrement reculé à 4,7 %. La période d'avril à juillet 2020 a été la plus active en termes de défauts, avec une moyenne mensuelle de 28 défauts d'émetteurs de dette d'entreprise dans le monde. Depuis lors, ce rythme

s'est essoufflé, le nombre de défauts tombant à 13 en août et septembre et restant relativement stable jusqu'à la fin de l'année. La tendance à la baisse s'est poursuivie en janvier et février. La baisse du nombre de défauts, observée principalement aux États-Unis, a été soutenue par la reprise macroéconomique, la persistance de conditions financières souples et le très faible coût du financement. De fait, selon Moody's, l'Europe n'a enregistré qu'un seul défaut au cours des deux premiers mois de 2021 pendant que quatre entreprises américaines faisaient défaut sur cette même période. L'amélioration de la tendance globale observée au cours des derniers mois n'a pas altéré la répartition des défauts par note de crédit ni la forte concentration d'entreprises mal notées que nous signalions plus haut. Ainsi, une poursuite durant le reste de l'année de la tendance à la baisse des défauts viendrait-elle confirmer l'une des caractéristiques les plus singulières de ce cycle, à savoir l'impact différencié par note de crédit.

Parmi les facteurs financiers des défauts que nous suivons de près, les ratios de dette d'entreprises en difficulté ou « *distressed* » (pourcentage d'obligations dont le *spread* est égal ou supérieur à 1 000 pb) avaient déjà chuté de manière rapide et spectaculaire depuis leurs pics de mars (supérieurs à 30), pour tomber à 5,4 % et 5,1 % respectivement aux États-Unis et en Europe en décembre de l'année dernière. Fin février, ces ratios étaient encore tombés plus bas, autour de 3 %, ce qui renforce la probabilité de taux de défaut bas d'ici un an.

3/ Taux de défaut HY



Source : Moody's, Recherche Amundi, Données mars 2021

Les **enquêtes sur les conditions d'octroi des prêts bancaires** ont émis des signaux différents aux États-Unis et en Europe. Ainsi, grâce à l'injection massive de liquidités par la BCE et à l'utilisation intensive des garanties gouvernementales, les conditions d'octroi des prêts bancaires dans les pays de l'Union européenne sont restées pratiquement stables et proches des niveaux d'avant-crise, jusqu'aux deux derniers trimestres. En revanche, les conditions d'octroi se sont considérablement durcies aux États-Unis au lendemain de la crise, ce qui a entraîné une réduction de l'activité sur le marché des prêts à effet de levier, par rapport aux émissions sur le marché obligataire. Toutefois, les toutes dernières données trimestrielles ont fait apparaître un revirement assez décisif, l'écart entre les deux régions s'étant réduit avant de s'inverser récemment, les banques européennes ayant durci leurs exigences, tandis que les banques américaines les ont assouplies. La toute dernière enquête publiée récemment par la BCE a fait état d'un nouveau durcissement dans la zone euro, confirmant le premier mouvement haussier observé dans l'enquête du troisième trimestre, malgré quelques disparités entre les pays.

Il est intéressant de noter que ce **durcissement des conditions d'octroi en zone euro a touché davantage les PME** au quatrième trimestre, le pourcentage net de banques ayant procédé à un tel durcissement étant passé de 19 % à 25 %, tandis qu'elles ont été 16 % à maintenir des conditions stables, voire à les assouplir pour les grandes entreprises sur la même période. À l'inverse, la dernière enquête de la Fed fait apparaître une baisse sensible du pourcentage net de **banques américaines** ayant durci leurs conditions de prêt, celui-ci passant de 37 % à 5 %. Cette évolution récente de l'attitude des banques vis-à-vis des conditions de prêt aux États-Unis s'explique probablement par l'amélioration du contexte économique américain.

Les adjudications de TLTRO en mars ont été plutôt réussies, avec un taux de souscription global élevé, supérieur aux prévisions du consensus, ce qui, indirectement, constitue un signal encourageant pour les tendances du

crédit et les données futures sur les conditions de prêt. L'amélioration de la situation macroéconomique attendue au second semestre de cette année et en 2022 devrait réduire le potentiel de nouveau durcissement des conditions d'octroi des prêts et contribuer à stabiliser la tendance des deux derniers trimestres, même si les garanties gouvernementales sont appelées à disparaître.

Conclusion

Grâce aux interventions budgétaires et monétaires extraordinaires, ce cycle a été exceptionnellement court, ce qui a contribué à contenir la hausse des défauts et à en limiter l'impact négatif sur les obligations spéculatives de moyenne et haute qualité de manière significative. Le passage à une tendance baissière plus favorable au cours des prochains trimestres devrait être soutenu à la fois par l'amélioration des perspectives macroéconomiques découlant des nouvelles mesures de relance budgétaire récemment approuvées et des progrès attendus en matière de vaccination, ainsi que par les signaux encourageants du côté des facteurs financiers. Bien que la volatilité récente des marchés obligataires ait entraîné une hausse des rendements à long terme, le coût global du financement reste proche de ses plus bas historiques pour les entreprises de catégorie spéculative, car l'orientation des politiques monétaires maintient les taux à court terme à des niveaux bas dans les économies avancées, ce qui, indirectement, rend les *spreads* relativement résilients face à la pentification des courbes de rendement. Par ailleurs, nous nous attendons à ce que les banques centrales maintiennent des conditions financières favorables aussi longtemps que nécessaire pour que la reprise gagne du terrain et que la croissance retrouve ses niveaux d'avant-crise, de manière, en fin de compte, à soutenir indirectement l'amélioration des paramètres de crédit sur le plan fondamental. Pour autant, les défis spécifiques et globaux posés par la crise en termes d'endettement des entreprises et de temps nécessaire à la reprise dans certains secteurs font que la qualité et la sélection doivent être privilégiées : ce sont elles qui feront toute la différence pendant la phase de reprise.

Achévé de rédiger le 19 mars 2021

THÉMATIQUE



Bastien DRUT,
Responsable de la Macro/stratégie
thématique chez CPR AM

Avec la collaboration de:
Inès BELHAJJAM,
Stratégiste

Une conséquence
inattendue de ce
plan est qu'il pourrait
générer davantage de
pressions inflationnistes

Et maintenant, cap sur le plan d'infrastructures « Biden » !

Alors que l'administration Biden vient de réussir à faire passer un plan de soutien budgétaire de 1900 Mds \$, l'attention va désormais se tourner vers le programme d'infrastructures qui figurait dans les promesses de campagne du candidat Biden.

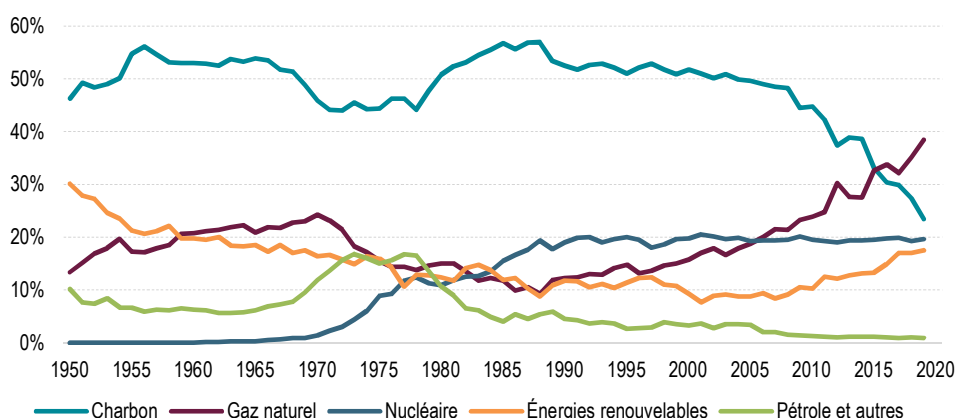
Les besoins en infrastructures aux États-Unis sont urgents et d'importants investissements doivent être réalisés si l'administration veut atteindre ses objectifs climatiques. En 2017, la part des dépenses publiques en infrastructures des États-Unis représentait 2,3 % du PIB, ce qui représente le chiffre le plus faible depuis la Seconde guerre mondiale. De nombreuses infrastructures n'ont pas été renouvelées depuis des décennies et l'âge moyen des infrastructures du pays ne cesse d'augmenter. Cette année, l'ASCE (association des ingénieurs civils) a attribué la note de C- aux infrastructures américaines et 11 des 17 catégories d'infrastructures évaluées sont classées dans la catégorie D, c'est-à-dire en mauvais état. De plus, le défi constitué par le changement climatique justifie la mise en œuvre d'investissements « verts », soit pour remplir les objectifs climatiques de l'administration Biden, soit pour rendre les infrastructures plus résilientes vis-à-vis des catastrophes climatiques.

Le périmètre du prochain plan d'infrastructures n'est pas encore clairement défini. En juillet 2020, la Chambre des représentants a adopté le *Moving Forward Act*, un projet de loi de 1500 Mds \$ centré sur les infrastructures, mais le Sénat, à majorité républicaine à l'époque, n'avait pas tenu de vote sur celui-ci. Ce *Moving Forward Act* pourrait clairement servir de modèle au plan d'infrastructures de Biden. Son objectif était notamment de parvenir à une « décarbonation » des

infrastructures américaines dans tous les secteurs de l'économie. Parmi les projets, on trouvait entre autres, la réparation des routes et des ponts, la modernisation des systèmes de transport en commun, l'extension des voies ferrées interétatiques ou de l'accès à Internet aux communautés rurales et à faibles revenus. Durant sa campagne électorale, Biden avait évoqué un plan d'infrastructures *Build Back Better* de 2000 Mds \$, centré notamment sur les énergies vertes mais depuis, certains ont parlé de 4000 Mds \$ car cela pourrait inclure une section formation/reconversion (création d'emplois dans le secteur des énergies propres, destruction dans d'autres). La pierre angulaire du projet serait d'atteindre 100 % de production d'électricité dé-carbonée à partir de 2035. « Amtrak Joe » avait également promis la deuxième « grande révolution ferroviaire » avec l'électrification du système ferroviaire et l'extension des lignes interétatiques existantes.

Mais pour plusieurs raisons, ce programme n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Ne parlait-on pas déjà d'un grand programme d'infrastructures sous la présidence Trump? S'il est aussi complexe de mettre en œuvre un grand plan d'infrastructures aux États-Unis, c'est d'abord que les infrastructures publiques appartiennent largement aux collectivités locales (États et autres collectivités locales). Ainsi, moins de 7 % des infrastructures publiques appartenaient à l'État fédéral en 2019 (1,1 % des routes

1/ États-Unis : répartition de la production d'électricité par grande source d'énergie



Source : CPR AM, EIA

THÉMATIQUE

et autoroutes par exemple) et cette part a baissé de façon continue depuis la seconde guerre mondiale (elle était de 17 % en 1946). **Un autre obstacle est le système politique très polarisé et la très faible majorité démocrate au Sénat.** Le passé récent a montré que les projets de loi sur les infrastructures pouvaient être élaborés de manière bipartisane, mais sans nécessairement obtenir un soutien suffisant, comme le *America's Transportation Infrastructure Act* sur les ponts et les routes rédigé à la fois par des sénateurs républicains et démocrates, mais qui n'a jamais été voté. Étant donné qu'il y existe néanmoins un terrain d'entente sur certains sujets, la clé du succès du paquet d'infrastructure peut être... son démembrement en plusieurs projets de loi distincts, plutôt qu'une loi fourre-tout.

Un autre obstacle majeur est simplement le financement du plan. Il est assez clair qu'il ne sera pas entièrement financé par la dette et que des hausses d'impôts seront décidées. Plusieurs propositions

étaient inscrites dans le programme de Biden (impôt sur les sociétés, hausse d'impôt pour les ménages aisés) mais là aussi, certains leviers inutilisés depuis des décennies pourraient être activés comme la taxe fédérale sur l'essence (18,4 cents le gallon), qui n'a pas été modifiée depuis 1993: le CBO a proposé une augmentation de la taxe de 15 cents le gallon, ce qui entraînerait une augmentation de 6 % des prix de l'essence. Une taxe carbone a également été mentionnée. Ainsi, une conséquence inattendue de ce plan est qu'il pourrait générer davantage de pressions inflationnistes.

Si le plan est finalement adopté, les conséquences sur le marché pourraient être considérables. Jerome Powell a souligné que ce type de relance, par opposition aux mesures de soutien budgétaire, pouvait stimuler la croissance potentielle... et par conséquent les taux réels d'équilibre (taux neutres).

Achévé de rédiger le 19 mars 2021

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Les progrès significatifs réalisés dans la gestion de la pandémie, la forte stimulation budgétaire aux États-Unis et les dispositifs de relance dans le reste du monde sur fond de politiques monétaires accommodantes, imposent un rééquilibrage des probabilités liées à nos scénarios. Nous augmentons la probabilité de notre scénario haussier de 10 à 20 %, réduisons celle du scénario baissier de 15 à 10 % et ajustons notre scénario central, qui suppose une amélioration de la croissance et une dynamique inflationniste maîtrisée, de 75 à 70 %. Dans ce scénario central, les actions surperforment grâce à l'abondance des liquidités et à l'amélioration des fondamentaux, tandis que la hausse des rendements obligataires américains et la lenteur du déploiement des vaccins dans l'UE constituent des risques tangibles.

SCÉNARIO BAISSIER
10 %

Pression stagflationniste

Analyse

- Les mutations du Covid entraînent une rechute de la croissance économique et le retour des dispositifs de confinement jusqu'au quatrième trimestre 2021, prolongeant ainsi la durée de la crise
- Les effets secondaires des vaccins et/ou les pénuries durables sapent la confiance et assombrissent les perspectives mondiales
- La politique américaine fortement procyclique finit par déstabiliser les anticipations d'inflation et provoque une hausse des taux d'intérêt, du dollar et/ou des matières premières, déstabilisant les actifs risqués (choc de volatilité) et nuisant à la stabilité financière. Le durcissement des conditions financières exacerbe les fragilités économiques et financières
- Le ralentissement de la croissance chinoise se répercute sur les économies des pays développés
- L'accélération du protectionnisme et de la démondialisation a une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain.
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum

SCÉNARIO CENTRAL
70 %

Reprise multi-vitesses

Analyse

- Les dispositifs de relance permettent une reprise à plusieurs vitesses qui réduit les différentiels de croissance entre les pays émergents et les pays en développement
- L'amélioration des fondamentaux macro et microéconomiques assure la résilience des marchés financiers
- Des campagnes de vaccination à grande échelle sont déployées au premier semestre, mais restent inégales d'une région à l'autre. Une baisse de la croissance (jusqu'au quatrième trimestre 2021) est possible dans certains pays en raison de retards de vaccination et/ou de nouveaux confinements
- La volonté politique pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées est forte, mais la capacité à les déployer en temps opportun en zone euro constitue un risque
- Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes continuent de soutenir la reprise, en écartant les risques déflationnistes et en permettant une stabilisation des ratios dette/PIB
- Les bénéfices des entreprises bénéficient d'une dynamique positive, ce qui diminue les risques de solvabilité
- La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses renforçant les tensions politiques et sociales

Répercussions sur les marchés

- Rotation progressive du crédit HY vers les actions, en privilégiant les valeurs décotées et cycliques
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents
- Maintien de poches de croissance et de revenu par le biais des actions et du crédit des pays émergents grâce à la hausse des bénéfices. Sélectivité sur la dette émergente en devises fortes

SCÉNARIO HAUSSIER
20 %

Reprise durable et inclusive

Analyse

- Les vaccinations de masse permettent de résoudre la crise sanitaire d'ici la fin du premier semestre 2021 ouvrant la voie à une reprise mondiale complète au second semestre 2021
- L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- L'épargne se transforme en consommation grâce à l'augmentation des revenus disponibles, ce qui permet l'enclenchement d'un cercle vertueux de croissance/inflation (sans surchauffe mondiale)
- Les nouveaux développements numériques et écologiques permettent la réalisation de gains de productivité à moyen terme
- La croissance inclusive et durable réduit la nécessité de nouvelles mesures politiques pour réduire les inégalités

Répercussions sur les marchés

- La courbe des bons du Trésor américain se pentifie (notamment sur sa partie longue) en raison de la hausse rapide de la croissance et des prévisions d'inflation
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

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 avons revu le scénario d'ensemble et modifié les probabilités des risques au regard des dernières évolutions et modifications de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs.

RISQUE ÉCONOMIQUE
15 %

– Pandémie 2.0 et difficultés liées aux campagnes de vaccination

- Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus du vaccin pourraient avoir un impact très négatif sur les investisseurs et le sentiment des entreprises
- Un ou plusieurs variants du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs de reprise économique

– Une reprise qui s'étend sur la durée avec de multiples rechutes pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier

- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur le marché du travail**, avec une hausse du chômage et un impact inégal, pourraient compromettre la reprise et générer des tensions sociales

– Reprise de l'inflation et second « taper tantrum »

- Les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier à mesure que l'épidémie recule
- Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque les anticipations d'inflation partiront à la hausse
- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est proche de l'objectif des banques centrales
- Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de sa part pourrait entraîner un nouveau « taper tantrum » semblable à celui de 2013

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

- Pétrole, actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, obligations émergentes en devise locale, devises des exportateurs

RISQUE FINANCIER
20 %

– Désancrage des anticipations d'inflation conduisant à la dislocation du marché obligataire à la suite d'erreurs politiques telles qu'un resserrement préventif de la politique monétaire ou la démesure des programmes de relance budgétaire

– Risque de solvabilité des entreprises: malgré l'amélioration des fondamentaux, l'ampleur de la récession a exacerbé les risques de solvabilité après le retrait des dispositifs de liquidité des banques centrales et de garantie des gouvernements

– Crise de la dette souveraine

- La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt, en cas d'erreurs politiques
- Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut

– L'instabilité du dollar américain pourrait avoir un impact dans les deux sens :

- **(1) une dépréciation** pourrait pousser la Fed à suspendre son programme d'achat d'actifs, ce qui aurait un impact négatif sur le marché des bons du Trésor, entraînerait une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettrait la reprise dans les pays émergents, mais **(2) une appréciation** pourrait pénaliser les pays émergents et la hausse des rendements des bons du Trésor américain pourrait se répercuter sur le marché obligataire de la zone euro

+ CHF, JPY, or, CDS, optionnalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GEO)POLITIQUE
15 %

– Guerre froide sino-américaine

- Les démocrates entretiennent l'incertitude quant à la relation avec la Chine
- Des sanctions et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
- Risque de confrontations accidentelles en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan où les avions chinois font régulièrement des incursions

– Instabilité dans les pays émergents et entre pays émergents en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques et de la hausse des prix des denrées alimentaires

– Risque d'affaiblissement de la cohésion européenne au lendemain du Brexit

- L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre s'avère bien plus perturbatrice qu'anticipé
- La City pourrait perdre des parts de marché plus rapidement que prévu
- Le Royaume-Uni doit décider de sa position vis-à-vis des États-Unis, de l'Union européenne et de la Chine
- Le Royaume-Uni exploite les divergences et envisage des pratiques concurrentielles vis-à-vis des différents membres l'UE, ce qui pourrait compromettre la cohésion de l'UE

+ 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

- L'activité économique dans la zone euro reste fortement affectée par les restrictions liées au Covid-19, comme le confirment les données prospectives et de haute fréquence. Les divergences tant au niveau national que sectoriel restent évidentes, le secteur manufacturier surperformant celui des services. La croissance va progressivement s'accélérer à partir du deuxième trimestre, à mesure que les économies redémarrent.
- L'activité économique aux États-Unis s'accélère progressivement. Les données à haute fréquence et les données prospectives signalent une augmentation soutenue de l'activité des entreprises du secteur privé, tant dans le secteur manufacturier que dans les services. Les nouvelles mesures de relance budgétaire apporteront un soutien supplémentaire à la croissance.
- La tendance des surprises économiques devrait progressivement continuer à se renverser, car le consensus reste très élevé de sorte que les surprises haussières auront de plus en plus de mal à se concrétiser.

 FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les marchés tiennent déjà compte d'une bonne partie des anticipations de redressement des résultats.
- Les ratios cours/bénéfices en termes absolus sont au-dessus de la tendance historique malgré la croissance qui reste un argument solide en faveur d'une divergence temporaire par rapport à la moyenne historique.
- Après la récente hausse des taux, les indicateurs de valeur relative ne soutiennent plus une progression notable des marchés.

 ALLOCATION
D'ACTIFS
DÉFENSIVE

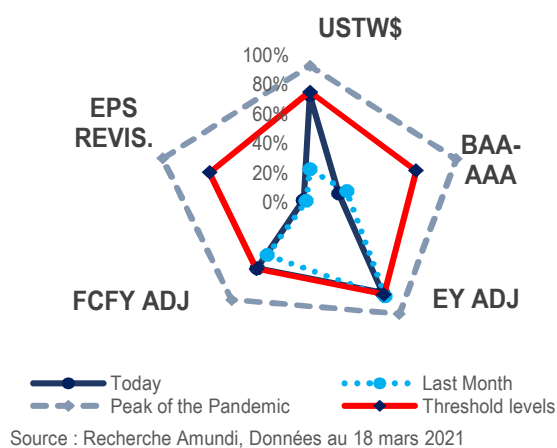
 FACTEURS TECHNIQUES

- Les facteurs techniques restent contrastés et complexes pour l'ensemble des actifs risqués.
- D'une part, les actions et le haut rendement présentent toujours un score de momentum correct (indiquant que les investisseurs sont toujours attirés par ces actifs), mais d'autre part, les indicateurs de type contrarian (à contre-courant) sont passés à l'orange (exposition neutre).
- Notre indicateur RSI semble moins tendu maintenant que les marchés sont entrés en phase de consolidation, mais nous sommes encore loin d'un feu vert.
- Nous estimons que les facteurs techniques sont neutres à l'heure actuelle en raison de la hausse des taux d'intérêt qui pèsent sur les multiples (qui restent tendus et tributaires des liquidités massives injectées dans le système) et de l'absence de directionnalité claire dans de nombreux marchés risqués.

 SENTIMENT

- Malgré les turbulences récentes, toutes les composantes de nos indicateurs du sentiment de risque restent solides.
- La probabilité globale d'AVERSION AU RISQUE reste faible et invite à continuer de surpondérer les actifs risqués.
- Le réajustement des taux nominaux et réels a été brusque et marqué, pour autant, nos indices des conditions financières sont résolument en zone accommodante dans toutes les grandes régions.
- Il convient de faire attention à la tendance de l'USD (si elle se renforce et se généralise, elle exercera une pression supplémentaire sur notre indicateur CAST). Il faut également tenir compte de la consolidation déjà visible des révisions de bénéfices.
- Cette dernière semble logique compte tenu du fort rebond enregistré au second semestre de l'année dernière. Le marché pourrait éventuellement s'y intéresser si les résultats des BPA étaient solides. Bien que le pic d'euphorie soit derrière nous, il est important de surveiller de près le risque d'inversion brutale du sentiment.

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) toujours favorable



L'indicateur CAST signale une perception extrêmement faible du risque. Les sentinelles suggèrent un maintien de l'appétit pour le risque grâce à une amélioration de toutes les composantes (à l'exception du rendement des bénéfices ajustés du risque de crédit)

Méthodologie : nous tenons compte de 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.

METHODOLOGIE

– 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.

– 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 épicentres 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.

POINTS CLÉS

1 Les progrès du scénario de croissance valident le positionnement favorable au risque sur l'ensemble des actifs

- Aux États-Unis, la dynamique de croissance est portée par les avancées significatives en matière de gestion de la pandémie, l'impulsion budgétaire massive et l'épargne considérable des ménages. Cette dynamique devrait entraîner la reprise économique dans les pays développés.
- Nous avons révisé nos prévisions relatives à la fourchette de rendement à 12 mois du 10 ans américain à 1,8 %-2 % (contre 1,5 %-1,8 %).
- La zone euro est en retard en raison des restrictions sanitaires qui freinent la reprise et nous anticipons un découplage entre la croissance économique des États-Unis et celle de la zone euro. Par conséquent, la BCE maintiendra des conditions financières souples
- Le rebond de la croissance des bénéfices des entreprises de la zone euro n'est pas totalement intégré dans les cours et les prévisions de taux d'intérêt sont peu susceptibles d'évoluer à la hausse. Notre préférence pour les actions européennes se justifie par les caractéristiques value/cycliques des marchés d'actions de l'UE.
- Nous nous attendons à ce que la prime de croissance économique entre les pays émergents et les pays développés se réduise. Une exposition plus prudente et spécifique à chaque pays s'impose donc pour les actions des pays émergents.

2 Progression des taux vers un régime plus élevé à mesure que les anticipations de croissance s'améliorent sensiblement: la volatilité et la rapidité constituent un risque majeur dont les répercussions via le durcissement des conditions financières sont mondiales

- Les fourchettes anticipées annoncent une pentification maîtrisée du segment 10 ans-30 ans de la courbe américaine.
- L'extrémité longue de la courbe de rendement étant déjà une source de risque en termes de P&L pour les investisseurs institutionnels, nous pensons que la Fed restera vigilante et empêchera toute hausse brutale du 30 ans américain et tout effet boule de neige négatif sur les autres classes d'actifs.
- La hausse des rendements réels à 10 ans sera néanmoins limitée grâce au dispositif FAIT (*Federal Reserve Average Inflation Targeting*), qui ancre les taux réels à 5 ans, la Fed s'étant engagée à ne relever les taux que lorsque le PCE sous-jacent sera durablement supérieur à 2 %.
- La réaction des obligations et des devises émergentes à l'augmentation des rendements américains a été hétérogène et amortie par le contexte général d'appétit pour le risque.
- Le rebond du dollar américain et des taux d'intérêt américains n'est pas encore suffisant pour effacer notre préférence globale pour les pays émergents vis-à-vis des pays développés.

3 USD: tendance haussière à court terme, morose à moyen terme

- Le dollar s'est apprécié par rapport aux devises à faible rendement, tandis que les devises liées aux matières premières continuent de surperformer le billet vert.
- Les prévisions d'inflation américaine commencent à diminuer, tandis que les taux réels se maintiennent, nous nous attendons donc à un renforcement de la tendance de l'USD par rapport à l'ensemble des devises du G10.
- Nous avons revu nos objectifs pour la paire EUR-USD en conséquence, celle-ci étant appelée à rester dans sa fourchette actuelle (1,16 à 1,18) à court terme avant de renouer avec sa tendance à la dépréciation à moyen terme (vers 1,24).

POINTS CLÉS

4 Turquie : changement inattendu à la CBRT

- Après quelques mois de politique monétaire orthodoxe (+875 points de base de resserrement depuis novembre 2020), le gouverneur de la banque centrale turque (CBRT) a été limogé la semaine même où il a relevé les taux directeurs de 200 points de base pour les porter à 19 %.
- Cette décision a déclenché une certaine agitation sur les actifs turcs et une réévaluation soudaine des anticipations relatives à la politique monétaire dans les mois à venir. Les marchés anticipent désormais une baisse des taux directeurs plus précoce et plus importante que ce qui était attendu précédemment. L'inflation devrait se modérer d'ici la fin de 2021, mais devrait d'abord grimper autour de 18 % en variation annuelle au cours des prochains mois.
- Le marché a considéré cet événement comme un incident idiosyncrasique n'ayant qu'un impact de courte durée sur les actifs émergents.

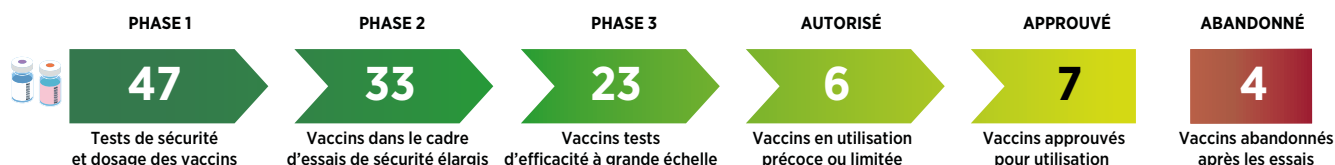
Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsable Investment Intelligence*

Depuis que le virus est sorti de Chine il y a 15 mois, l'OMS a enregistré 128 millions de cas confirmés et 2,8 millions de décès. Près de 80 % des contaminations recensées sont situées en Europe et sur le continent américain. L'Asie n'a comptabilisé que 15 millions de cas en tout, bien que ce continent soit le plus peuplé. Étant donné qu'aucun traitement n'est proposé pour le moment, les uniques solutions sont la vaccination massive destinée à atteindre l'immunité collective, ainsi que les restrictions sociales. Au total, 520 millions de doses de vaccins ont été administrées à ce jour, dont 140 millions sur le seul territoire des États-Unis.

Le nombre de vaccins disponibles augmente. L'Europe a autorisé le vaccin de J & J en mars. Novavax (États-Unis) et CureVac (candidat-vaccin à ARN messager développé en Allemagne) sont entrés dans les dernières phases des essais cliniques, et pourraient être approuvés au cours des prochaines semaines. Les entreprises pharmaceutiques qui distribuent les vaccins disponibles travaillent aujourd'hui sur le renforcement du système immunitaire, les vaccins de nouvelle génération et les essais cliniques pédiatriques. Le vaccin AstraZeneca/Oxford, principalement utilisé en Europe, a été suspendu à plusieurs reprises, et son efficacité est remise en question.

Aucune thérapie appropriée n'a été découverte à ce jour. GSK et Vir réalisent des essais sur une thérapie à base d'anticorps, avec pour résultat une baisse de 85 % des hospitalisations ou des décès par rapport à un placebo.

Suivi des vaccins contre le coronavirus

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les anticipations de demande insatisfaite des consommateurs au second semestre, portées par les mesures de stimulation budgétaire massives, les dépenses d'infrastructure, la reprise des bénéfices et le soutien de la Fed, dressent un tableau optimiste de la reprise économique et pour les actions. La rotation vers les valeurs cycliques de qualité et les actions de style value devrait profiter de cet environnement. Toutefois, les valorisations chères sur certains segments du marché et le risque de hausse des impôts sont des éléments à surveiller. De manière générale, le besoin de sélectivité est élevé.
	Actions US Value	+		Le redémarrage économique (reflation) et le retour à la normale, associés à une Fed accommodante, sont les facteurs qui nous permettent d'être constructifs sur les actions de style value. Celles-ci offrent à long terme une combinaison de croissance structurelle, de qualité, de stabilité et de facteurs d'amélioration ESG.
	Actions US Croissance	-		Nous sommes prudents vis-à-vis des actions de type croissance, car nous nous inquiétons de leurs valorisations élevées, qui ont été favorisées par la faiblesse des taux d'intérêt ces dernières années. Or, lorsque les taux commenceront à augmenter, la valeur actualisée des bénéfices futurs pourrait être affectée négativement.
	Europe	=		Malgré la lenteur des campagnes de vaccination en Europe et de la reprise future, l'actuelle saison de publication des résultats a jusqu'à présent été positive. Les caractéristiques cycliques et value des marchés de l'UE devraient aider à surmonter le retard de la croissance économique. Nous continuons néanmoins à nous concentrer sur la sélection des valeurs et l'analyse fondamentale et recherchons les opportunités dans les segments liés à la reprise.
	Japon	+		Le bien-fondé de notre positionnement optimiste sur le Japon a été confirmé par la bonne saison de publication des résultats et l'affaiblissement du yen qui ont soutenu la performance des actions japonaises en 2021. Le pays continuera à bénéficier de la reprise cyclique mondiale grâce à son biais cyclique et industriel.
	Marchés émergents	++		Malgré une certaine hausse des taux américains, nous pensons que le potentiel de croissance des actions émergentes, notamment d'Asie, reste intact. Le rebond de la croissance mondiale et le rééquilibrage vers une croissance plus durable attendu en Chine sont globalement positifs pour les pays émergents. Pour autant, nous restons très sélectifs dans l'identification des thèmes liés à la consommation intérieure, des pays les plus touchés par la crise du Covid-19 (désormais en phase de reprise) et des entreprises présentant des caractéristiques value/cycliques.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-/=		Nous restons défensifs sur la duration américaine compte tenu de la stimulation budgétaire massive, du déficit et des préoccupations en matière d'inflation. Si nous admettons que les propos récents de la Fed ont provoqué une hausse des rendements dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques, la banque centrale reste déterminée à maintenir des conditions financières accommodantes. Les investisseurs doivent donc rester vigilants. Nous restons positifs sur les emprunts d'État indexés sur l'inflation. L'inflation et la pentification de la courbe nous incitent à rester prudents sur les bons du Trésor US dans nos portefeuilles américains.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous recommandons aux investisseurs de limiter la duration pour réduire le risque de taux d'intérêt dans leurs portefeuilles et de surveiller les effets de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Ils pourront néanmoins identifier des situations idiosyncrasiques attractives en restant sélectifs et en se concentrant sur les durations plus courtes. Le crédit titrisé est attractif compte tenu de la vigueur de la consommation, mais une certaine volatilité est possible et il convient de rester attentif aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes convaincus que le HY offre des rendements attractifs, toutefois il est important de maintenir un bon équilibre entre qualité, rendement et liquidité. Ceci est important, car la dette notée CCC reste la principale source de défauts dans le HY américain. La reprise économique devrait cependant améliorer les indicateurs de crédit.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous sommes défensifs sur les obligations des pays du cœur de la zone euro, même si nous admettons que la divergence entre la croissance économique des États-Unis et de l'UE et le soutien de la BCE devraient empêcher une trop forte hausse des rendements de la zone euro. Pour ce qui est des pays périphériques, nous sommes surtout positifs sur l'Italie, en raison de la stabilisation politique du pays et estimons que des opportunités existent sur l'ensemble de la courbe de rendement italienne.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		La confirmation récente par la BCE que les achats d'actifs dans le cadre du PEPP se poursuivraient à un « rythme sensiblement plus élevé » constitue un soutien important, compte tenu de l'impact de la hausse des rendements américains sur les marchés. En revanche, la faiblesse des taux et les conditions financières faciles font que la quête de revenus se poursuivra, principalement parmi les instruments à court terme et le segment des titres subordonnés notés BBB.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le redressement de l'économie et le soutien de la banque centrale suggèrent que les risques de défaut sont faibles. Ce n'est toutefois pas le moment de baisser la garde et nous pensons que les investisseurs doivent se montrer très sélectifs en veillant à bien différencier les crédits de qualité supérieure des crédits de qualité inférieure et à trouver un équilibre entre le besoin de rester liquide et la quête de rendements plus élevés.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La dette en devise forte pourrait, à court terme, être confrontée aux vents contraires soulevés par la hausse des taux américains. Nous sommes plus prudents vis-à-vis du HY dont nous estimons que les spreads ont déjà surperformé le marché. Il convient donc d'attendre que de meilleurs points d'entrée, à des niveaux plus attractifs, se présentent. À plus long terme, la dette émergente de devises fortes pourrait encore répondre aux attentes des investisseurs en quête de rendement.
	Émergents Dette en devise locale	=	▼	La dette en devise locale semble vulnérable en raison de l'appréciation du dollar et nous sommes donc très sélectifs. Avec la hausse des taux aux États-Unis, les responsables politiques des pays émergents pourraient être incités à relever les taux ou à durcir leur politique. Le cycle haussier des devises locales est désormais derrière nous.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques devraient bénéficier des anticipations de reprise économique et du thème de la reflation. Les prix du pétrole devraient rester à leurs niveaux actuels durant les mois à venir, mais le dépassement actuel pourrait persister au deuxième trimestre. Côté métaux, l'or pourrait ne pas trop souffrir de la hausse des taux, la Fed ayant, pour l'instant, confirmé son ton accommodant et ses taux bas.
	Devises			Les injections massives de liquidités aux États-Unis et la dégradation de la situation budgétaire restent des obstacles majeurs pour le dollar à moyen terme. Pour autant, les anticipations de différentiel de croissance élevé des États-Unis par rapport au reste du monde devraient soutenir le billet vert en 2021.

LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
	Négatif		Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au 22 mars 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 23/03/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5/-3,4	5,6/6,4	3,7/4,6	2,6	2,9	3,0
Pays développés	-5,2	4,7/5,6	3,2/3,9	0,7	1,8	1,8
États-Unis	-3,5	6,5/7,9	3,5/4,4	1,3	2,6	2,5
Japon	-4,9	4,0/4,6	1,4/2,0	0,0	0,1	0,2
Royaume-Uni	-9,9	3,8/4,4	4,6/5,2	0,9	1,7	2,0
Zone euro	-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	1,4	1,5
Allemagne	-5,0	2,8/3,4	2,6/3,2	0,5	1,8	1,5
France	-8,2	4,0/4,6	3,2/3,8	0,5	1,2	1,6
Italie	-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	1,0	1,4
Espagne	-11,0	3,9/4,5	4,2/4,8	-0,3	1,1	1,2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** grâce aux mesures de soutien budgétaire et à la politique monétaire encore extrêmement accommodante, l'économie américaine devrait regagner une grande partie du terrain perdu en 2020, retrouvant ses niveaux d'avant la pandémie vers le milieu de l'année. Le marché du travail, en revanche, mettra plus de temps pour se rétablir complètement. L'assouplissement des restrictions sanitaires, l'élargissement des campagnes de vaccination et la constitution de stocks d'épargne supplémentaires sont autant de risques haussiers pour la croissance de la consommation. L'inflation devrait grimper et dépasser la cible au printemps 2021 en raison de facteurs transitoires, puis reculer et se stabiliser en 2022 autour de niveaux légèrement plus élevés qu'avant la pandémie (tout en restant à des niveaux acceptables).
- Zone euro :** les restrictions hivernales ayant été prolongées ou renforcées au premier trimestre, nous anticipons une nouvelle contraction de l'économie au premier trimestre 2021 après celle du quatrième trimestre 2020, le chemin vers la reprise restant très accidenté. À cet égard, la rapidité de la campagne de vaccination reste cruciale pour un redémarrage en toute sécurité. La croissance économique devrait s'accélérer au deuxième trimestre et dépasser la tendance à partir du deuxième semestre 2021. Les gouvernements continueront d'assurer un soutien budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée et la Banque centrale européenne reste accommodante. L'inflation s'accroîtra, tout en faisant preuve de volatilité en raison de facteurs transitoires et en se maintenant à un niveau moyen inférieur à l'objectif.
- Japon :** bien que la campagne de vaccination au Japon soit en retard par rapport à l'Europe et aux États-Unis (elle n'a débuté qu'à la mi-février), le recul de l'épidémie hivernale a posé les bases d'une reprise solide. Les données relatives à la mobilité ont continué de s'améliorer au début du mois de mars. Le climat des affaires a continué à se rétablir, les salaires en espèces retrouvant leurs niveaux d'avant-covid. Les exportations ont progressé en janvier/février par rapport au quatrième trimestre 2020. De manière générale, l'économie japonaise pourrait éviter une contraction au premier trimestre, grâce aux investissements des entreprises et aux exportations. Compte tenu de cette amélioration des perspectives économiques, nous tablons sur une reprise de l'inflation, qui devrait sortir du négatif et rester positive sur l'ensemble de l'année.
- Royaume-Uni :** compte tenu du prolongement des restrictions sanitaires avec le troisième confinement du pays, nous anticipons une contraction de l'économie britannique au premier trimestre. Pour autant, grâce à la rapidité de la campagne de vaccination, le gouvernement a pu présenter un plan de levée progressive de toutes les restrictions sanitaires d'ici le 21 juin. Nous pensons donc que l'économie devrait se redresser à partir du second semestre et qu'elle bénéficiera d'une dynamique vigoureuse. L'inflation devrait progresser au cours de l'année, tout en restant largement dans les limites de l'objectif et sans compromettre l'orientation accommodante de la politique monétaire qui devrait se conjuguer à la politique budgétaire récemment renforcée pour soutenir progressivement la reprise.

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. 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

	25-03 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,14	0/0,25	0,14
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,53
Japon	-0,10	-0,1	-0,04	-0,1	-0,08
RU	0,10	0,1	0,11	0,1	0,12

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	28 avril
BCE Conseil des gouverneurs	22 avril
Banque du Japon MPM	27 avril
Banque d'Angleterre MPC	6 mai

Source : Recherche Amundi

- Fed :** le FOMC a revu à la hausse ses anticipations de croissance économique, d'emploi et d'inflation, mais sans modifier la trajectoire des taux d'intérêt, qui ne devraient pas être relevés avant 2024. La Fed s'est montrée résolue à faire preuve de patience en mettant l'accent sur sa nouvelle fonction de réaction et sur sa détermination à maintenir les taux proches de zéro jusqu'à ce que l'inflation soit clairement orientée au-dessus de 2 % et que le plein-emploi soit rétabli. La banque centrale a réaffirmé qu'elle considérait les chiffres élevés à venir de l'inflation comme transitoires et, d'autre part, a mis l'accent sur son objectif de plein-emploi. Les prévisions de croissance pour 2021 pourraient être revues à la hausse si le FOMC revoit à la baisse son évaluation des risques liés au Covid dans les prochains mois. Le Comité a insisté sur la très grande incertitude liée au virus mais aussi sur la nature de la reprise et sur l'ampleur du soutien budgétaire.
- BCE :** la réunion de mars de la BCE n'a donné lieu à aucune nouvelle mesure politique. En revanche, la banque centrale s'est engagée à intensifier ses achats au titre du PEPP, insistant, en cohérence avec ses communications récentes, sur sa volonté d'éviter tout durcissement monétaire non désiré résultant de la tendance mondiale à la hausse des taux nominaux et réels. La volonté de la BCE de recourir de manière totalement flexible à son dispositif d'assouplissement quantitatif a été confirmée par l'augmentation considérable des volumes de flux nets durant la semaine qui a suivi la réunion. L'adjudication de TLTRO en mars (l'autre grand instrument de politique monétaire) a permis d'injecter des liquidités et a indirectement soutenu les efforts d'assouplissement quantitatif.
- BoJ :** le passage en revue de mars de la politique monétaire confirme que la BoJ se détourne des mesures de relance monétaire massives et continues, pour privilégier une approche plus durable et flexible. La BoJ a ainsi décidé d'élargir la fourchette de négociation du rendement des JGB à 10 ans de +/-0,2 % à +/-0,25 %, leur permettant de mieux s'adapter aux fluctuations des obligations internationales. La banque centrale a également supprimé son objectif d'achat annuel d'ETF et de J-REIT de 6 000 milliards de yens, mais a maintenu son plafond supérieur de 12 000 milliards de yens, ce qui laisse entendre qu'elle évitera les achats systématiques pour n'intervenir qu'en cas de chute brutale des marchés. Enfin, la banque centrale va indemniser les institutions financières de manière à limiter l'impact des taux d'intérêt négatifs.
- BoE :** la réunion de mars n'a donné lieu à aucun changement politique et la BoE maintient son ton accommodant, même si elle semble faire preuve d'un optimisme prudent quant aux perspectives. Tout comme la Fed, la BoE ne semble pas s'alarmer de la hausse récente des rendements obligataires, comme le suggèrent les déclarations de son gouverneur, Andrew Bailey, qui estime que la hausse récente des rendements reflète l'amélioration des anticipations de croissance. Pendant ce temps, en attendant que l'évolution de la situation économique soit plus claire, la BoE continuera à cibler des conditions de financement assez souples, en recourant principalement à l'assouplissement quantitatif plutôt qu'à d'autres outils de politique monétaire.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 23/03/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5/-3,4	5,6/6,4	3,7/4,6	2,6	2,9	3,0
Pays émergents	-2,2/-2,1	6,2/7,0	4,1/5,1	4,0	3,8	3,9
Brésil	-4,1	3,1/4,1	1,5/3,5	3,2	6,3	3,6
Mexique	-8,2	4,4/5,4	1,9/3,9	3,4	4,1	3,3
Russie	-3,1	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	4,6	4,1
Inde	-7,1	9,0/10,2	5,2/6,6	6,6	5,3	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,2	3,3
Chine	2,3	8,7/9,3	5,1/5,7	2,5	1,4	2,3
Afrique de Sud	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	3,9	4,5
Turquie	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,7	11,3

Source : Recherche Amundi

- Chine :** la vague hivernale de contaminations ayant été rapidement contenue, nous n'anticipons qu'un léger recul de la reprise dans le secteur des services. Pendant ce temps, les « vacances à la maison » de cette année ont donné un petit coup de pouce au secteur industriel et aux exportateurs. Or, la base de référence de l'année dernière étant très basse, le PIB du premier trimestre pourrait facilement afficher une croissance proche de 18 ou 19 %, après quoi, nous nous attendons à ce que l'économie, tirée par la consommation, progresse au rythme tendanciel. En ce qui concerne l'inflation, nous tablons sur une augmentation de l'IPP de 1,7 % en variation annuelle en février à plus de 4 % en variation annuelle au deuxième trimestre, avant un tassement au deuxième semestre. La reprise de la consommation des services permettra à l'IPC de passer de -0,2 % en variation annuelle en février à environ 2 %.
- Indonésie :** la campagne de vaccination s'est accélérée en mars, bien que les chiffres restent relativement bas et les données de mobilité traduisent des performances économiques médiocres au premier trimestre 2021. La demande extérieure continue à être plus porteuse que la demande intérieure, l'excédent commercial confirmant sa vigueur. L'inflation reste inférieure à l'objectif de la banque d'Indonésie (BI), à 1,4 % en variation annuelle, les composantes essentielles étant très faibles. La BI a maintenu son taux directeur à 3,5 %, annonçant une longue pause à venir de sa politique monétaire (fin de son cycle d'assouplissement), tout en renouvelant son invitation aux banques de réduire davantage leurs taux de prêt.
- Brésil :** la croissance s'est sensiblement ralentie et l'activité devrait se contracter au premier trimestre en raison principalement des difficultés liées au Covid et au resserrement budgétaire. Les décideurs politiques ont pris note du ralentissement et travaillent actuellement sur une petite extension de l'aide d'urgence - plafonnée en volume et en durée et venant en contrepartie d'une mini-réforme budgétaire. Ceci permettra à l'économie de bénéficier d'un soutien contracyclique bien nécessaire, de réancrer la politique budgétaire et même d'alléger la pression que subit la BCB pour hausser les taux au-delà des mesures de normalisation d'urgence.
- Turquie :** la banque centrale turque (CRBT) a augmenté son taux directeur de 200 pb à 19 %. Cette décision se justifie i) par la dégradation des perspectives d'inflation (l'inflation a atteint 15,6 % en février et pourrait s'accélérer en raison de la hausse des prix du pétrole et des importations et de la faiblesse récente de la lire due à la hausse du taux des obligations américaines à 10 ans) et ii) de manière surprenante, par les signes de croissance accrue du crédit. Bien que cette décision soit justifiée, Recep Tayyip Erdogan a remplacé le chef de la banque centrale par un nouveau gouverneur peu orthodoxe et peu favorable au marché. Ce changement entraînera de nouvelles incertitudes quant à la politique monétaire qui se traduisent déjà par une dépréciation de la livre turque.

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. 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

	26-03 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,25	4,00
Brésil	2,75	5,50	3,55	6,00	4,30
Russie	4,50	5,00	4,50	5,50	4,70

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 avril
RBI (Inde)	7 avril
BCB (Brésil)	5 mai
CBR (Russie)	23 avril

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** nous anticipons que la PBoC maintiendra le statu quo sur le taux de ses opérations d'open market (7j à 2,2 %, 1 an à 2,95 %), son taux de référence des prêts bancaires (1 an à 3,85 %) et son ratio des réserves obligatoires, tout en ancrant les taux du marché interbancaire autour des taux de ses opérations d'open market pour la majeure partie de 2021. Cela dit, le niveau minimal des injections de liquidités depuis la fin du mois de janvier laisse supposer que la politique monétaire adopte un biais au durcissement, compte tenu des inquiétudes relatives à l'exubérance des prix des actifs. Les taux effectifs des prêts vont probablement augmenter, en particulier pour les taux hypothécaires. Compte tenu du resserrement des conditions financières mondiales et du durcissement des politiques macroprudentielles nationales, les risques de hausse des taux directeurs restent faibles en 2021.
- RBI (Inde) :** le 5 février, le Comité de politique monétaire de la RBI a gardé son taux directeur inchangé à 4 %. Cette décision était largement attendue par le marché et les chiffres de l'inflation ont depuis lors augmenté pour atteindre 5,0 % en variation annuelle pour l'indice global en février (contre 4,1 % précédemment) et 5,9 % en variation annuelle pour l'indice sous-jacent. Conformément à nos prévisions d'une tendance haussière de l'inflation (sans dépasser l'objectif comme en 2020), nous réaffirmons l'opinion selon laquelle la RBI doit maintenir le statu quo pour le reste de l'année. Vers la mi-février, la RBI a effectué de nouvelles opérations d'open market et a confirmé sa détermination à répondre aux besoins de financement du gouvernement.
- BCB (Brésil) :** la hausse plus importante que prévu en mars (75 pb contre 50 pb attendus) à 2,75 % s'est accompagnée d'une autre hausse de même ampleur annoncée en amont de la prochaine réunion en mai. Selon la banque, cette annonce anticipée est nécessaire pour éviter que l'inflation, qui augmente rapidement (en raison, pour l'essentiel, d'effets de base et des prix de l'énergie), ne dépasse la cible en 2022. Il convient toutefois de noter que la BCB considère le présent ajustement comme étant seulement une étape de la normalisation. Pour notre part, nous tablons plutôt sur une hausse des taux plus rapide et plus proche de la neutralité cette année (à 5,50 % ou plus) en raison de pressions inflationnistes plus persistantes que celles anticipées actuellement.
- CBR (Russie) :** le 19 mars, la CBR a, un peu plus tôt que prévu, relevé son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 4,5 %. La CBR a évoqué plusieurs facteurs ayant motivé cette décision, dont la reprise plus rapide qu'attendu de la demande intérieure, les meilleures perspectives en matière de demande extérieure grâce au soutien budgétaire et aux campagnes de vaccination, ainsi que les anticipations inflationnistes et les risques pro-inflationnistes élevés. L'inflation était à 5,7 % en variation annuelle en février et devrait atteindre 5,8 % en mars. La CBR est disposée à procéder à de nouvelles hausses de son taux directeur et prévoit désormais que l'inflation reviendra à son objectif de 4 % au premier semestre 2022. Nous anticipons 75 à 100 pb de hausse dans les 12 prochains mois.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(23 mars 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
États-Unis	-3,5	6,5/7,9	3,5/4,4	1,3	2,6	2,5
Japon	-4,9	4,0/4,6	1,4/2,0	0,0	0,1	0,2
Zone euro	-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	1,4	1,5
Allemagne	-5,0	2,8/3,4	2,6/3,2	0,5	1,8	1,5
France	-8,2	4,0/4,6	3,2/3,8	0,5	1,2	1,6
Italie	-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	1,0	1,4
Espagne	-11,0	3,9/4,5	4,2/4,8	-0,3	1,1	1,2
Royaume-Uni	-9,9	3,8/4,4	4,6/5,2	0,9	1,7	2,0
Brésil	-4,1	3,1/4,1	1,5/3,5	3,2	6,3	3,6
Mexique	-8,2	4,4/5,4	1,9/3,9	3,4	4,1	3,3
Russie	-3,1	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	4,6	4,1
Inde	-7,1	9,0/10,2	5,2/6,6	6,6	5,3	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,2	3,3
Chine	2,3	8,7/9,3	5,1/5,7	2,5	1,4	2,3
Afrique du Sud	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	3,9	4,5
Turquie	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,7	11,3
Pays développés	-5,2	4,7/5,6	3,2/3,9	0,7	1,8	1,8
Pays émergents	-2,2/-2,1	6,2/7,0	4,1/5,1	4,0	3,8	3,9
Monde	-3,5/-3,4	5,6/6,4	3,7/4,6	2,6	2,9	3,0

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	25/03 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,14	0/0,25	0,14
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,53
Japon	-0,10	-0,1	-0,04	-0,1	-0,08
Royaume-Uni	0,10	0,1	0,11	0,1	0,12

Pays émergents

	26/03 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,25	4,00
Brésil	2,75	5,50	3,55	6,00	4,30
Russie	4,50	5,00	4,50	5,50	4,70

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	25/03 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,14	0,15/0,25	0,29	0,20/0,35	0,44
Allemagne	-0,71	-0,70/-0,50	-0,76	-0,70/-0,50	-0,80
Japon	-0,14	-0,20/-0,10	-0,14	-0,20/-0,10	-0,13
Royaume-Uni	0,06	0/0,25	0,12	0/0,25	0,22

Taux 10 ans

	25/03 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,64	1,5/1,8	1,77	1,8/2,0	1,91
Allemagne	-0,35	-0,40/-0,20	-0,29	-0,20/-0,0	-0,23
Japon	0,07	0/0,20	0,12	0/0,20	0,16
Royaume-Uni	0,76	0,7/0,9	0,91	0,9/1,1	1,01

Prévisions de change

	26/03/2021	Amundi T3 2021	Consensus T3 2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022
EUR/USD	1,179	1,18	1,22	1,16	1,22
USD/JPY	110	112	106	114	107
EUR/GBP	0,86	0,84	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	1,11	1,12	1,11	1,12	1,12
EUR/NOK	10,11	9,64	10,10	10,16	9,90
	26/03/2021	Amundi T3 2021	Consensus T3 2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022
EUR/SEK	10,19	9,97	10,00	10,31	9,80
USD/CAD	1,26	1,24	1,25	1,27	1,25
AUD/USD	0,76	0,80	0,78	0,75	0,78
NZD/USD	0,70	0,72	0,73	0,68	0,74
USD/CNY	6,54	6,50	6,40	6,60	6,35

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

MARKET OUTLOOK

**Asset Classes Views: Climbing the hill (12-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment, DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Head of Quant solutions

INVESTMENT TALKS

**European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

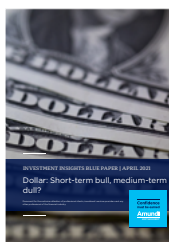
Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

Biden and Democrats take control despite Trump protesters (08-01-2021)

TODD Christine, Head of US Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

INSIGHTS PAPERS

**Dollar: short-term bull, medium-term dull? (02-04-2021)**

DEFEND Monica, Global Head of Research - CESARINI Federico Head of DM FX Research, Cross Asset Research

Cryptomonnaies : bulle ou émergence d'un nouveau paradigme de finance décentralisée ? (24-03-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment - BOROWSKI Didier Head of Global Views - With the contribution of PERRIER Tristan, Global Views Analyst

The unique time for US value: rotation from growth plus innovation, quality and ESG improvement (09-03-2021)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Craig STERLING, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

Do not give up on fundamental valuations (08-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

Investing in post-Covid-19 European private debt markets: focus on selection (25-02-2021)

VALLIERE Thierry, Head of Private Debt, ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence

WORKING PAPERS

**Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)**

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

LAUREN Stagnol, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

Tracking ECB's Communication: Perspectives and Implications for Financial Markets (22-02-2021)

FORTES Roberta, University of Paris 1 Panthéon Sorbonne - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

THE DAY AFTER

**The day after #13 -****Comment les banques centrales vont-elles impacter les marchés d'actions dans le monde post-Covid ? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

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 à une sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, 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
Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - piola666

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

BELHAJJAM Inès, stratégeste

BELLAICHE Mickael, Stratégeste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégeste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégeste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégeste, Marchés émergents

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

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégeste, Marchés émergents

DRUT Bastien, Responsable de la Macro Stratégie Thématique - CPR AM

GEORGES Delphine, Stratégeste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégeste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégeste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit