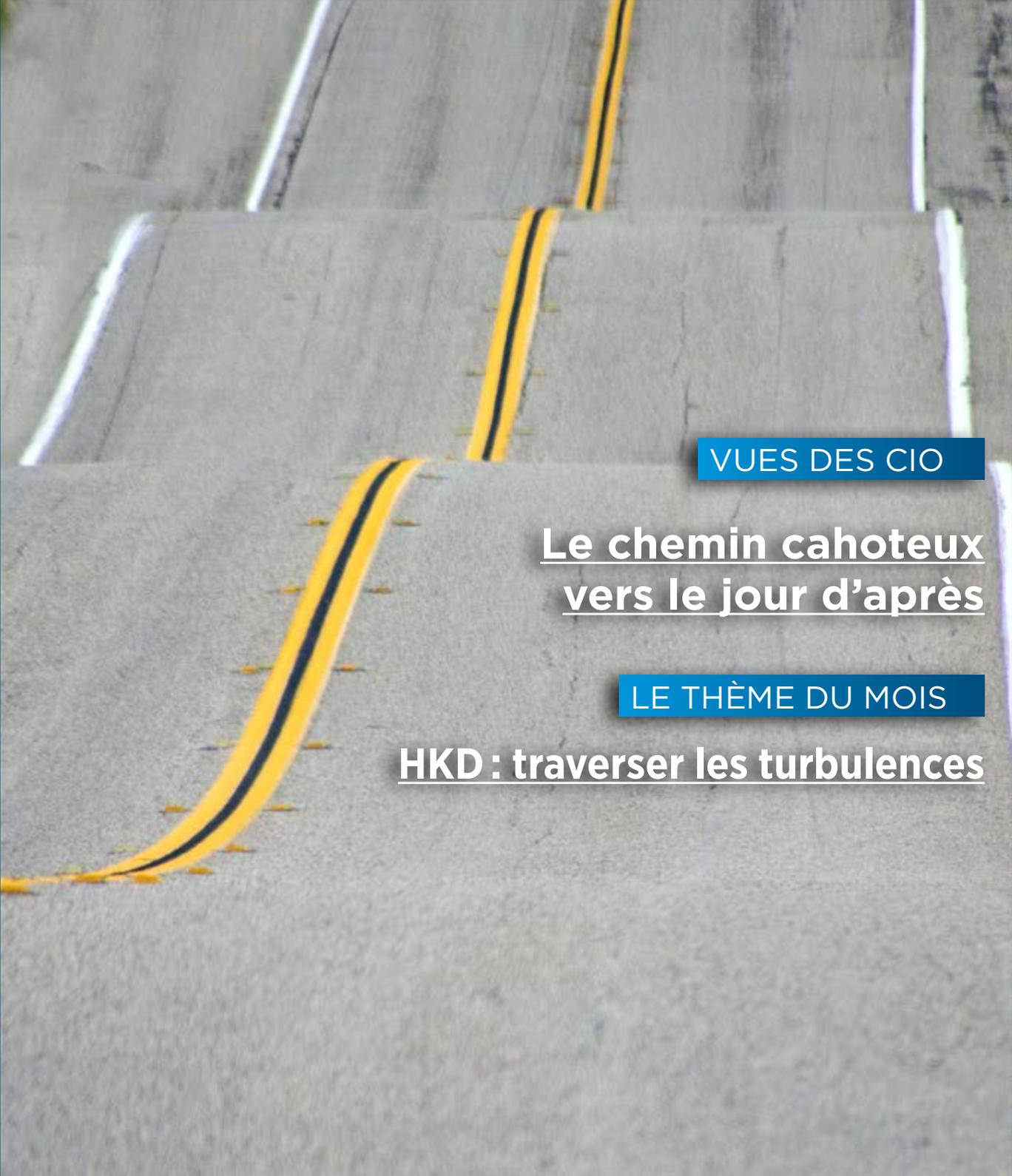


# CROSS ASSET Investment Strategy

# 07/08

Juillet—Août  
2020

Mensuel



VUES DES CIO

Le chemin cahoteux  
vers le jour d'après

LE THÈME DU MOIS

HKD : traverser les turbulences

## #07/08 - Juillet—Août 2020

### Sommaire

#### Global Investment Views

#### CIO Views

##### Le chemin cahoteux vers le jour d'après

p. 3

Les mesures budgétaires et monétaires extrêmes, dressent un nouveau tableau, celui du jour d'après, incitant les marchés à intégrer le scénario le plus positif. Toutefois, les prévisions selon lesquelles la pandémie serait terminée, pourraient être trop optimistes. Tout dérapage pourrait à nouveau secouer les marchés. Dans ce contexte, nous recommandons aux investisseurs de maintenir une exposition équilibrée au risque, de rester positif sur le crédit IG (qui bénéficie du soutien des banques centrales) et de continuer à privilégier la liquidité.

#### Macro

##### Regain d'appétit pour l'euro, mais il est trop tôt pour un rebond

p. 5

La potentielle opposition des pays « Frugal Four » au fonds de relance de l'UE, une croissance relativement faible de la zone euro et son différentiel de croissance des BPA par rapport aux États-Unis orientent vers un potentiel de hausse limité de l'EUR/USD à court terme.

#### Gestion diversifiée

##### L'euphorie des marchés occulte le besoin de prudence

p. 7

Nous restons prudents car les marchés, en particulier les actions, intègrent un scénario optimiste.

#### Marchés obligataires

##### Marchés dépendants des banques centrales : privilégier la qualité

p. 9

Les spreads se resserrent et les taux de défaut sont actuellement faibles - par rapport aux récessions précédentes - en raison de la liquidité sans précédent émise par les banques centrales. Ceci appelle à une forte sélectivité en termes de secteurs et de noms.

#### Actions

##### Le soutien des banques centrales, moteur du sentiment de marché

p. 11

La confiance dans les banques centrales fait grimper les marchés actions. Une rotation vers les thématiques cycliques pourrait offrir des opportunités sur des marchés valorisés à la perfection.

#### Thématique

##### Maîtriser les risques de fragmentation de l'Union européenne

p. 13

Le Covid-19 est un choc symétrique avec des conséquences asymétriques. Les déséquilibres de l'Europe liés aux dettes publiques, aux modèles économiques nationaux et à des visions contradictoires fissurent l'union et augmentent la fragmentation. Cependant l'UE devrait être capable de maîtriser ces risques comme elle l'a fait lors de la crise financière de 2008.

##### Brexit : une sortie sans accord n'est pas exclue

p. 16

La saga du Brexit, un temps éclipsée par la crise du Covid-19 revient sur le devant de la scène. Alors que les rounds de négociations se succèdent sans avancées concrètes, le refus britannique d'étendre la période de transition fait planer le risque que le Royaume-Uni sorte du Marché Unique sans accord à la fin de l'année. Les conséquences pour le sterling et les actions britanniques pourraient être négatives. Cependant, il est probable que face au risque de perturber la reprise économique après la récession historique que nous traversons, le pragmatisme l'emporte à la fin.

##### BBB-BB, un segment toujours attractif pour les investisseurs

p. 19

Dans un environnement de faible croissance, de taux d'intérêt bas et de taux de défaut en hausse, les émetteurs notés investment grade et BB restent le segment idéal pour investir. (1) Les grandes banques centrales soutiendront ces émetteurs pendant une période prolongée par le biais de leurs programmes d'achat d'actifs. (2) La demande des investisseurs restera forte, motivée par un besoin de rendement dans un environnement de taux bas. (3) La probabilité de défaut de ces émetteurs reste très faible.

##### Immobilier résidentiel aux États-Unis.

##### Pas d'effondrement attendu des prix du logement

p. 22

Le revenu médian étant appelé à décliner, nous anticipons un léger recul des prix de l'immobilier résidentiel en 2020. Le scénario de référence pour les prix de l'immobilier s'est dégradé. Toutefois, ce qui importe, à notre sens, c'est que le scénario catastrophe d'une chute importante de l'immobilier reste peu probable. Une analyse rétrospective de la crise financière mondiale de 2008 suggère qu'une chute significative des prix de l'immobilier est peu probable, car les circonstances ayant conduit à la crise de 2008 furent uniques et, dans la plupart des cas, aux antipodes des circonstances actuelles.

#### Le thème du mois

##### HKD: traverser les turbulences

p. 27

Prise au piège de la lutte entre Pékin et Washington, Hong Kong peut-elle s'en sortir sans ses privilèges commerciaux? L'annonce de Donald Trump est-elle symbolique ou destructrice pour le territoire? L'ancrage du dollar de Hong Kong va-t-il s'effondrer? Nous allons examiner ces questions une par une dans la présente analyse.

#### Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 31
- > Principaux risques p. 33
- > Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés p. 34
- > Points clés de la Recherche p. 35
- > Allocation d'actifs Amundi p. 37

#### Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 39  
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 41  
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 43
- > Avertissement concernant nos prévisions p. 44
- > Publications récentes p. 45

## CIO VIEWS



PASCAL BLANQUÉ,  
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

## Le chemin cahoteux vers le jour d'après

Le Covid-19 a généré un nouvel environnement pour les marchés économiques et financiers et conduit à un nouveau statu quo caractérisé par des mesures budgétaires et monétaires extrêmes, auxquelles les marchés ont bien réagi, bien qu'une certaine volatilité soit dernièrement réapparue. De fait, **ces mesures dressent un nouveau tableau, celui du « jour d'après ». Les marchés ont déjà intégré le scénario le plus positif**: l'éloignement du pire du cycle du virus, la possibilité d'une seconde vague plus faible que la première, et un traitement et un vaccin rapidement découverts et devenant largement disponibles avant qu'une nouvelle pandémie ne plonge l'économie dans une vague additionnelle de confinement. Certaines données récentes ont conforté ce point de vue, comme le rebond de l'indice PMI (toujours faible) et le marché de l'emploi américain qui a surpris positivement (bien que sur une tendance baissière). **Dans l'ensemble, les données ne sont pas réjouissantes, mais l'idée générale est que le gel économique est presque terminé et qu'il est temps de se tourner vers l'avenir.** C'est ce qui a poussé les marchés actions, à pratiquement effacer leurs pertes subies depuis le début de l'année avec un S&P 500 (Total Return) en baisse de 2,7 % depuis le début de l'année, après une performance de +21 % au cours du trimestre à la clôture du 17 juin. Récemment, **une forte rotation a eu lieu en faveur des cycliques, des petites capitalisations, des valeurs « value » et des valeurs retardataires. Cette tendance a été très suivie, privilégiant les marchés à la traine comme l'Europe, le Japon et les actifs des marchés émergents, le crédit d'entreprise étant également attractif.**

Dans le scénario du « jour d'après », l'anticipation de faibles rendements obligataires et d'achats massifs de la part des banques centrales plaide également en faveur d'une préférence relative pour les actions par rapport aux obligations, les rendements des dividendes étant supérieurs aux rendements obligataires. Il est vrai que les anticipations de croissance des bénéfices sont encore trop élevées, mais si nous pensons que le pire est passé, que les obligations n'ont plus de potentiel et que la liquidité est abondante, nous n'avons d'autre choix que de nous tourner vers les actions pour tenter de saisir des opportunités dans des secteurs qui n'ont pas complètement retrouvé leurs valorisations d'avant la crise. **Toutefois, la phase de reprise pourrait être chaotique.** Jusqu'à présent, seules les entreprises les plus directement touchées par les mesures de confinement ont fait faillite. Mais la course contre la montre entre solvabilité et liquidité se poursuit. Le nombre de victimes augmentera probablement, et de nombreuses baisses de notation sont encore à venir.

**Les prévisions selon lesquelles la pandémie serait terminée pourraient être trop optimistes et tout dérapage pourrait à nouveau secouer les marchés.** S'il est vrai que les gouvernements et les banques centrales ont mis en place des mesures extrêmes, cela ne sera pas suffisant, particulièrement en dehors des États-Unis, où l'ampleur des mesures n'est pas à la hauteur des dommages économiques. De plus, le risque d'erreurs politiques ne peut être sous-estimé. L'argent disponible doit être alloué de manière efficace, et une trop grande précipitation pour obtenir un consensus électoral pourrait entraîner une mauvaise allocation du capital. **La géopolitique va occuper une place de plus en plus importante dans la phase finale de l'élection présidentielle américaine.**

Dans ce contexte, nous recommandons ce qui suit concernant la construction de portefeuille :

- **Maintenir une exposition équilibrée au risque et jouer la rotation vers les valeurs value et cycliques.** Les marchés ont été trop rapides à intégrer la fin du confinement et la reprise à venir. Les valorisations actuelles sont le résultat d'un **rallye alimenté par la liquidité** et ne tiennent à court terme que grâce à la poursuite d'une expansion monétaire agressive. À l'heure actuelle, les marchés

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Privilégier la liquidité et rester actif et équilibré, compte tenu du manque de visibilité sur la croissance des bénéfices et de la détérioration des perspectives de défaut.

#### Changements par rapport au mois dernier

- Une vue légèrement plus positive sur le crédit, la dette périphérique et les valeurs cycliques qui sont soutenues par les actions des banques centrales.

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

sont clairement dépendants de la liquidité des banques centrales, mais dans la seconde partie de l'année, **on ne peut écarter un retour à la réalité sur la croissance des bénéfices**. Par conséquent, nous suggérons de combiner un niveau élevé de liquidité et une exposition aux actifs cycliques qui offrent un potentiel de performance élevé en cas de scénario favorable.

- **Rester positif sur le crédit, qui bénéficie de mesures fiscales et monétaires, en étant très sélectif.** Le crédit IG et les entreprises HY de meilleure qualité notées 'BB' resteront recherchées dans un contexte de reprise lente, de taux très bas et d'accroissement du nombre de défauts. Les investisseurs devraient rechercher des opportunités sur le marché primaire IG, où l'activité atteint un niveau record. Nous anticipons une hausse du taux de défaut pour les émetteurs HY faiblement notés, ce qui n'est pas pleinement intégré par le marché, de sorte que la sélection est primordiale dans ce segment.
- **La liquidité est, a été et sera une variable clé de ce nouvel environnement.** Le maintien de réserves de liquidité est particulièrement important en cette phase, un second recul du marché n'étant pas à exclure. Cela permettra d'accéder à des segments et à des marchés présentant des points d'entrée attractifs.

**Pour les investisseurs, cela signifie que l'on ne peut écarter aucun des scénarios du « jour d'après », et que nous devons également faire preuve de prudence et de sélectivité. Ne passez pas de la dépression à l'euphorie, mais de l'incertitude à un cheminement prudent.**

MACRO

## Regain d'appétit pour l'euro, mais il est trop tôt pour un rebond



**MONICA DEFEND,**  
Responsable de la Recherche Groupe



**FEDERICO CESARINI**  
Stratège Cross Asset

La potentielle opposition des pays « Frugal Four » au fonds de relance de l'UE, une croissance relativement faible de la ZE et son différentiel de croissance des BPA par rapport aux Etats-Unis orientent vers un potentiel de hausse limité de l'EUR/USD à court terme

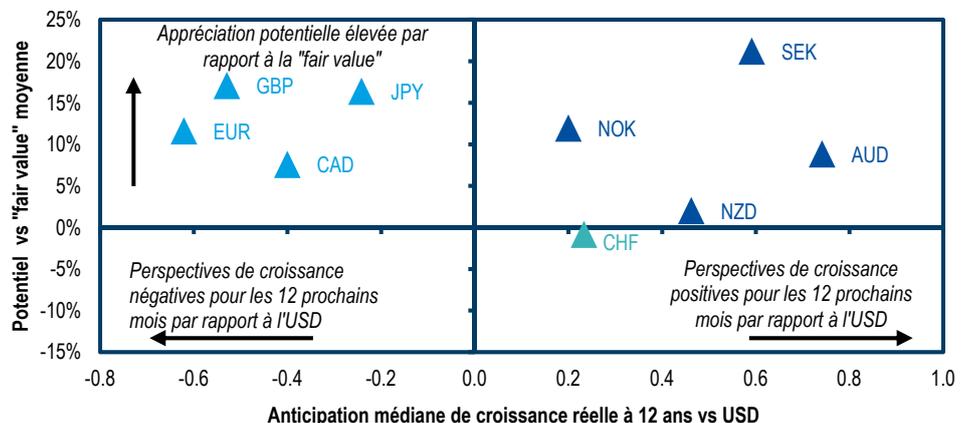
Les marchés des changes ont clairement eu un gagnant au 1<sup>er</sup> semestre 2020 : le dollar américain. Alors que l'intervention de la Fed a de fait supprimé le soutien cyclique de l'avantage que le billet vert avait eu depuis le début de la normalisation des taux, **la fuite vers la qualité et les besoins de liquidité en USD sont devenus prépondérants et ont continué à éloigner la devise de sa juste valeur.** Les valorisations ne fonctionnent pas toujours, notamment lorsque la croissance mondiale s'effondre et que la visibilité reste très faible. La nature de valeur refuge de l'USD est alors devenue primordiale, le sentiment et les flux des investisseurs ont donc été les principaux moteurs de performance. Il aurait été surprenant de voir le dollar baisser sensiblement pendant que la préférence pour la durée en USD et pour les marchés à faible bêta (c.-à-d. le S&P 500) était si marquée. Mais les mesures de confinement sont assouplies à l'échelle mondiale et le fort engagement des banques centrales, ainsi que quelques initiatives politiques ambitieuses au niveau national, ont déjà commencé à pousser les anticipations de croissance à la hausse, fournissant ainsi un cadre pour que les valorisations performant et que le dollar baisse enfin.

**De plus, la proposition de la Commission européenne pour**

**le fonds Next Generation** (750 MdS€, financé par émission de dette mutuelle et constitué d'un mélange de subventions et de prêts), destiné à garantir que les perspectives à long terme de l'UE restent intactes, réduit considérablement le risque extrême d'un éclatement de la zone euro (ZE). Il est vrai que cet événement pourra changer la donne à moyen terme pour l'euro (les problèmes de soutenabilité de la dette dans les États membres s'estompant de facto). **Cependant, à court terme, nous restons sceptiques sur le fait que nous serions au début d'un marché haussier pour l'euro,** notamment par rapport au dollar.

Les risques à la baisse ont diminué ce qui devrait empêcher un effondrement plus marqué de l'euro, mais le sentiment a jusqu'à présent été le seul moteur de soutien à la reprise de l'euro par rapport au dollar début juin. Même en supposant que la proposition de la Commission européenne ne rencontre pas d'obstacles significatifs à son approbation, les pièges potentiels sont toujours présents (principalement l'opposition éventuelle des pays « Frugal Four » et le fait que de nombreux détails sur l'allocation et le calibrage restent en suspens). Ces problèmes pourraient faire évoluer le sentiment à l'égard du risque. La ZE ne bénéficie toujours pas d'un soutien cyclique à court terme (elle

### Potentiel des justes valeurs par rapport aux attentes de croissance à 12 mois



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, au 18 juin 2020. Hausse/baisse du taux de change calculée par rapport à la moyenne de quatre modèles économétriques internes - la parité de pouvoir d'achat (PPP) et trois modèles de taux de change d'équilibre comportemental (BEER). La dynamique des prix, le différentiel de taux et de productivité, ainsi que les termes de l'échange, les dépenses budgétaires et le degré d'ouverture d'une économie donnée, sont les principales variables que nous considérons. Les estimations des modèles ont été réalisées sur la base de l'USD.

## MACRO

reste parmi les rares pays/régions dont la croissance devrait être inférieure à celle des États-Unis dans les 12 prochains mois) et le rebond depuis le début du mois semble exagéré compte tenu du peu de moteurs à court terme. Les matières premières physiques et le différentiel d'anticipations des BPA par rapport aux États-Unis suggèrent que les choses devront empirer avant de s'améliorer et que le potentiel de hausse à court terme par rapport au dollar est faible (cf. graphique).

**Selon nous, le meilleur moyen de jouer un tel changement de sentiment envers la monnaie unique serait de parier contre la livre sterling.** Le Royaume-Uni semble connaître les

pires conséquences économiques au sein du G10 et le risque d'un « no-deal Brexit » a significativement augmenté avec la proposition de la Commission européenne. La probabilité d'une nouvelle prolongation de la période de transition devrait être considérablement revue à la baisse si l'on considère l'augmentation de la contribution au budget de l'UE que tous les pays membres devront supporter (y compris le Royaume-Uni pour le moment) une fois le plan approuvé. Nous anticipons une hausse de la parité EUR/GBP à court terme, en raison du sentiment positif envers l'EUR et de la nécessité de se couvrir contre l'éventualité d'un no-deal Brexit.

GESTION  
DIVERSIFIÉE



**MATTEO GERMANO,**  
Directeur du Métier Gestions  
Diversifiées

*Nous restons prudents car les marchés, en particulier les actions, intègrent un scénario optimiste*

## L'euphorie des marchés occulte le besoin de prudence

Au cours du mois écoulé, nous avons assisté à des changements sur deux fronts : (1) une réouverture ordonnée des économies ; et (2) un fort soutien budgétaire aux États-Unis ainsi que d'importantes mesures politiques en Europe, où nous pensons que le Fonds de relance de l'UE et les interventions budgétaires nationales pourraient changer les règles du jeu à court terme. Toutefois, il n'y a aucun signe d'amélioration sur un troisième front, celui de la durabilité des bénéfices des entreprises. Par conséquent, nous maintenons notre positionnement défensif, équilibré et diversifié en termes de risque, et pensons que les investisseurs pourraient exploiter certaines opportunités de rotation tactique dans les secteurs « value » et cyclique, les thématiques vertes et la consommation américaine, qui reste soutenue par les plans budgétaires. Les réserves de liquidités sont primordiales à ce stade.

### Des idées à conviction forte

**Concernant les actions des marchés développés, nous restons prudents et vigilants sur les données réelles,** mais voyons des opportunités tactiques en Europe (réduction de la prime de risque politique) dans la « value », les services aux collectivités liés aux énergies renouvelables et aux industrielles exposées aux initiatives vertes. Aux États-Unis, la « value », les banques, les entreprises de cartes de crédit, les industrielles (exposition

à la reprise) et les titres cycliques, y compris l'automobile, semblent attractifs. Toutefois, les valeurs de croissance dans les secteurs des logiciels et de l'internet, des biens de consommation courante et des services aux collectivités aux États-Unis sont chères. **Notre vue sur les EM reste neutre,** avec une préférence régionale pour la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, en raison de leur exposition sectorielle, de fortes mesures de relance et d'un meilleur endiguement de la contagion. Les valorisations de certains pays de l'ANASE (Thaïlande, Indonésie et Philippines) sont attractives mais nous sommes prudents par rapport à certains pays en raison d'inquiétudes liées au virus. Dans l'ensemble, il est important de couvrir l'exposition globale aux actions. **Sur la durée, nous maintenons notre vue proche de la neutralité sur les États-Unis** en raison de l'environnement actuel de « contrôle de la courbe » et de la décision de la Fed de ne relever ses taux qu'en 2022. La Fed évitera une trop forte hausse des taux longs pour empêcher un durcissement des conditions financières. Nous surveillons la courbe 5-30 ans américaine, qui nous semble très pentue compte tenu de l'environnement économique fondamental et la politique de la Fed, mais dont l'évolution à court terme reste dictée par le sentiment et en partie par les facteurs techniques. Les achats de la Fed (notamment sur les segments court et moyen terme), la demande de valeurs refuges et la

### Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer. USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = bons du Trésor américain, DM = Marchés développés, EM/GEM = Marchés émergents, FX = Change, FI = Fixed Income, IG = Investment grade, HY = High Yield, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, BC = Banques centrales, TIPS = Titre protégé contre l'inflation du Trésor. BTP = emprunts d'État italiens, ANASE = Association des nations de l'Asie du Sud-Est.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

recherche de rendement au niveau mondial, bien que dans une moindre mesure, nous permettent de maintenir une préférence pour le 5 ans américain par rapport au 5 ans allemand. De plus, les rendements des bons du Trésor américain ont encore une marge à la baisse si la Fed se montre prête à envisager des taux négatifs. **Nous sommes positifs sur les obligations américaines indexées sur l'inflation** (moyen terme), à cause des valorisations très faibles et des moteurs de relance à long terme. **La dette périphérique euro** devrait être soutenue par les actions de la BCE (récente expansion du PEPP) et le Fonds de relance de l'UE. Ce dernier devrait réduire la prime de risque des pays périphériques, et les deux conjugués réduisent le potentiel de hausse des taux italiens. En conséquence, nous préférons désormais une position ferme sur le BTP italien par rapport à une position relative Italie 30 ans contre Allemagne 30 ans. Le premier est également moins corrélé aux actions. **Dans un contexte de soutien continu des banques centrales, nous conservons notre positionnement constructif sur le crédit** et préférons l'IG (meilleures valorisations) au HY et l'EUR à l'US (levier important). Les investisseurs

devraient diversifier suffisamment leur exposition sectorielle (cyclique, défensif, dette senior financière), en se concentrant tout particulièrement sur les obligations de premier ordre de catégorie A, A+ et BBB+. Toutefois, l'évaluation de la liquidité et une certaine protection sur le HY sont importantes (risque de défaut). **Nous sommes neutres sur la dette des marchés émergents.** L'écart entre les pays IG et HY se réduit, les *spreads* HY se comprimant fortement mais restant attractifs, alors que l'IG a désormais atteint des niveaux plus conformes aux moyennes historiques. En ce qui concerne les devises émergentes, nous sommes maintenant constructifs sur certaines devises à haut rendement car elles bénéficient du sentiment de marché, des flux et de l'amélioration de la dynamique de croissance, mais certains facteurs de risque (guerre du pétrole, tensions sino-américaines) subsistent.

**Risques et couverture**

Utiliser comme couverture l'or, le JPY/USD (valeur refuge) et les produits dérivés est important pour atténuer les risques liés aux résultats, à l'insolvabilité et à la géopolitique.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

Marchés dépendants des banques centrales :  
privilégier la qualité



ÉRIC BRARD,  
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,  
Responsable mondial  
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,  
Directeur des Investissements US

Les banques centrales (BC) ultra-accommodantes et un solide soutien budgétaire continuent de normaliser progressivement les conditions de marché, entraînant un rebond des actifs risqués et provoquant une faiblesse du dollar. Toutefois, les marchés étant désormais dépendants du soutien des BC, il existe un risque d'augmentation des défauts de crédit quand ce soutien disparaîtra. Par conséquent, dans leur recherche de rendement, les investisseurs doivent s'assurer qu'ils ne descendent pas trop dans le spectre de qualité du crédit, les risques étant asymétriques. Le moment est venu de rester sélectif et actif, et de garder de la liquidité et une marge de manœuvre afin de pouvoir gérer les allocations de manière tactique. L'investissement dans des stratégies vertes sera un moyen clé de naviguer sur les marchés.

désormais d'être positifs sur la dette de la périphérie de la zone euro. Sur les obligations indexées sur l'inflation, nous conservons une perspective légèrement positive en raison de valorisations attractives des *breakevens*, mais n'anticipons pas une hausse significative de l'inflation (faible reprise économique). **Nous sommes un peu plus constructifs sur le crédit dans un contexte de recherche de rendement de la part des investisseurs dans un environnement de taux bas.** Sur l'IG, nous sommes positifs sur les financières et sur la dette subordonnée notamment, et trouvons des opportunités sélectives (ré-endettement) dans les TMT, l'énergie et les autres cycliques. Le HY devrait rester soutenu par les récentes annonces de soutien des BC. Toutefois, les investisseurs devraient rester prudents et maintenir des niveaux de liquidités élevés en raison des inquiétudes liées à la dette et de la faible visibilité sur les bénéfices.

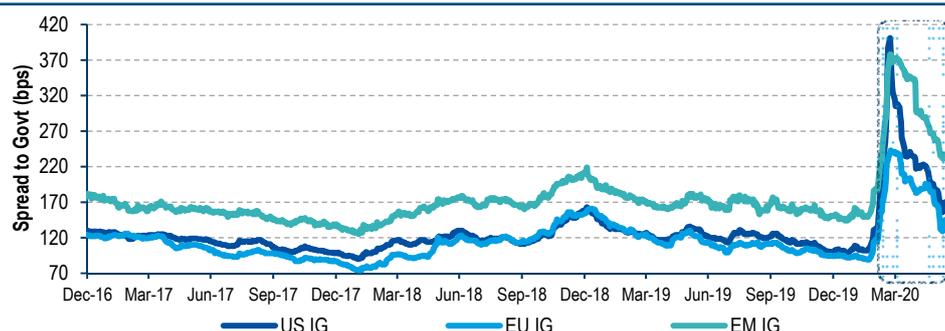
Taux internationaux et européens

**Nous nous abstenons de toute position marquée sur la durée et maintenons notre positionnement proche de la neutralité**, avec un biais constructif sur les États-Unis et la France et une vue négative sur les bunds. Nous identifions des opportunités de pentification sur la partie longue des courbes de taux US et Euro (10-30 ans) dans la mesure où les rendements à long terme peuvent encore augmenter en raison des émissions massives. Le soutien continu de la BCE et la perspective d'un plan de relance de l'UE nous permettent

Obligations américaines

Les marchés se sont stabilisés grâce à la liquidité induite par les mesures de relance, mais ils sous-évaluent les risques baissiers. Nous reconnaissons cet optimisme, mais pensons qu'il est crucial de maintenir des poches de liquidités. **Sur le crédit, la demande réduit les spreads.** Nous sommes constructifs, notamment sur le crédit à durée longue des entreprises de qualité bénéficiant de flux de trésorerie

Credit spreads IG



Source : Bloomberg, données quotidiennes au 15 juin 2020. Analyse basée sur les indices ICE BoA

GFI = Global Fixed Income, EM FX = Emerging markets foreign exchange, HY = High yield, IG = Investment grade, CHF = Swiss Franc, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential Mortgage Backed Securities, ABS = Asset Backed Securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, TIPS = Treasury Inflation-Protected Security, GFC = Global Financial Crisis of 2008, JPY = Japanese yen.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Les spreads se resserrent et les taux de défaut sont actuellement faibles - par rapport aux récessions précédentes - en raison de la liquidité sans précédent émise par les banques centrales. Ceci appelle à une forte sélectivité en termes de secteurs et de noms*

stables (financières, industrielles, biens de consommation). Les marchés de la consommation et de l'immobilier résistent bien et, par conséquent, nous sommes positifs sur les RMBS non émises par agences et voyons de la valeur dans les ABS subordonnés et ésotériques. Nous restons prudents sur les *US Treasuries* à 10 ans en raison des valorisations élevées et des inquiétudes liées à la hausse du déficit budgétaire, et pensons que la courbe des taux devrait se pentifier, les rendements à plus longue échéance augmentant en raison de la reprise de l'activité économique et de l'accroissement des émissions. Les TIPS offrent une protection contre l'inflation dans une perspective de moyen à long terme. Les prêts immobiliers émis par les agences offrent de la liquidité et la perspective de rendements plus élevés, mais la sélection est essentielle car le marché titrisé peut être à la traîne de la reprise et la faiblesse de l'emploi pourrait freiner les dépenses de consommation et le remboursement de la dette.

### Obligations émergentes

Nous privilégions la dette en devises fortes, mais les valorisations commencent à paraître moins attractives. Nous sommes plus positifs sur le HY (Serbie, Ukraine) car les valorisations sont attractives et les spreads pourraient continuer à se resserrer par rapport à l'IG. Mais **nous sommes plus prudents sur les taux**, compte tenu de la forte performance de la Russie, du Mexique et de l'Égypte. En devises locales, la sélectivité et le positionnement sur la courbe sont nécessaires. Il est également important de prendre en compte les élections américaines.

### FX

Dans les marchés développés, nous sommes prudents sur le dollar à court terme et sommes maintenant positifs sur l'euro/dollar. Dans les marchés émergents, nous sommes positifs sur les matières premières et les devises à bêta élevé dans un contexte de réouverture et de rebond du pétrole.

ACTIONS

## Le soutien des banques centrales, moteur du sentiment de marché



**KASPER ELMGREEN,**  
*Responsable Actions*



**YERLAN SYZDYKOV,**  
*Responsable mondial des marchés émergents*



**KENNETH J. TAUBES,**  
*Directeur des Investissements US*

### Évaluation globale

Les marchés intègrent le fait que le pire est derrière nous, entraînant un fort rebond des actions, ce qui signifie que les anticipations implicites ne sont plus déprimées. Toutefois, dans un contexte de données économiques moroses, d'élections américaines et de tensions géopolitiques, il est important pour les investisseurs de rester extrêmement sélectifs et de se concentrer sur des titres de qualité élevée. Dans le même temps, certains signes positifs de réouverture aux États-Unis et le Fonds de relance en Europe jouent en faveur d'une rotation vers les actions « value » et les valeurs cycliques qui pourraient bénéficier de la phase de reprise.

### Actions européennes

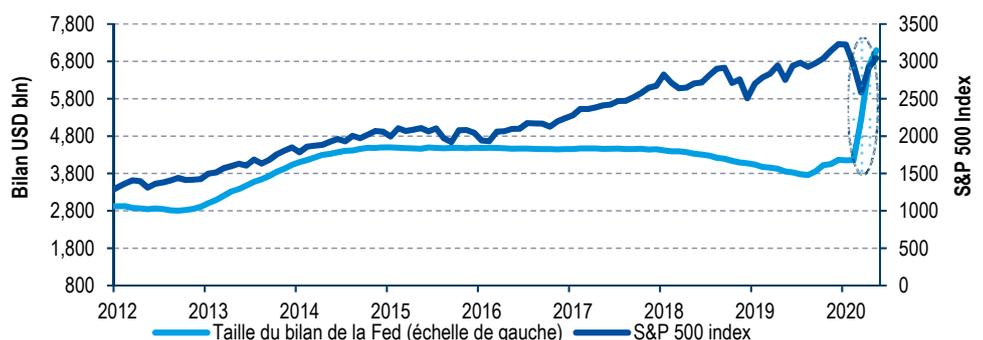
Dans l'ensemble, nous sommes prudents après la forte reprise, maintenons des réserves de liquidité significatives et réévaluons notre biais cyclique, en mettant l'accent sur des modèles d'activité résilients, non affectés par la crise et sur la solidité des bilans. Des opportunités de rotation existent dans les titres « value » des banques (préférer les banques aux assureurs), dans un contexte lié aux avancées sur le Fonds de relance de l'UE. Mais l'accent devrait être mis sur les entreprises affichant des bilans solides et des bénéfices élevés. Il est également important de prêter attention à la liquidité des petites capitalisations, où la situation est moins stable. Au niveau sectoriel, nous recommandons

une approche « barbell », avec une exposition à la fois aux secteurs défensifs (par exemple, des secteurs résilients mais attractifs tels que la santé) et cycliques (valeurs cycliques de qualité dans le luxe et les matériaux de construction), qui bénéficieront d'une reprise économique. Nous sommes prudents sur la technologie, à cause de valorisations élevées, et la consommation discrétionnaire (automobile), en raison de la combinaison de défis structurels et cycliques. Dans tous les cas, **l'agilité est nécessaire et nous continuons de nous concentrer sur la discipline des processus et la sélection des titres, ainsi que sur la gestion rigoureuse des risques de marché, de facteurs et de style.** Ceci nous permet de rechercher sélectivement des écarts de valorisation après toute correction du marché.

### Actions US

Les actions américaines ont fait preuve d'une forte résistance durant la crise du Covid-19. Élément important, alors que l'économie est affectée, environ les deux tiers du S&P 500 sont composés d'entreprises dont les secteurs ont été positivement ou pas du tout affectés par le confinement (technologie, santé, communication, consommation de base, etc.). La réouverture de l'économie est rapide et les valorisations sont raisonnables en dehors des quelques grands titres concentrés. Nous tablons sur une rotation en faveur des

### Le rebond du S&P500 tiré par le QE



## ACTIONS

*La confiance dans les banques centrales fait grimper les marchés actions. Une rotation vers les thématiques cycliques pourrait offrir des opportunités sur des marchés valorisés à la perfection*

valeurs « value » et de reprise, au sein desquels nous apprécions les valeurs de haute qualité, aux bilans solides et disposant d'avantage à long terme. Nous recherchons de telles sociétés aux valorisations attractives dans les financières (méga-caps financières), les industrielles, la consommation cyclique traditionnelle (services de communication) et les matières premières cycliques. Nous pensons que les cycliques pourraient afficher de meilleures performances en cas de reprise mais nécessitent une analyse fondamentale approfondie. Par ailleurs, nous sommes défensifs sur les valeurs sensibles aux taux (consommation non durable et services aux collectivités) en raison de leurs valorisations non viables, et nous évitons les valeurs de croissance chères. Les différentiels de valorisation entre les actions de croissance et les méga-capitalisations sont extrêmes. Du point de vue de la capitalisation boursière, une évolution à la baisse de la capitalisation boursière des « large caps » pourrait offrir des opportunités sélectives.

### **Actions émergentes**

Nous sommes un peu plus optimistes à l'égard des actions émergentes, mais nous restons prudents, et pensons que les mesures prises par les autorités vont soutenir une reprise de la croissance mondiale. Nous sommes prudents quant aux relations sino-américaines car des sanctions potentielles pourraient être préjudiciables (pour la Chine et l'ensemble de l'univers émergent). Les valorisations des actions des marchés émergents semblent plus attractives que celles des marchés développés, mais les perspectives de bénéfices restent difficiles. Nous sommes positifs sur la Russie et l'Inde et sommes à la recherche de plus de valeur et de cyclicité dans l'allocation sectorielle (industrielles, cycliques, matériaux).

THÉMATIQUE

## Maîtriser les risques de fragmentation de l'Union européenne



**DIDIER BOROWSKI,**  
Responsable Global Views



**PIERRE BLANCHET,**  
Responsable Investment Intelligence

*L'endettement public est une des principales sources de tension au sein de la zone euro*

Le Covid-19 est un choc symétrique avec des conséquences asymétriques. Les déséquilibres de l'Europe liés aux dettes publiques, aux modèles économiques nationaux et à des visions contradictoires fissurent l'union et augmentent la fragmentation. Cependant l'UE devrait être capable de maîtriser ces risques comme elle l'a fait lors de la crise financière de 2008.

La Conférence sur l'avenir de l'Europe qui était prévue début 2020 aura probablement lieu en septembre, dans un contexte marqué par la crise du Covid-19. La présidence de cette conférence ainsi que son agenda restent à définir, mais il est clair que le besoin de renforcer l'architecture institutionnelle de l'Union Européenne (UE) sera au cœur des débats. L'union souffre en effet d'un **risque de fragmentation sur plusieurs lignes** qui pourrait éroder sa capacité à réagir face aux défis de la prochaine décennie.

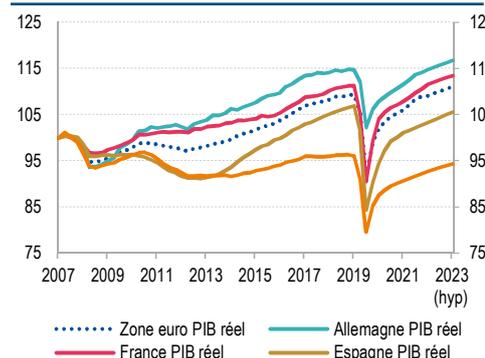
### Fragmentation par la croissance et de la dette

Plus de 20 ans après la création de l'euro, les pays de nord de l'Europe ont un PIB par habitant presque deux fois supérieur à ceux du sud. L'union monétaire (UEM) a entraîné une convergence des économies entre 1999 et 2008. Mais **depuis la Grande Crise Financière (GCF), la fragmentation économique s'est accrue**, en particulier au sein de la zone euro suite à la crise des dettes souveraines. Dit autrement, l'Europe fonctionnait bien lorsque tout allait bien, mais a montré ses limites pendant les phases de crises en particulier au sein de l'UEM. Une des

conséquences de cette fragmentation économique est la divergence des trajectoires d'endettement public. Le découplage entre la France et l'Allemagne est très net sur cet aspect, et montre que la fragmentation ne peut pas être réduite à une problématique nord / sud. Depuis la crise de la zone euro, le niveau et **la gestion des dettes publiques sont source de conflits et de défiance entre les États membres**. La dichotomie entre les dettes souveraines du nord et du sud structure d'ailleurs les marchés financiers entre dettes du cœur et de la périphérie, et les *spreads* de taux d'intérêt nous rappellent que le risque de convertibilité n'a jamais complètement disparu.

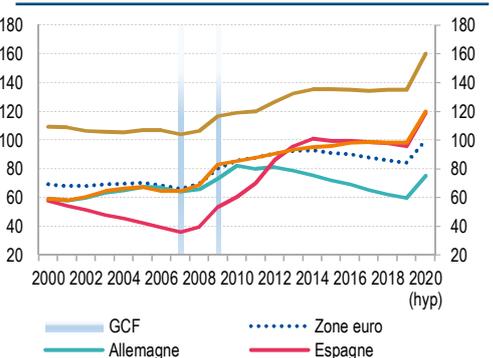
La crise du Covid-19 a amplifié la fragmentation dans la sphère économique réelle au sein de la zone euro. Par un accident malencontreux de l'histoire, ce sont en effet les pays les plus endettés et qui ont le plus souffert pendant la crise des dettes souveraines, qui ont été les plus touchés par la pandémie (Italie et Espagne en particulier). Le creusement des déficits publics **post Covid-19 va accélérer les divergences entre le nord et le sud**, et la faiblesse de la croissance réelle des pays du sud entraînera inévitablement

### 1/ L'Italie contrairement à l'Espagne ne s'est pas complètement remise de la GCF



Source : Recherche Amundi, Données au 22 juin 2020

### 2/ La dette espagnole en pourcentage du PIB a triplé depuis la GCF



Source : Recherche Amundi, Eurostat, Données au 22 juin 2020

THÉMATIQUE

Balance commerciale 9 pays*	PIB 2019 (EUR Mds)	Balance intra zone euro % PIB	Balance extra zone euro % PIB
Allemagne	3 435	7%	0%
France	2 419	1%	-4%
Italie	1 788	3%	0%
Espagne	1 245	-3%	0%
Pays Bas	812	-12%	20%
Belgique	473	-2%	5%
Autriche	399	4%	-5%
Irlande	347	12%	6%
Portugal	212	-2%	-8%

\* 9 pays représentant 95% du PIB de la zone euro  
Source: Recherche Amundi, Eurostat

Des visions différentes sur l'avenir de l'Union ont émergé entre et au sein des États membres

un débat sur la soutenabilité de leurs dettes. Les programmes d'achat d'actifs de la BCE jouent un rôle crucial dans ce contexte, en permettant d'éviter la fragmentation financière (dettes souveraines et privées). Néanmoins, ce n'est qu'une solution temporaire à un problème structurel. Les transferts pan-européens et les réformes au niveau national sont l'unique moyen de compenser ces déséquilibres et de renforcer la résilience de la zone euro face aux futurs chocs. Cette crise, comme les précédentes, montre les limites de l'architecture financière et institutionnelle de l'union monétaire.

**Fragmentation du modèle économique**

Le second risque de fragmentation vient du modèle économique et en particulier des degrés de dépendance interne vs dépendance externe des économies. Certains pays dépendent davantage de la demande extérieure que d'autres. La ZE bénéficie d'un excédent commercial très élevé (7 % du PIB en 2019). Tous les pays de la ZE affichent un excédent (sauf la France...) mais quelques-uns engrangent un large excédent en dehors de la ZE, comme l'Allemagne (6 %) ou les Pays-Bas (11 %). Cela montre que l'excédent d'épargne des pays d'Europe du Nord

ne vient pas financer les besoins d'investissement des pays du Sud. De plus, la dépendance des pays du Nord au commerce mondial est plus importante (automobiles, biens industriels) que celle du reste de l'UE-27. D'autres pays dépendent davantage de la demande intérieure, en particulier ceux qui ont un secteur des services plus important (France, Espagne<sup>1</sup>). La crise de Covid-19 montre que ces différences sont **source de vulnérabilité, car un choc symétrique produit des résultats asymétriques**. D'où la proposition de la Commission européenne de créer un « Fonds de relance » pour remédier à ce problème.

**Vision pour l'UE**

La troisième fragmentation provient de la vision nationale de l'UE, qui est plus complexe et ne se résume pas au débat dualiste traditionnel entre fédéralistes et nationalistes. Alors que le projet européen était considéré, il y a encore dix ans, comme un vecteur de paix et de richesse pour les Européens, des aspirations divergentes sont apparues entre États membres. Il faut rappeler qu'à l'origine de l'euro, tous les pays de l'UE étaient censés rejoindre l'union monétaire. Aujourd'hui, le projet européen est devenu ambigu. Le Brexit exige de repenser les objectifs

<sup>1</sup> « Les pays et les régions dont l'économie repose sur les services nécessitant un contact direct avec le client, les exportations ou un grand nombre de petites entreprises seront touchés beaucoup plus durement que les autres. Et même si chaque État membre soutient ses travailleurs et ses entreprises autant que possible, tous ne peuvent pas le faire dans les mêmes proportions. Il en résulte le risque d'une reprise déséquilibrée, de conditions de concurrence inégales et d'un accroissement des disparités. » Plan de relance de l'union [SWD(2020) 98 final]

## THÉMATIQUE

au-delà de la dimension économique et financière de la ZE. Les institutions européennes telles que la BCE et la CJE sont contestées par la Cour constitutionnelle allemande, ce qui illustre une **division plus profonde sur l'axe de la légitimité politique des institutions**. En outre, les opinions nationales souhaitent maintenir un certain degré de souveraineté sur des questions sensibles (politique étrangère et politique de migration notamment), ce qui se traduit par une montée des partis « anti-establishment » lors des élections nationales. Le débat entre fédéralistes et nationalistes s'est transformé en un débat entre une élite mondialisée et la population réelle. Ces tensions ne doivent pas être sous-estimées car elles sont au cœur du vote pour le Brexit.

Cela dit, les difficultés rencontrées par le gouvernement britannique avec le Brexit (et le coût économique induit) sont dissuasives. On constate que les partis « anti-establishment » (en France et en Italie) ne mettent plus la sortie de l'euro à leur agenda. **Ironie de l'histoire, le Brexit pourrait même ouvrir de nouvelles perspectives pour l'Europe**. En effet, la part de la ZE dans le PIB de l'UE est passée de 72 % (UE-28) à 86 % (UE-27). La France et l'Allemagne réunies (qui représentent plus de 50 % du PIB de la zone euro) deviennent de facto le nouveau centre de gravité de l'Europe, ce qui pourrait faciliter la mise en place d'un « nouveau projet ».

La crise de Covid-19 a accru la fragmentation économique dans la ZE et illustre une fois de plus la nécessité de renforcer l'architecture financière de

la zone. **Le débat sur le partage des risques va bien au-delà de celui sur le fédéralisme budgétaire, que les pays du Nord refusent de mettre en œuvre.**

La crise actuelle illustre la nécessité de forger des « outils » capables d'absorber des chocs asymétriques sans mettre les contribuables des pays du Nord dans la position de devoir un jour rembourser les dettes du Sud. Les propositions pour mieux partager les risques sont multiples. Le renforcement de l'union des marchés de capitaux (UMC), la création d'un instrument de dette commun et la révision des règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance (qui se sont avérées trop pro-cycliques) sont toutes des options qui sont ou seront sur la table. Mais trouver un compromis exigera des concessions de la part des pays qui bénéficieront potentiellement de transferts en temps de crise. Les États membres demanderont un « droit de regard » sur les politiques mises en place.

**Les déséquilibres et les fragmentations accrues pourraient devenir irréversibles s'ils ne sont pas traités. Les forces en jeu sont plus complexes que celles qui résultent du déséquilibre classique de la dette publique nord/sud, car les modèles économiques et la vision de l'UE constituent deux autres axes de discordance. Le Budget européen et le plan de reprise traitent en partie ces risques mais leur mise en place nécessite un soutien politique plus important afin d'aider l'UE à aller de l'avant.**

*Achévé de rédiger le 23/06/2020*

THÉMATIQUE



TRISTAN PERRIER,  
Analyste Global Views



PIERRE BLANCHET,  
Responsable Investment Intelligence

## Brexit : une sortie sans accord n'est pas exclue

La saga du Brexit, un temps éclipsée par la crise du Covid-19 revient sur le devant de la scène. Alors que les rounds de négociations se succèdent sans avancées concrètes, le refus britannique d'étendre la période de transition fait planer le risque que le Royaume-Uni sorte du Marché Unique sans accord à la fin de l'année. Les conséquences pour le sterling et les actions britanniques pourraient être négatives. Cependant, il est probable que face au risque de perturber la reprise économique après la récession historique que nous traversons, le pragmatisme l'emporte à la fin.

**Le thème du Brexit refait surface après quelques semaines durant lesquelles toute l'attention a été captée par l'épidémie Covid-19** (qui a contaminé au passage certains des principaux décideurs des deux côtés de la Manche). Les négociations ont repris, d'abord laborieusement puis avec une nouvelle dynamique sous l'impulsion du Premier Ministre Boris Johnson ces derniers jours, mais sans progrès notables alors que le calendrier se resserre, et que la tension monte entre les parties.

### Ni extension ni vraie avancée en vue d'un accord de libre échange

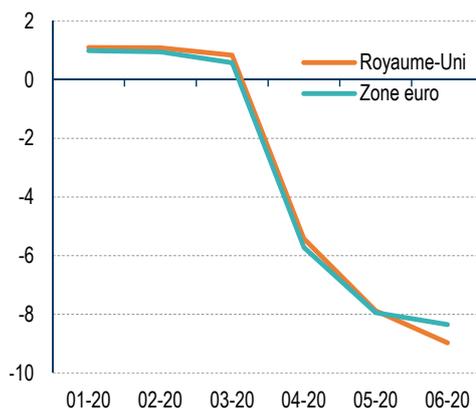
**Au moment où nous écrivons ces lignes, le Royaume-Uni refuse toujours de demander une extension de la période de transition au-delà de fin 2020** (la date limite pour faire cette demande étant, en principe, le 30 juin) comme le suggère Michel Barnier le négociateur pour l'Union européenne (UE). Sans extension, et en l'absence d'autres accords, le Royaume-Uni qui a quitté l'UE le 31 janvier, perdrait brutalement son accès au Marché Unique européen le 31 décembre.

**D'autre part, la négociation d'un accord de libre-échange bute toujours sur d'importantes divergences.** L'UE souhaite un accord global avec un mécanisme garantissant des « règles du jeu équitables » (*level-playing field*). Le Royaume-Uni, pour sa part, préfère donner la priorité à un certain nombre de secteurs. Surtout, il rejette pour l'instant tout mécanisme qui pourrait aboutir à un ajustement quasi-automatique de sa législation avec les règles du Marché Unique et à un règlement de litiges par la Cour de Justice de l'Union européenne.

Par ailleurs, les négociateurs britanniques contestent l'interprétation européenne de l'accord signé fin 2019, entre autres sur la frontière irlandaise qui s'était avéré le point le plus difficile à résoudre pour permettre au Royaume-Uni de quitter l'UE. Enfin, des sujets sensibles comme les droits de pêche ou la coopération judiciaire restent en suspens.

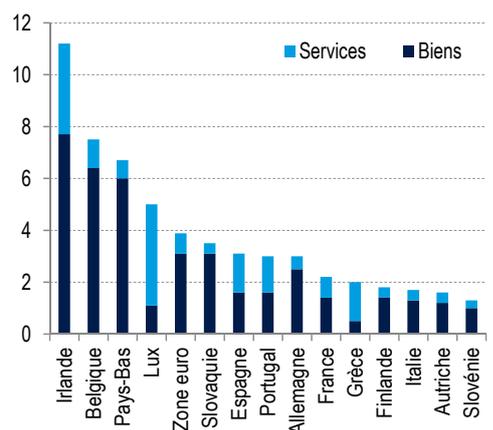
Le risque de "falaise du Brexit" à la fin de 2020 est réel.

### 1/ Le consensus attend à présent une chute du PIB plus sévère au R-U qu'en zone euro en 2020



Source : Consensus Economics, Recherche Amundi  
Données au 15 juin 2020

### 2/ Exportations vers le Royaume-Uni, % du PIB de chaque pays



Source : FMI, Recherche Amundi - Chiffres de 2016

THÉMATIQUE

*Les marchés pourraient intégrer le risque d'absence d'accord bien avant la date butoir de fin 2020*

**Un débloccage rapide est peu probable**

Les incitations politiques ne jouent pas en faveur d'un accord rapide. Côté UE, les États membres veulent éviter que le Royaume-Uni obtienne un accès « à la carte » au Marché Unique et, au final, un régime plus favorable à l'extérieur de l'UE qu'à l'intérieur. Côté britannique, B. Johnson, bien que contesté pour sa gestion de l'épidémie, peut compter sur une très solide majorité parlementaire qui ne le contraint pas à un accord rapide. Par ailleurs, il ne souhaite pas que son mandat soit uniquement centré sur la négociation du Brexit. De plus, la perception des risques économiques liés à une sortie sans accord du régime de transition, fin 2020, est passée au second plan au Royaume-Uni par rapport aux préoccupations liées aux dégâts immédiats causés par l'épidémie.

**Les marchés pourraient intégrer le risque de sortie sans accord au S2**

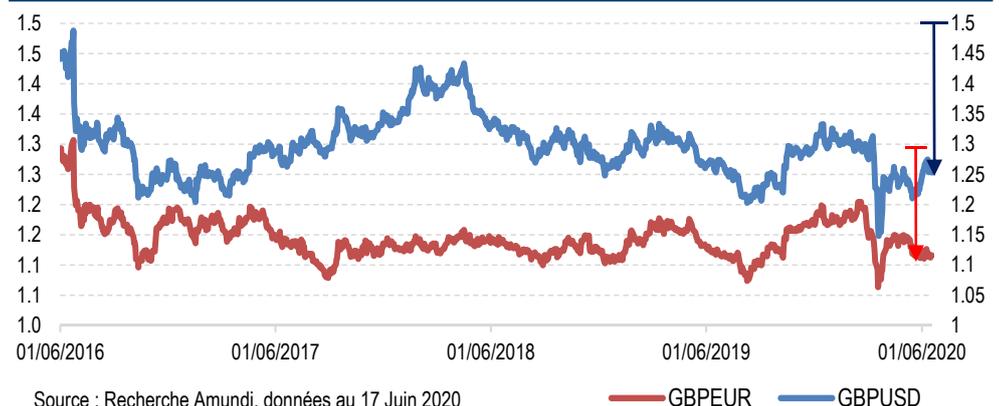
**Le risque d'une « falaise du Brexit » fin 2020 est donc réel**, les échanges commerciaux entre l'UE et le Royaume-Uni n'étant alors plus régis que par les clauses OMC. Au fur et à mesure de l'approche de cette échéance, les marchés pourraient s'en préoccuper. En effet, le coût économique de l'instauration de droits de douane et, surtout d'importantes frictions commerciales (contrôles aux frontières, divergences de normes) pourrait être considérable. Ce coût potentiel pourrait être davantage perçu d'ici quelques mois, lorsque l'économie britannique entamera sa convalescence, qu'aujourd'hui où il est occulté par l'effondrement du PIB lié à

la pandémie. Par ailleurs, si elle n'est pas complètement résolue à cette date, la question de la frontière nord-irlandaise pourrait avoir de lourdes implications politiques à la fois pour le Royaume-Uni (la perspective d'une frontière limitant la liberté de circulation en Irlande risquant de remettre en cause les accords de paix de 1998), et pour l'UE (une frontière ouverte en Irlande présentant un risque pour l'intégrité du marché unique).

Le Sterling qui a perdu près de 20 % par rapport au dollar US depuis le référendum de juin 2016 pourrait baisser de nouveau (en particulier face à l'Euro), si la probabilité du « no-deal » augmentait. Le marché des Gilt (bons du trésor britannique) qui est essentiellement animé par les investisseurs nationaux ne devrait pas, pour sa part être impacté, d'autant plus que la Banque d'Angleterre est engagée dans un programme substantiel de rachat de la dette de la couronne. Mais le marché des obligations d'entreprise pourrait en revanche être pénalisé tout comme certains secteurs de la cote action fortement imbriqués dans le marché unique (industrie, finance). Au cours des quatre dernières années les actions britanniques ont sous-performé les grands marchés mondiaux (-20 % par rapport à l'Europe et -50 % relativement aux US en devises constantes).

Comme c'est souvent le cas avec les facteurs politiques, les marchés intégreront probablement ce risque avant la date butoir de fin d'année, pour évoluer ensuite en sens inverse après cette échéance. Par conséquent, les risques baissiers sur les actifs

**3/ Livre sterling depuis le référendum du Brexit**



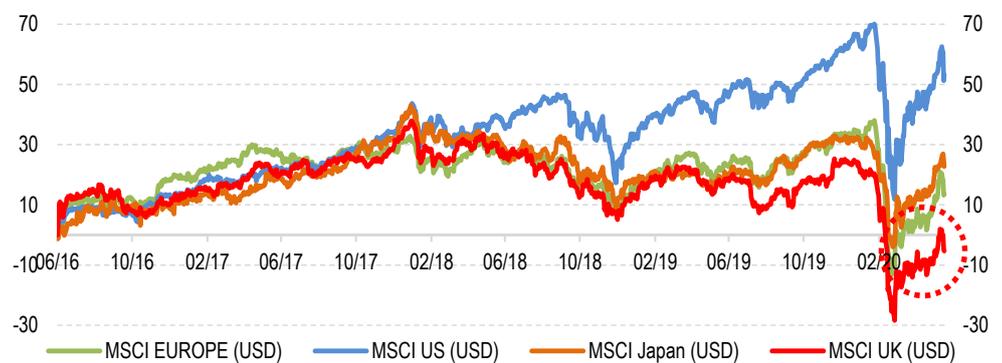
Au final, le plus probable est tout de même que le pragmatisme l'emporte

britanniques paraissent plus concentrés sur le S2 2020 que sur 2021.

**Il reste possible, toutefois, que la perception croissante de ces risques conduise les décideurs à réduire leurs divergences pour éviter un retour au seul régime de l'OMC.** Malgré tous les obstacles, la conclusion d'un accord de libre-échange limité n'est pas totalement impossible (rappelons que la situation de départ est celle

d'un alignement réglementaire, ce qui n'est pas le cas des négociations avec des pays tiers). À défaut, des mesures sectorielles, probablement temporaires, visant à mitiger le choc commercial pourraient tout de même être conclues. L'expérience de 2019 est, notamment, que B. Johnson peut se montrer, en fin de course, plus pragmatique que ce que son ton laisserait supposer.

#### 4/ Performances relatives des marchés d'action depuis le référendum sur le Brexit (en USD)



Source : Recherche Amundi, données au 17 Juin 2020

**Quoi qu'il en soit, il est peu probable que ce nouvel épisode du feuilleton du Brexit se dénoue avant plusieurs mois. Une issue favorable nécessiterait, en principe, un accord cet automne au plus tard afin qu'il ait le temps d'être ratifié par les instances nationales**

**et européennes. S'il peut encore se dénouer favorablement, ce feuilleton dont le premier épisode remonte à 2016, nous réserve certainement de nouveaux rebondissements.**

*Achévé de rédiger le 18/06/2020*

THÉMATIQUE



**VALENTINE AINOZ, CFA**  
Responsable adjointe  
de la Recherche Stratégie des  
marchés développés



**BELLAICHE MICKAEL,**  
Stratège Taux

*We are not even  
thinking about thinking  
raising rates  
(Powell, Juin 2020)*

## BBB-BB, un segment toujours attractif pour les investisseurs

Dans un environnement de faible croissance, de taux d'intérêt bas et de taux de défaut en hausse, les émetteurs notés investment grade et BB restent le segment idéal pour investir. (1) Les grandes banques centrales soutiendront ces émetteurs pendant une période prolongée par le biais de leurs programmes d'achat d'actifs. (2) La demande des investisseurs restera forte, motivée par un besoin de rendement dans un environnement de taux bas. (3) La probabilité de défaut de ces émetteurs reste très faible.

**Une reprise lente portée par une coordination entre politique budgétaire et politique monétaire sans précédent.**

**Le choc causé par la crise du Covid-19 est d'une ampleur inédite.**

Les mesures de confinement qui ont permis de sauver des vies, ont en même temps entraîné un recul très marqué et extrêmement rapide de l'activité économique mondiale. L'OCDE et la Banque mondiale ont communiqué récemment sur un recul du PIB mondial en 2020 de l'ordre de 5 à 6 %. En parallèle, les réponses apportées à cette crise par les États et les banques centrales, ont également été d'une ampleur et d'une rapidité sans précédent. Les gouvernements qui ont financé, dans un premier temps, des plans de soutien afin de maintenir la capacité opérationnelle des entreprises et d'éviter une perte de revenus trop importante des ménages, déploient aujourd'hui des plans de relance. Cette crise porte les déficits des États à des niveaux historiquement élevés. Aux États-Unis, le CBO estime que le déficit fédéral atteindra 3 700 Mds \$ en 2020 et 2 100 Mds \$ en 2021, soit respectivement environ 18 et 10 % du PIB. La Commission européenne estime

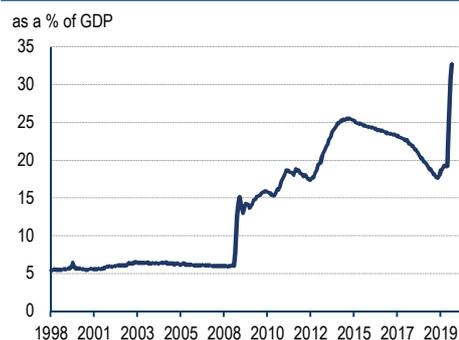
également que le déficit public de la zone euro atteindra 1 tr € en 2020 soit 8.5 % du PIB. Toutes ces estimations seront vraisemblablement revues à la hausse au cours des prochains mois.

**Nous resterons dans un environnement de taux bas au cours des prochains trimestres.**

Selon nous, cette offre massive de dette souveraine ne devrait pas se traduire par une hausse significative des taux. Les grandes banques centrales achètent des actifs à un rythme jamais vu auparavant et absorbent les nouveaux besoins de financement des États.

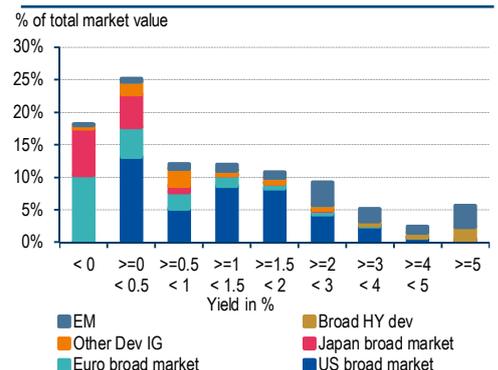
- La BCE a augmenté l'enveloppe de son programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) de 600 milliards d'euros à 1 350 milliards d'euros. Le PEPP a été prolongé au moins jusqu'à fin juin 2021.
- La Fed a annoncé en mars des achats illimités de bons du Trésor et de MBS. Lors de sa dernière réunion, la Fed a fixé un plancher pour les achats de QE. Le président de la Réserve fédérale, Jérôme Powell, a précisé que le rythme des achats serait d'au moins 120 milliards de dollars par mois avec 80 milliards de dollars de bons du Trésor et 40 milliards de dollars de titres adossés à des hypothèques.

### 1/ Les bilans cumulés des banques centrales du G4



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22/06/2020

### 2/ Les marchés obligataires: distribution du rendement



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22/06/2020

THÉMATIQUE

**Nous pensons que l'activité économique ne retrouvera pas son niveau d'avant crise avant 2022.**

Les actions coordonnées des banques centrales et des gouvernements ont un objectif clair (1) limiter la baisse des activités, (2) éviter des défaillances massives d'entreprises et (3) empêcher une forte hausse du chômage. Une forte augmentation du chômage et des faillites d'entreprises entraînerait une dépression et pas seulement un affaiblissement temporaire de nos économies. C'est pourquoi, les mesures de soutien envers les entreprises sont au cœur du dispositif de relance. Les marchés du crédit sont devenus un outil central dans la politique monétaire des grandes banques centrales.

**Les banques centrales ont pris des mesures fortes pour améliorer les conditions de financement**

**L'impact de la crise du Covid sur les marchés du crédit a été impressionnant.** Les *spreads* se sont écartés, surtout le marché US. Les courbes des *spreads* se sont fortement aplaties ou même inversées. L'activité sur le marché primaire a très fortement ralenti. Ce durcissement des conditions

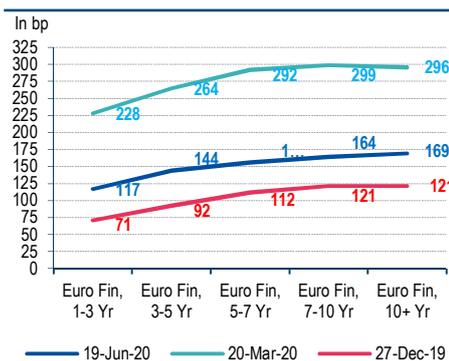
de financement et le manque de liquidité laissent craindre des effets de second tour négatifs sur l'activité économique.

**Les banques centrales ont pris des mesures fortes pour améliorer les conditions de financement sur les marchés du crédit.** Les résultats ont été rapides :

- Les *spreads* se sont resserrés en particulier sur les maturités les plus courtes.
- Les marchés ont bénéficié à nouveau de flux entrants. La demande des investisseurs a été soutenue par l'engagement des banques centrales.
- L'activité sur le marché primaire Investment Grade a atteint des niveaux records aux États-Unis et en Europe. Les volumes sur le marché primaire US IG s'élèvent déjà à 1 trillion de dollars en 2020 soit le total des émissions pour l'année 2019.
- L'activité sur le marché du High Yield a redémarré aux États-Unis suite à la décision de la Fed d'étendre son soutien aux titres Investment Grade rétrogradés au rang High Yield (anges déchus) à cause de la crise.
- Les entreprises ont utilisé les fonds levés pour renforcer leur bilan.

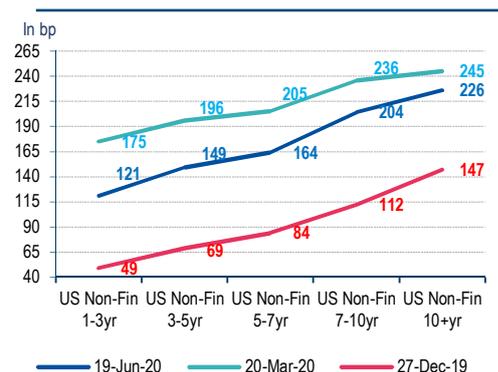
Les actions des banques centrales profitent aux émetteurs notés BBB-BB

3/ Courbe OAS: Euro IG Fin



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

4/ Courbe OAS: US IG Non-Fin



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

**Les taux de défaut sont attendus en hausse au cours des prochains trimestres**

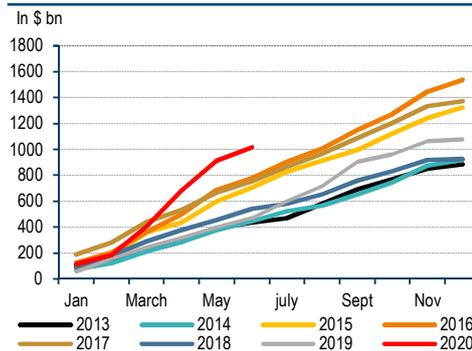
**Il est difficile d'évaluer à ce stade l'impact de la crise sur la solvabilité des entreprises.** L'accès à la liquidité reste aisé pour l'ensemble des émetteurs : prêts garantis par les États, utilisation des lignes de crédit existantes ou encore report d'échéances.

**Il est important de distinguer les entreprises en difficulté dont la situation va rester détériorée des entreprises en difficulté dont la situation va se normaliser.**

Avec la fin des mesures de garantie offertes par les États, les entreprises très endettées et ayant une faible capacité à générer du profit seront en difficulté. Il convient de noter que la dette de nombreuses entreprises était déjà élevée avant la

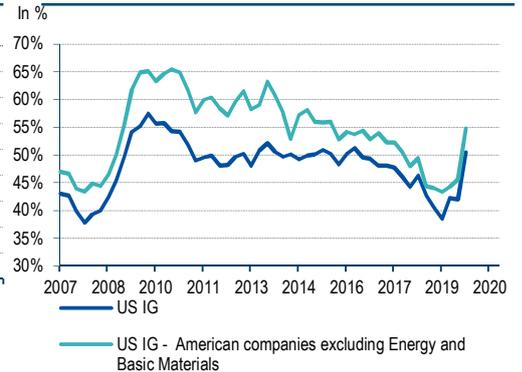
THÉMATIQUE

5/ US IG marché primaire (montants cumulés)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 20/06/2020

6/ US IG - ratio de liquidité



Source : Bloomberg, Recherche Amundi au T1 2020

Les taux de défaut sont en hausse

crise du Covid-19, et les entreprises en empruntant pour maintenir leur capacité de production ne font que renforcer leur endettement.

**De plus, une hausse des prêts non performants peut rendre les banques plus réticentes à octroyer des crédits et mettre à mal le mécanisme du canal du crédit bancaire de la politique monétaire.** Dans ce scénario, les entreprises ne bénéficieraient pas de l'accroissement de la liquidité bancaire (opérations de repo, achat de titres) qui se traduirait par une augmentation des réserves excédentaires.

**Nous anticipons une hausse des défauts au cours des prochains trimestres.** Le profil de défaut des entreprises pourrait être plus étalé dans le temps et différent du pic observé en 2008. Les entreprises ne vont pas être en défaut par manque de liquidité mais par manque de rentabilité vs un niveau d'endettement élevé.

**Les émetteurs Investment Grade et BB restent la stratégie idéale dans un environnement de croissance faible, de taux bas et de taux de défaut en hausse :**

1. Les banques centrales soutiendront ces émetteurs pendant une période prolongée via les programmes d'achat d'actifs. Les grandes entreprises seront favorisées pour accompagner la reprise et limiter la montée du chômage.
2. La demande des investisseurs restera motivée par le besoin de rendement dans un environnement de taux bas. L'association des politiques budgétaire et monétaire devrait éviter une hausse des rendements obligataires.
3. La probabilité de défaut de ces émetteurs demeure très faible. Les entreprises ont utilisé les fonds levés pour renforcer leur bilan.

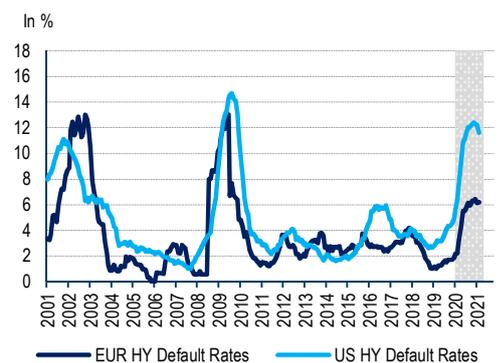
Achévé de rédiger le 22/06/2020

7/ Zone euro: prêts aux entreprises non-financières



Source : ECB, Bloomberg, Recherche Amundi, données au 30/04/2020

8/ Taux de défaut à 12 mois



Source : Moody's, Recherche Amundi, données au 29/05/2020

THÉMATIQUE



**NOAH FUNDERBURK,**  
Vice-président,  
Gérant de portefeuille  
Amundi Pioneer

*De nombreux investisseurs considèrent la crise financière mondiale de 2008 comme une sorte de test de résistance permettant d'anticiper ce qui pourrait arriver dans les années à venir*

## Immobilier résidentiel aux États-Unis Pas d'effondrement attendu des prix du logement

Le revenu médian étant appelé à décliner, nous anticipons un léger recul des prix de l'immobilier résidentiel en 2020. Le scénario de référence pour les prix de l'immobilier s'est dégradé. Toutefois, ce qui importe, à notre sens, c'est que le scénario catastrophe d'une chute importante de l'immobilier reste peu probable. Une analyse rétrospective de la crise financière mondiale de 2008 suggère qu'une chute significative des prix de l'immobilier est peu probable, car les circonstances ayant conduit à la crise de 2008 furent uniques et, dans la plupart des cas, aux antipodes des circonstances actuelles.

En l'espace de quelques semaines, la réaction des pouvoirs publics au Covid-19 a radicalement altéré les perspectives économiques. Confrontés à un risque de taux de chômage à deux chiffres, de nombreux investisseurs considèrent la crise financière mondiale (crise de 2008) comme une sorte de test de résistance permettant d'anticiper ce qui pourrait arriver dans les années à venir. Si un tel exercice ne manque pas d'intérêt, la comparaison des chiffres clés de la crise de 2008 avec ceux du marché immobilier actuel reste limitée en raison des différences considérables entre le marché immobilier actuel et celui ayant amené la crise de 2008. En revanche, une analyse approfondie des déterminants des prix de l'immobilier permet de formuler des prévisions plus réalistes et mieux ciblées. Nous envisageons actuellement un léger recul à un chiffre du prix des biens immobiliers au cours des prochaines années et continuons à considérer le

revenu médian comme le principal moteur du prix des biens immobiliers à l'avenir.

### Déterminants de l'évolution des prix de l'immobilier

Malgré leur caractère interdépendant, une analyse séparée en quatre catégories des déterminants de l'évolution des prix de l'immobilier pourra s'avérer utile :

1. Correction de l'accessibilité
2. Surplus d'offre
3. Ventes forcées
4. Chute des revenus

### Correction de l'accessibilité

L'accessibilité comme indicateur incontournable. Historiquement, les ménages se sont montrés disposés à consacrer jusqu'à un tiers environ de leur revenu mensuel après impôt à leur budget logement. C'est ce qu'illustre le tableau ci-dessous, où nous comparons la « valeur

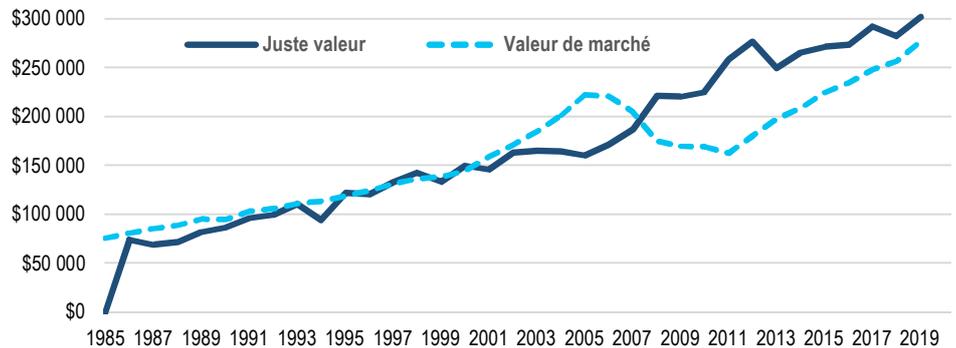
### Facteurs de baisse des prix de l'immobilier

	Crise financière de 2008	Crise actuelle
<b>Correction de l'accessibilité</b> ↓	Les prix de l'immobilier ont corrigé par rapport à leurs niveaux inaccessibles d'avant la crise.	↑ Nous abordons la récession actuelle avec des prix immobiliers globalement accessibles.
<b>Surplus d'offre</b> ↓	Au cours des années fastes précédant la crise financière mondiale, les constructeurs de logements avaient trop construit, entraînant un excès d'offre.	↑ Au cours des dix dernières années, le manque de constructions a entraîné une pénurie, plutôt qu'un excédent d'offre sur le marché du logement.
<b>Ventes forcées</b> ↓	Des millions de propriétaires firent l'objet de saisies pendant la crise financière mondiale, les ventes forcées représentant plus de 40 % de l'ensemble des ventes immobilières.	↑ Une évolution fondamentale des politiques de financement hypothécaire a permis d'imposer des règles de souscription de prêt mieux adaptées ainsi que des stratégies de limitation des pertes qui donnent la priorité aux modifications plutôt qu'aux liquidations.
<b>Chute des revenus</b> ↓	Le revenu médian des ménages déclina d'environ 8 % durant la crise financière.	↓ Nous anticipons une diminution des revenus qui entraînera une baisse marginale des prix de l'immobilier.

Source : Amundi Pioneer. Mai 2020.

THÉMATIQUE

1/ Immobilier : valeur de marché vs juste valeur



Au 31 décembre 2019. Données actualisées sur une base semestrielle. Source : Amundi Pioneer, National Association of Realtors et Federal Housing Finance Agency (FHFA).

de marché » (prix de vente médian d'un bien immobilier) avec une estimation de la « juste valeur ». Nous évaluons la juste valeur en calculant ce qui est accessible en fonction du revenu médian pour un ménage qui consacrerait 30 % de son revenu après impôt à l'achat de son logement en utilisant un financement traditionnel (avec un apport de 20 % et les taux de crédit en vigueur). Dans les années précédant immédiatement la crise de 2008, le graphique fait apparaître que la corrélation à long terme entre la valeur de marché et la juste valeur s'est brisée, les prix de marché grimpant en flèche dans un contexte de bulle spéculative alimentée par la dette. Lorsque la bulle a éclaté, les prix ont enregistré une correction exagérée à la baisse. Au cours des huit années environ qui se sont écoulées depuis que les prix de l'immobilier ont touché leur point bas, nous avons assisté à un rétablissement des prix de l'immobilier, mais pas dans des proportions suffisantes pour renouer avec

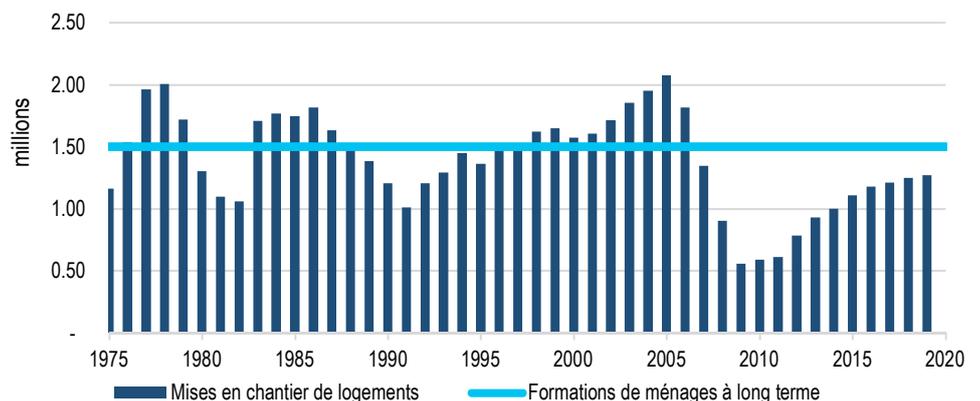
la juste valeur. Le marché du logement étant entré dans la récession actuelle avec des prix immobiliers globalement abordables, nous n'anticipons pas de correction comparable à celle enregistrée durant la crise de 2008.

**Surplus d'offre**

Chaque année, de nouveaux logements sont construits afin de répondre à la demande croissante des nouveaux ménages qui se forment. À court terme, les prix des biens varient en fonction de l'offre et de la demande de logements. Dans les années qui précèdent immédiatement la crise de 2008, stimulés par des signaux de prix erronés, les constructeurs de maisons se précipitèrent pour développer l'offre, avant de voir la demande de logements s'effondrer lorsque la crise éclata. L'excédent qui s'ensuivit exacerba la baisse des prix. Depuis lors, les mises en chantier de logements individuels neufs n'ont pas encore retrouvé un

*Si la demande de logements décline à mesure que le chômage et l'incertitude augmentent, un nouvel équilibre pourrait être atteint grâce à la quantité de biens plutôt que grâce à leur prix*

2/ Mises en chantier de logements vs formations de ménages



Au 31 décembre 2019. Données actualisées sur une base semestrielle. Source : Amundi Pioneer, National Association of Realtors et Federal Housing Finance Agency (FHFA).

THÉMATIQUE

Les logements constituent des actifs réels dont le prix a tendance à fluctuer en fonction des revenus

rythme correspondant aux taux de formation des ménages à long terme. De ce fait, le marché du logement a abordé la crise actuelle avec les stocks les plus bas en plusieurs décennies. Nous en déduisons deux répercussions pour les prix de l'immobilier à l'avenir. Tout d'abord, le fait d'entrer dans la crise actuelle dans une situation de pénurie plutôt que d'excédent pourrait protéger le marché du logement d'une baisse drastique du prix des biens immobiliers. Deuxièmement, si la demande de logements décline à mesure que le chômage et l'incertitude augmentent, un nouvel équilibre pourrait être atteint grâce à la quantité de biens plutôt que grâce à leur prix, dans la mesure où les chiffres de la construction accuseront une baisse bien plus importante que les prix.

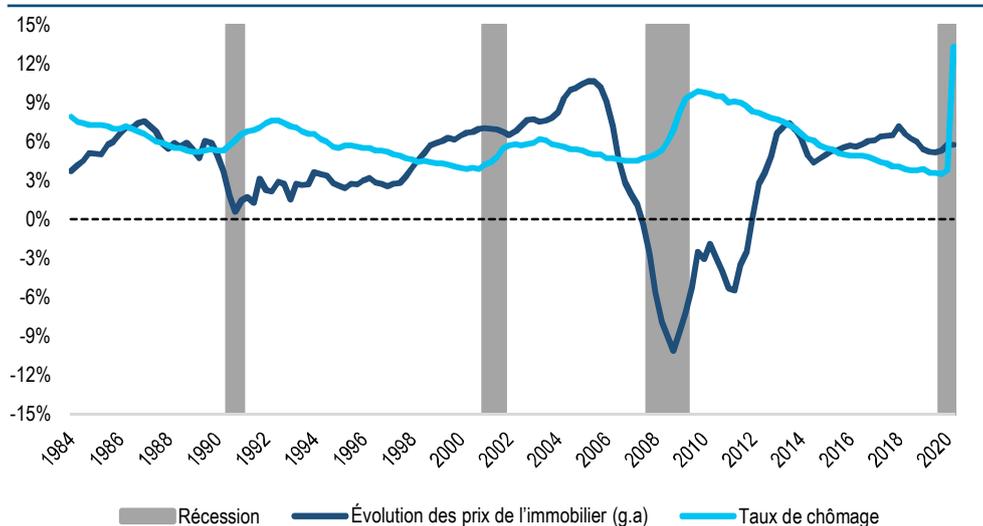
**Ventes forcées**

Au cours de la crise de 2008, l'offre de logements issus de ventes forcées monta en flèche, créant une boucle de rétroaction favorisant une baisse des prix des logements. Des millions de nouveaux propriétaires sans emploi choisirent d'interrompre leurs paiements, les évaluations trop optimistes d'avant-crise s'étant écroulées, de sorte que ces derniers n'avaient plus de capital à défendre dans leur maison. Des millions d'autres rencontrèrent des difficultés financières malgré un emploi stable lorsque les « taux d'appel » à court terme de leurs prêts hypothécaires

arrivèrent à échéance et que leurs mensualités devinrent inabordables. Avant l'annonce de moratoires sur les saisies immobilières en 2010, les ventes forcées étaient passées d'environ 6 à 8 % à plus de 40 % de l'ensemble des ventes de logements. (Source: Attom Data Solutions, 31 janvier 2017)

Les ventes forcées ont tendance à se négocier avec une décote par rapport aux ventes non forcées parce que les acheteurs ont un pouvoir de fixation des prix, que les transactions sont souvent payées uniquement en espèces et que, dans de nombreux cas, les acheteurs potentiels n'ont pas été en mesure de réaliser de visite sur place. Les ventes forcées de maisons font généralement diminuer tous les prix, en raison de l'« effet de substitution ». Si les ventes forcées sont susceptibles d'augmenter dans le cadre de la crise actuelle, nous ne prévoyons rien de comparable à ce qui s'est passé lors de la crise de 2008, grâce, notamment, aux enseignements qui ont pu être tirés de cette crise. Nous anticipons donc un impact limité des ventes forcées sur le prix de l'immobilier, car leur volume sera faible grâce à l'amélioration de la qualité des souscriptions, des évaluations, des crédits et des procédures de limitation des pertes, qui privilégient les aménagements par rapport aux saisies. En outre, pour le nombre réduit d'incidents de crédit aboutissant à une vente forcée, le processus de saisie exigera encore plus de temps

**3/ Les prix de l'immobilier ont bien résisté lors des récessions sauf durant la crise provoquée par l'immobilier**



Source : Bloomberg au 17 juin 2020

en raison des programmes de report d'échéances qui ont été annoncés. Lorsque l'offre de logements saisis atteindra le marché, nous estimons que les revenus des ménages auront déjà amorcé une reprise.

### **Chute des revenus**

Les logements constituent des actifs réels dont le prix a tendance à fluctuer en fonction des revenus. La baisse probable des revenus devrait entraîner une baisse du prix des logements. Voilà le seul déterminant des prix de l'immobilier pour lequel la situation actuelle est comparable à celle de la crise de 2008. Nous pensons même que le chômage pourrait augmenter encore plus rapidement pendant la récession actuelle que lors des récessions précédentes. Cela dit, nous pensons que le critère principal à considérer en rapport avec le prix des logements doit être le revenu, en raison de la relation logique et de longue durée entre le prix des logements et le revenu et parce que le chômage a toujours été un indicateur imparfait du revenu. En effet, les statistiques du chômage sont faussées par des facteurs tels que le sous-emploi et le découragement des travailleurs. De plus, il existe un décalage entre les tendances de l'emploi sur le marché du travail au sens large et le sous-ensemble du marché du travail qui englobe les propriétaires actuels et potentiels. Enfin, dans la récession actuelle, nous constatons que les programmes sans précédent de stabilisation des revenus adoptés par le gouvernement fédéral devraient altérer la relation historique entre le chômage et le revenu.

Comme c'est le cas pour de nombreux investisseurs, nous nous sommes appuyés sur les enseignements de la crise de 2008 pour élaborer nos projections quant à la crise actuelle. Au vu des disparités évoquées plus haut entre la crise actuelle et celle de 2008, nous attribuons une faible probabilité aux scénarios qui prévoient une évolution comparable des prix de l'immobilier lors de ces deux crises. Il convient, en outre, de souligner que lors des trois récessions survenues depuis les années 1980, la seule où l'immobilier a connu une baisse généralisée est celle qui fut justement provoquée par l'immobilier.

### **Conséquences pour l'immobilier**

Nous nous attendons à ce que les prix de l'immobilier suivent la tendance baissière de l'économie en général, avec de légères baisses à un chiffre cette année, suivies d'un rétablissement des prix de l'immobilier en parallèle de la reprise attendue des revenus et de l'emploi. C'est par la quantité plutôt que par le prix que l'équilibre entre l'offre et la demande de logements devrait se rétablir. Nous nous attendons à ce que de vastes programmes de report d'échéances et de réaménagement des crédits aient lieu avant que les prêteurs n'aient recours à des saisies ou à des ventes à perte. Fannie Mae et Freddie Mac ayant déjà annoncé jusqu'à douze mois de report d'échéances pour les emprunteurs en difficulté et les délais de liquidation habituels étant de l'ordre de 12 à 24 mois pour les emprunteurs qui ne peuvent pas se redresser, nous nous attendons à ce que plusieurs années s'écoulent avant que l'offre de ventes forcées ne devienne significative. Or à ce stade, les revenus auront déjà commencé à se rétablir.

### **Risques baissiers**

Le taux de chômage a atteint un pic en raison de l'impact du confinement sur l'activité économique et pourrait atteindre 20 %, mais nous pensons qu'il devrait repartir à la baisse dès que les mesures de distanciation sociale seront assouplies et que l'économie redémarrera. Les revenus et l'emploi pourraient prendre plusieurs années avant de se rétablir complètement et le calendrier et les modalités de leur reprise restent très incertains. Une deuxième ou troisième vague d'infection pourrait retarder la reprise, tout comme un retard dans la mise au point de traitements à plus long terme contre le virus. En outre, la reprise économique est en partie conditionnée à l'efficacité des politiques budgétaires et monétaires. Si celles-ci s'avèrent insuffisantes ou inefficaces, le prix médian de l'immobilier suivra le revenu médian à la baisse. Enfin, notons que l'immobilier reste déterminé par des facteurs locaux, de sorte que les prix d'ensemble du secteur immobilier ne sont pas nécessairement représentatifs pour toutes les zones géographiques et tous les niveaux de prix.

*Nous attribuons une faible probabilité aux scénarios qui prévoient une évolution des prix de l'immobilier comparable à celle observée pendant la crise de 2008*

---

*Toute amélioration du contexte macroéconomique devrait se traduire par une hausse marginale des prix de l'immobilier grâce à une légère hausse des revenus et un retour à un marché marqué par les pénuries de logements.*

---

### **Risques haussiers**

À la veille de cette crise, nous nous attendions à ce que l'augmentation des prix de l'immobilier soit légèrement supérieure à l'inflation, mais avec un potentiel haussier compte tenu de la situation tendue en matière d'offre de logements. Nous pensons que toute amélioration du contexte macroéconomique devrait se traduire par une hausse marginale des prix de l'immobilier grâce à une légère hausse des revenus et un retour à un marché marqué par les pénuries de logements. En outre, les taux d'intérêt offrent du potentiel haussier, même dans des

environnements moins favorables. En effet, les taux hypothécaires sont actuellement proches de leurs plus bas historiques. Pourtant, ceux-ci n'ont jamais été aussi élevés par rapport aux rendements des bons du Trésor depuis les années 1980 (à l'exception notable des trois mois qui ont immédiatement suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008). Ces taux historiquement bas constituent un vent favorable pour les prix immobiliers qui devrait se renforcer à mesure que le spread entre les taux hypothécaires et les rendements des bons du Trésor se normalise.

*Achévé de rédiger le 17/06/2020*

**LE THÈME DU MOIS**

**HKD: traverser les turbulences**

Prise au piège de la lutte entre Pékin et Washington, Hong Kong peut-elle s'en sortir sans ses privilèges commerciaux? L'annonce de Donald Trump est-elle symbolique ou destructrice pour le territoire? L'ancrage du dollar de Hong Kong va-t-il s'effondrer? Nous allons examiner ces questions une par une dans la présente analyse.



**CLAIRE HUANG**  
Macrostratège, Marchés émergents



**JOEVIN TEO**  
Responsable de la gestion taux - Asie

**Maintien de Hong Kong malgré la perte de ses privilèges commerciaux**

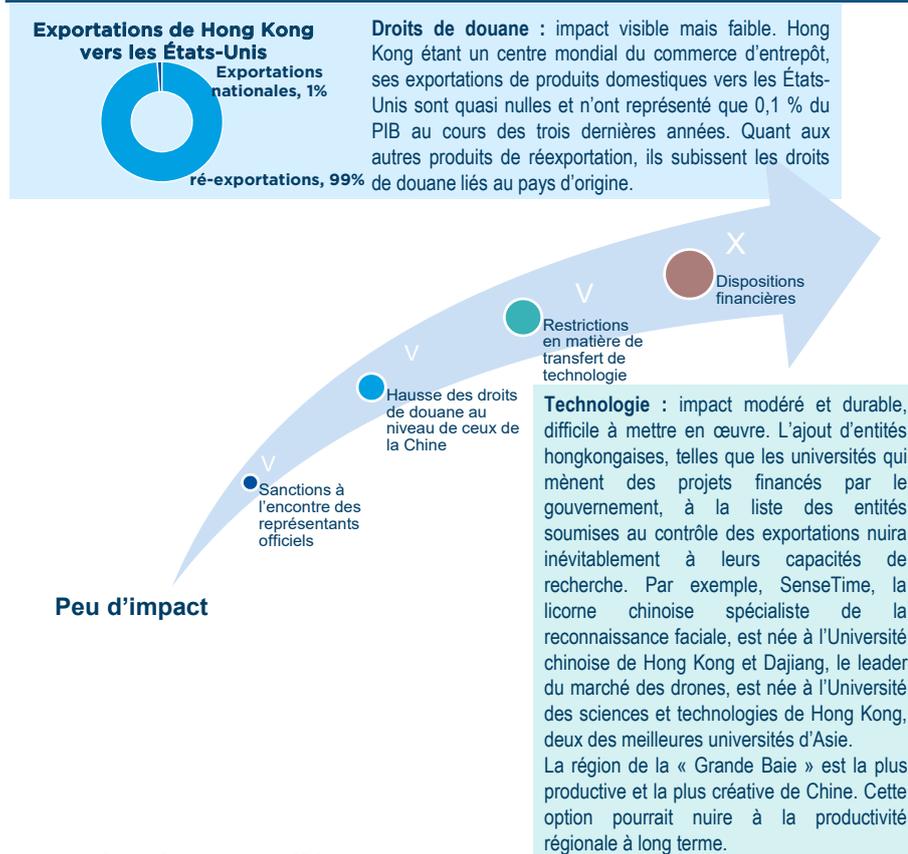
De par son statut de centre financier mondial de premier plan et d'économie parmi les plus ouvertes du monde, Hong Kong se classe régulièrement en première position en termes de compétitivité économique et de solidité institutionnelle.

Pour autant, ce territoire n'est pas à l'abri des luttes opposant Pékin et Washington. En réponse à la promulgation de la Loi sur la sécurité nationale à Hong Kong à la fin du mois de mai, l'administration Trump a promis de mettre fin aux exemptions américaines accordées à Hong Kong. Après avoir examiné les options une par une, nous sommes arrivés à la conclusion que la révocation du statut spécial de Hong Kong laisserait ce territoire dans une

position similaire à la précédente, à moins que les États-Unis n'optent pour l'« option nucléaire » consistant à isoler Hong Kong de Wall Street.

La suppression de la politique commerciale préférentielle dont bénéficie Hong Kong entraînera une hausse des droits de douane qui n'aurait que peu de conséquences économiques, dans la mesure où les exportations intérieures de Hong Kong vers les États-Unis ne représentent que 0,1% du PIB. Le reste des exportations est en effet constitué de réexportations, qui sont soumises à des droits de douane selon leurs pays d'origine. Ainsi, étant donné la taille réduite du secteur manufacturier de Hong Kong (1% du PIB) et l'absence de participation à la chaîne de production régionale, l'ajout de Hong Kong à la liste de contrôle américaine des

**1/ Hong Kong piégée dans la lutte entre les États-Unis et la Chine**



Source : Recherche Amundi, CEIC

**Impact élevé**



**LE THÈME DU MOIS**

*La libre circulation des capitaux et la libre convertibilité du HKD continueront à être garanties par la « Loi fondamentale »*

exportations affectera surtout la R&D dans la région, sans affecter les chaînes d’approvisionnement. Si le choc à court terme semble minime, ces nouvelles barrières pourraient néanmoins s’avérer coûteuses pour Hong Kong à plus long terme en termes de progrès technologique.

Mais, pour l’heure, les marchés ne s’inquiètent pas outre mesure, dans la mesure où les États-Unis n’ont pas menacé de priver Hong Kong de son accès financier au monde occidental. Cette option pourrait, en effet, faire plus de mal que de bien aux États-Unis, car Hong Kong est aujourd’hui non seulement le pays qui contribue le plus à l’excédent commercial américain (26 milliards de dollars en 2019), mais il est également celui dont la créance extérieure nette est la plus importante, avec 94 milliards de dollars en fin 2019, soit 0,5 % du PIB américain. En 2019, les entreprises américaines comptaient 278 sièges d’entreprises dans la région et plus de 1000 bureaux régionaux ou locaux à Hong Kong.

**Arrimage maintenu entre l’USD et le HKD**

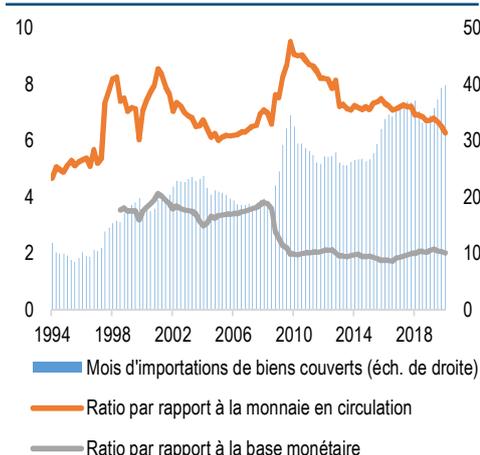
Compte tenu du degré élevé d’incertitude, il est légitime de se demander si Hong Kong sera en mesure de maintenir son système d’arrimage des taux de change (Linked Exchange Rate System ou LERS) et de continuer à maintenir la parité USD-HKD dans la fourchette visée de 7,75 à 7,85. Nous pensons que les autorités de Hong

Kong et de Chine continentale sont capables et désireuses de protéger le LERS. Notons également que Hong Kong dispose de toute l’autonomie nécessaire pour concevoir sa politique monétaire, y compris sa politique de taux de change.

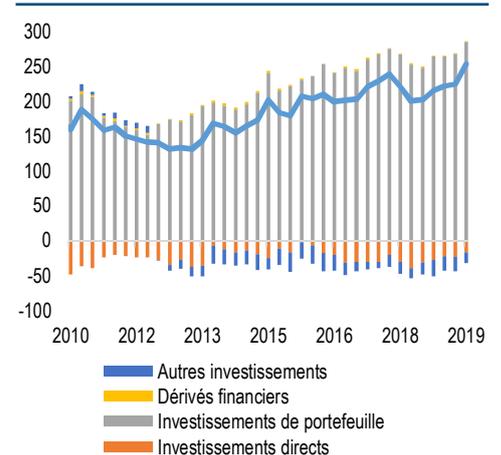
D’ailleurs, les dernières déclarations politiques sont plutôt rassurantes. Le gouvernement et l’autorité monétaire de Hong Kong (HKMA) ont envoyé un message fort en réaffirmant la libre circulation des capitaux et la libre convertibilité du HKD, qui restent garanties par l’article 112 de la « Loi fondamentale ». En outre, la PBoC a indiqué le 4 juin qu’elle soutiendrait résolument le développement des marchés financiers de Hong Kong et qu’elle maintiendrait leur stabilité et leur prospérité économique et financière. Le 8 juin, Pékin a annoncé son intention de renforcer son soutien à Hong Kong après l’introduction de la Loi sur la sécurité nationale, en renforçant son statut de centre financier international et en continuant à le positionner comme un super-agent entre la Chine continentale et le reste du monde.

De son côté, l’autorité monétaire de Hong Kong, qui s’est forgé une longue expérience en matière de gestion financière, dispose de suffisamment de munitions pour défendre la monnaie. Elle détient des réserves en devises atteignant 440 milliards de dollars, soit le double de la base monétaire totale et peut couvrir de 30 à 40 jours

**2/ Hong Kong : adéquation des réserves de change**



**3/ Positions nettes d’investissements internationaux privés (PII) (% des réserves de change)**



**LE THÈME DU MOIS**

*La demande pour le HKD a fait un bond en raison des afflux de capitaux, entraînant un élargissement record du spread HIBOR-LIBOR en 20 ans*

*La compétitivité de Hong Kong sera soutenue par la forte croissance régionale et sa position de porte d'entrée vers la Chine continentale*

d'importations de marchandises non-déstinées à la réexportation. La solidité de la position extérieure de Hong Kong devrait également contribuer de manière positive. Le territoire conserve une position nette gigantesque en matière d'actifs gérés par rapport au reste du monde. Durant les phases de turbulences, les rapatriements d'actifs extérieurs peuvent contribuer à atténuer les pressions de fuite des actifs non-résidents, avant même que la banque centrale ne soit obligée de puiser dans ses réserves d'épargne.

**HKD renforcé par les flux de capitaux entrants**

Malgré un fort mouvement du spot USD-HKD après l'annonce du Congrès national du peuple, l'USD-HKD s'est, depuis, échangé dans la partie haute de la bande de fluctuation. La grande quantité d'introductions en bourse à venir a provoqué une hausse de la demande pour le HKD, entraînant un élargissement du *spread* HIBOR-LIBOR à son plus haut niveau en 20 ans, dans un contexte de baisse des taux de la Fed. Le fort différentiel de taux d'intérêt a également contribué à renforcer le HKD.

Plusieurs facteurs continueront à soutenir la force du HKD. Après l'assouplissement des règles de double cotation à Hong Kong, un plus grand nombre d'entreprises chinoises cotées aux États-Unis choisiront de se faire coter sur le HKEX, comme ce fut le cas pour JD.com et NetEase. Le calendrier des dividendes des

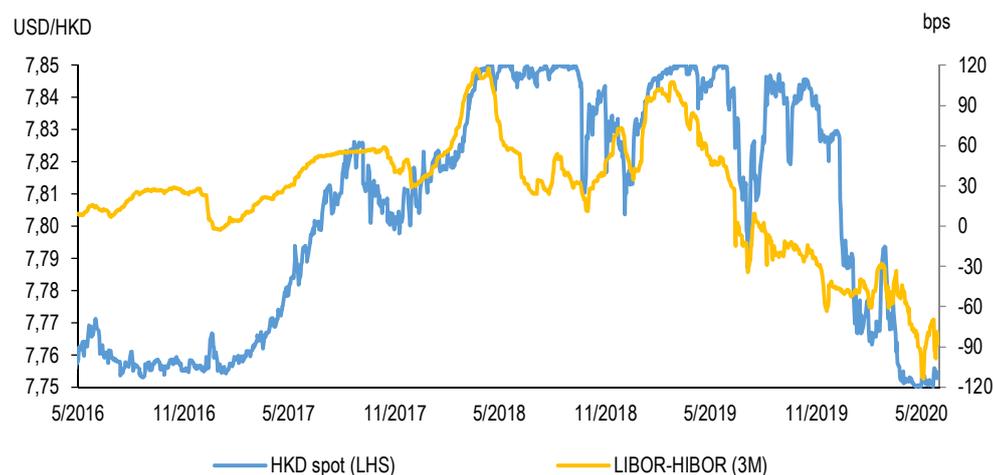
entreprises chinoises et la vigueur des flux du « Southbound trading link » vont générer un afflux de capitaux supplémentaires à court terme.

D'autres baromètres des flux de capitaux, notamment les prix de l'immobilier et la croissance des dépôts, indiquent que les pressions au départ sont jusqu'à présent modérées. Malgré la récession économique de 2019-2020, les dépôts à Hong Kong ont réussi à enregistrer une croissance positive, grâce à une expansion des dépôts en devises étrangères. Les prix de l'immobilier sont légèrement plus élevés qu'il y a un an, ce qui est particulièrement surprenant compte tenu des troubles sociaux qui persistent.

**Une affaire de confiance**

Nous ne pouvons exclure le risque qu'une escalade importante des tensions entre les États-Unis et la Chine entraîne de nouvelles repréailles de part et d'autre, ni le risque de mesures financières américaines à l'encontre de Hong Kong quand bien même ces dernières restent très peu probables. Les options envisageables vont de l'exclusion du secteur bancaire de Hong Kong du réseau SWIFT au retrait des accords réglementaires bilatéraux, notamment, les accords d'application entre la SFC de Hong Kong et la SEC américaine ou la position de la HKMA dans le comité de surveillance de la CLS réglementée par la Fed, pour n'en nommer que quelques-uns. Dans ce scénario de risque, une fuite des capitaux et une hausse de la parité

**4/HKD vs différentiel de taux d'intérêt**



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, Données au 5 juin 2020

## LE THÈME DU MOIS

USD/HKD pourraient être inévitables. Cela dit, la HKMA pourrait avoir suffisamment de munitions pour couvrir une forte correction à sens unique, étant donné que les engagements bruts du portefeuille d'investissement de la ville représentent 1,3 fois ses réserves de change.

Il ne s'agit pas ici d'un scénario de référence, mais toute anticipation future d'une hausse des taux de la Fed pourrait entraîner un rétrécissement du *spread* à court terme entre les États-Unis et Hong Kong, ce qui pourrait entraîner une faiblesse du HKD. Dans

une telle situation, la HKMA serait en mesure de réduire les liquidités afin de relever les taux d'intérêt du HKD, sans que la viabilité structurelle de l'ancrage ne soit remise en question.

À plus long terme, la compétitivité de Hong Kong sera soutenue par la forte croissance régionale et sa condition de passerelle vers la Chine continentale. Ces éléments devraient apaiser certaines préoccupations relatives aux incertitudes politiques découlant des relations entre les États-Unis et la Chine.

*Achévé de rédiger le 11 juin 2020*

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

### Mise à jour mensuelle

À la lumière des événements récents, nous avons modifié à la marge notre vue sur le scénario de base et les scénarios alternatifs. Nous avons également augmenté la probabilité de notre scénario central de 50 à 60 % tout en réduisant la probabilité du scénario haussier de 30 à 20 %.

#### SCÉNARIO BAISSIER 20 %

- **Deuxième vague de foyers infectieux fin 2020**
  - La pandémie prend de l'ampleur avec de lents progrès médicaux
  - Les mesures de confinement nationales sont rétablies
- **L'économie rechute au 4<sup>e</sup> trimestre 2020 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2021**
  - L'augmentation des défauts de paiement des entreprises entraîne une crise de solvabilité
  - Un chômage élevé persiste sur fond de tensions sociales grandissantes
- **Récession mondiale profonde et prolongée menant à une dépression et à une crise financière**
- **Les politiques monétaires et budgétaires s'avèrent insuffisantes**
  - L'action des BC est contrainte (taille et liquidité des marchés)
  - Les réponses budgétaires en Europe arrivent trop tard
- **La stagnation séculaire revient au premier plan, la monétisation de la dette et la démondialisation sont la nouvelle norme**

#### SCÉNARIO CENTRAL 60 %

- **Rebond à court terme (T3 2020) après la profonde récession de courte durée S1 2020) et convergence vers les niveaux d'avant la crise avec des divergences sur le calendrier et les écarts (T2 2021 dans les émergents, d'ici fin 2022 dans les économies avancées)**
  - La pandémie est contenue à des niveaux gérables
  - Fragmentation du crédit et augmentation du nombre de défauts
  - Lente diminution du chômage
  - Fragilité croissante en Asie du Sud, en Afrique et au LATAM
- **Monétisation des nouvelles émissions de dettes souveraines dans le monde et expansion des bilans des banques centrales**
  - Les mesures de soutien d'urgence disparaissent en 2021.
  - Vents contraires persistants (effets d'hystérèse, faiblesse des entreprises, épargne de précaution)
- **Le secteur manufacturier rebondit plus rapidement que les services, et la reprise de la consommation est lente**
- **Le commerce mondial se rétablit, mais sur des niveaux plus faibles qu'avant la crise. Le cycle économique mondial dépend de plus en plus sur les moteurs domestiques**
- **Lente reprise économique**

#### SCÉNARIO POSITIF 20 %

- **L'économie revient à son niveau d'avant la crise mi-2021 (États-Unis et zone euro), avec une croissance au-dessus du potentiel au S2 2020 et S1 2021**
  - Quasi-disparition de la pandémie (traitements, vaccin ou disparition naturelle)
  - Soutien budgétaire efficace (Europe/États-Unis) avec des multiplicateurs élevés
- **L'action coordonnée des politiques monétaire et budgétaire se poursuit avec des retombées rapides sur l'économie et les marchés financiers**
  - La mobilisation de l'épargne « forcée » des ménages et la reprise des investissements des entreprises soutiennent la demande
  - Les politiques publiques cherchent à accroître la productivité
- **Une reprise économique en forme de V qui entraîne une forte progression des actifs risqués**

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

### Le point sur le rétablissement après Covid-19

La pandémie a bouleversé le paysage tel qu'il se présentait à la fin de l'année 2019. Le Covid-19 a déclenché une profonde contraction économique mondiale qui a atteint son point bas à la fin du deuxième trimestre 2020. Un rebond se produira au cours du troisième trimestre. Une série de mesures de relance nous permettra de progresser vers une reprise séquentielle, avec des divergences entre les régions et au sein de celles-ci. Nous anticipons un retour des économies émergentes vers leur niveau (PIB) d'avant la crise au cours du deuxième trimestre 2021, tandis que les économies avancées devront patienter jusqu'à fin 2022.

**Dans ce contexte, la croissance, les taux, l'inflation, les politiques monétaires et budgétaires sont étroitement imbriqués. Le décalage d'un seul d'entre eux pourrait affecter les résultats de l'ensemble.** Nous tablons sur le maintien de politiques monétaires ultra-accommodantes, avec des taux d'intérêt stables et bas dans le monde entier. La forte demande des banques centrales entraînera un plafonnement des rendements, tandis que le recalibrage par rapport au segment à court terme des courbes permettra d'atténuer les tensions sur les taux d'intérêt à long terme. En réalité, les gouvernements financent l'urgence par des émissions à court terme. Les programmes d'achat des banques centrales et les garanties des États soutiennent les *spreads*, afin de minimiser les taux de défaillance, du moins à court terme.

Dans un contexte de rendements faibles, **le portage suscite de l'appétit pour le crédit.** Les politiques monétaires dopent les marchés d'actions, mais leur déconnexion par rapport aux fondamentaux accentue les risques baissiers. Nous restons plus prudents que le consensus et anticipons une baisse des BPA suivie d'un rebond en 2021. L'effondrement des écarts de taux d'intérêt et le déficit à long terme des États-Unis plaident en faveur d'une **baisse du dollar à moyen terme. La prudence est de mise.**

### Méthodologie

#### – Scénarios

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

#### – Risques

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

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

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

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 10 %

##### Dépression

- **Une seconde vague de la Covid-19 et une augmentation du nombre de décès**, entraînant le rétablissement des mesures de confinement, pèseraient sur le sentiment, augmenteraient les tensions politiques nationales et internationales, et déclencheraient une reprise économique en forme de W
- **Récession mondiale longue et profonde** : la demande, indépendamment des mesures de relance, demeure faible et le chômage reste historiquement élevé, ce qui pourrait compromettre les perspectives économiques à moyen terme. Une fois la crise sanitaire terminée, il sera plus difficile d'apporter une réponse politique coordonnée, ce qui conduira l'économie mondiale à une stagnation prolongée
- **Détresse généralisée et pics des taux de défaut de paiement** forçant le désendettement et un repli de l'investissement et de l'emploi. La récession se transforme en dépression

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

**-** Pétrole, actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, exportateurs émergents en devise locale

#### RISQUE FINANCIER 15 %

##### Instabilité financière

- **Vulnérabilité croissante des entreprises**
  - Avant la crise de la Covid-19, l'endettement des entreprises a atteint des niveaux supérieurs aux sommets atteints avant la grande crise financière
  - L'ampleur de la récession augmentera les risques de solvabilité, quels que soient les mesures prises par les banques centrales et les programmes de garantie du gouvernement
  - Les taux de défaut pourraient atteindre 15 %, voire 20 %, avec des répercussions sur le marché du crédit et des tensions sur les bilans des banques
  - Contagion au secteur bancaire et aggravation des risques financiers
- **Crise de la dette souveraine**
  - La dette publique augmentera en pourcentage du PIB dans la plupart des pays au cours des prochaines années (à partir de niveaux déjà élevés en Europe, au Japon et aux États-Unis). Cela pourrait conduire à une dégradation des notations et une hausse des taux d'intérêt à long terme
  - Les économies émergentes fragiles (exportateurs de matières premières, tourisme) pourraient également faire face à une crise de la balance des paiements et accroître les risques de défaut

**+** CHF, JPY, or, CDS, optionalité, volatilité minimale

**-** Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

#### RISQUE (GEO)POLITIQUE 15 %

##### Tensions politiques aggravées par le Covid-19

- **Tensions entre les États-Unis et la Chine** sur de nombreux points, allant de la réponse face à l'épidémie de Covid-19, au commerce et à la technologie. La campagne électorale américaine et la rhétorique agressive de Donald Trump pourraient exacerber les tensions et les effets négatifs. La phase 2 de l'accord commercial pourrait s'avérer plus difficile dans un contexte économique détérioré
- **Fragmentation européenne**
  - L'Union européenne ne parvenant pas à adopter et/ou à mettre en œuvre le plan de relance, cela finirait par compromettre l'intégration politique
  - Ou le fonds de relance arrive trop tard et sa mise en œuvre est défailante. La position de la BCE serait affaiblie, car les divergences économiques sont exacerbées et l'UEM devient insoutenable.
  - Une vision divergente de l'avenir de l'UE pourrait conduire à une sortie de certains pays.
  - Brexit sans accord
- **Repli sur les intérêts de sécurité nationale** lié à une résurgence du coronavirus entraînant une nouvelle vague de conflits commerciaux

**+** 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

- Le consensus du marché sur les perspectives économiques continue d'être revu à la baisse. Il est susceptible de baisser encore, à mesure que les données du T2 liées à la période de confinement sont disponibles. Mais les surprises économiques globales devraient amorcer un mouvement de revirement (c.-à-d. de moins en moins négatif), car le consensus a déjà corrigé de façon significative.
- Aux États-Unis l'indice Citi ESI a atteint des sommets historiques compte tenu de surprises positives sur les données « non vérifiées » et les données brutes.

### FONDAMENTAUX & VALORISATION

- **Nous anticipons une chute des bénéfices au T2 et au T3 2020, et un rebond en 2021.**
  - De manière générale, le potentiel haussier du scénario central n'est pas suffisamment élevé pour contrebalancer la détérioration supplémentaire du scénario de risque baissier.
  - Valorisations : Les ratios cours/bénéfices (PER) sont loin de signaler des points d'entrée (PER du S&P500 à 17 et de l'Euro Stoxx 600 à 15 en 2020).



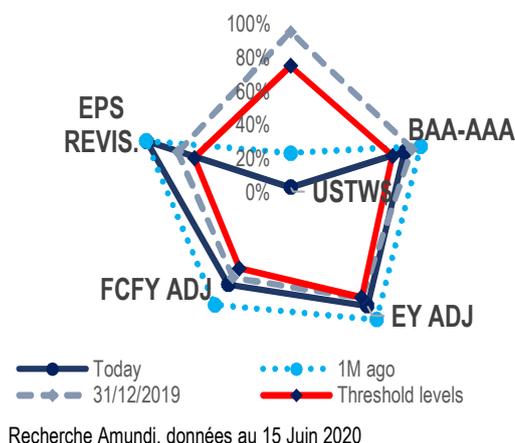
### FACTEURS TECHNIQUES

- En ce qui concerne les signaux tactiques (c'est-à-dire les facteurs techniques au-delà des indicateurs de sentiment), **la situation reste mitigée, mais des signes d'amélioration sont visibles par rapport au mois dernier.** Les facteurs techniques ont fait évoluer le marché depuis fin mars. Les signaux de suivi de tendance en particulier, ont été un soutien important des actifs risqués. Mais les indicateurs de sentiment, restés négatifs depuis l'épidémie de Covid-19 commencent à s'améliorer début juin.

### SENTIMENT

- Les conditions financières se sont encore assouplies suite à l'intervention des BC
  - i) les indicateurs de santé du système bancaire (TED, Libor/OIS, billets de trésorerie) retournent à des niveaux normaux, ii) les *spreads* de crédit des entreprises se sont resserrés massivement. Cependant, **le principal changement de paramètre sentiment est lié au CAST, qui est passé positif suite à l'évolution du USD** (variation trimestrielle). Les indicateurs de flux (données State Street), après avoir été « neutre+ » en avril et mai, ont rapidement évolué en territoire RISK ON sur fond de regain d'appétit pour actifs à rendements élevés (tant corporate que souverain) et plus récemment pour les actions (le changement d'allocation aux actions a bondi depuis le début du mois).

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



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

Les « sentinelles » se sont éloignées des niveaux d'alerte en raison de l'affaiblissement du dollar, certaines, dépendant des conditions financières.

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

Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée, et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

## POINTS CLÉS

### 1 USD

**La hausse de l'EUR/USD a été trop rapide et va trop loin. Nous confirmons notre objectif à court terme entre 1,07 et 1,10, et notre objectif à moyen terme de 1,14.**

- Depuis le mois de mai, le soutien en faveur de l'euro a été motivé par : (1) une perception plus faible du risque politique (proposition de la Commission européenne d'un fonds de relance, absence de réaction ferme des États-Unis vis-à-vis de la nouvelle loi de sécurité de la Chine à Hong Kong et engagement des deux parties à faire perdurer la phase 1 de l'accord commercial) et (2) le rééquilibrage de la prime de croissance en faveur du reste du monde grâce à une reprise de l'expansion budgétaire.
- Bien que nous admettions que le risque extrême de l'euro a considérablement diminué, nous continuons à penser que **le mouvement actuel est en avance sur un certain nombre de facteurs à court terme**. En outre, le différentiel des anticipations de croissance des BPA à 12 mois penche toujours en faveur des États-Unis, tandis que les matières premières physiques (notre indicateur de croissance préféré) n'ont pas rebondi de manière conséquente. Nous préférons l'EUR à la GBP (tout en couvrant le risque de Brexit) et anticipons une correction par rapport à l'USD.
- Les conditions financières se sont assouplies, mais restent fragiles. Nous peinons à constater le transfert vers le système des liquidités abondantes en USD dont disposent les banques (les *spreads* TED et LIBOR-OIS sont revenus à des niveaux normaux). Les taux de change continueront d'être la classe d'actifs qui prend ce risque en compte et qui soutient l'USD.

### 2 Inflation

**Nous tablons sur un risque à court terme d'inflation faible, voire de désinflation. Par la suite, une inflation plus élevée à moyen/long terme est probable, mais pas d'hyperinflation.**

- Un écart de production négatif et un manque de dynamisme sur les marchés du travail permettront de surmonter quelques flambées passagères des prix sur certains articles ou l'effet de base du pétrole. L'objectif de la BCE se situe à 0,9 % pour 2022.
- Une charge excessive de la dette sur fond de fusion monétaire et budgétaire pourrait entraîner une hausse des taux d'inflation à moyen et long terme.
- Les banques centrales devront gérer la dynamique des prix de manière systématique pour éviter une stagnation prolongée, au cas où les taux réels ne baisseraient pas suffisamment pour équilibrer l'épargne du secteur privé et les investissements. Les banques centrales pourraient être amenées à revoir leur mandat pour permettre des dépassements temporaires et ainsi éviter un durcissement prématuré.

### 3 Catalyseurs potentiels du marché

- (+) Combinaison positive d'une baisse des cas de Covid-19, d'une hausse des PMI et d'un soutien politique entraînant une hausse des prévisions de croissance
- (+) Consolidation de l'engagement et du capital politique au sein de la zone euro, le Conseil européen approuvant le plan de relance de l'UE
- (+) Amélioration du marché de l'emploi aux États-Unis
- (+/-) Élections américaines en novembre, date limite pour le Brexit en fin d'année
- (-) Creusement de l'écart entre la Chine et les pays émergents
- (-) Échéance de début août fixée par la Cour constitutionnelle allemande pour l'évaluation de la proportionnalité du PSPP de la BCE

POINTS CLÉS

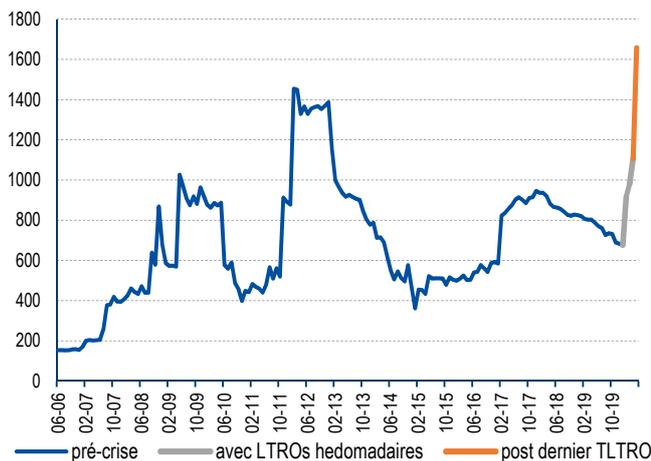
**TLTRO : positif pour les *spreads* et un soutien pour l'économie réelle**

550 milliards d'euros de liquidités nettes ont été ajoutés avec succès grâce au TLTRO de la BCE, en plus des 400 milliards d'euros déjà injectés depuis mars par le biais des LTRO hebdomadaires. Depuis le déclenchement de la crise de la Covid-19, près de mille milliards d'euros de liquidités supplémentaires ont été injectés grâce à un financement à long terme. Ce taux de participation élevé constitue un test positif de l'efficacité de la politique monétaire et budgétaire en matière de soutien aux PME et d'assouplissement des conditions financières.

Les raisons du succès de ces opérations se trouvent dans les coûts de financement et des termes attractifs, l'augmentation du volume de collatéral et des contraintes moins fortes sur leur nature dans le contexte des prêts garantis par les États. On note en particulier le succès des opérations hebdomadaires qui ont permis aux banques de refinancer l'ensemble des opérations précédentes avec des conditions avantageuses.

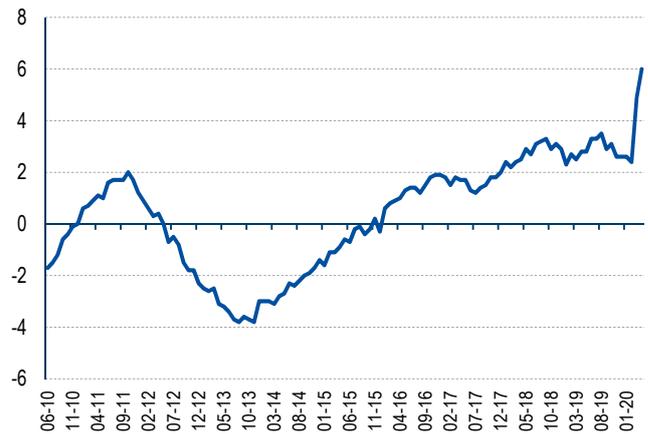
En parallèle, on note une croissance du volume de prêts aux entreprises non-financières dans un contexte économique pourtant déprimé. Cette liquidité, transmise par les banques à la sphère réelle de l'économie, devrait réduire le risque de solvabilité des petites et moyennes entreprises.

**BCE (T) LTROs : encours, en milliards d'euros**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données à juin 2020

**Crédits aux SNF par les IFM de la ZE (en %)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données à avril 2020

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Le marché américain a constitué une position de base au cours du cycle 2009-2019. Il y a de la marge pour un rattrapage des marchés plus cycliques, mais les élections américaines pourraient être source d'incertitude sous la forme d'une victoire potentielle des Démocrates (dans les deux chambres). Cela pourrait entraîner des changements dans la réglementation et la politique fiscale. Toutefois, l'abondance de liquidités qui alimentent les marchés va perdurer, de même que les faibles taux d'intérêt, qui pourraient à nouveau soutenir les valeurs de qualité représentant une part importante du marché américain. Le marché américain est concentré sur quelques grandes valeurs et les valorisations tendent à être plus attractives en dehors de cette concentration.
	Europe	-/=		L'Europe a souffert au cours du dernier cycle. Deux facteurs ont ravivé l'intérêt international: le plan de relance de l'UE (Recovery Fund), s'il devait être confirmé, et le rattrapage cyclique/valeur. Mais il reste du chemin à parcourir pour cette reprise. Le risque est que, si l'Europe est un pari « value », les secteurs de la finance et de l'énergie - qui sont des secteurs « value » - ont été affectés, ce qui pourrait limiter leur surperformance.
	Japon	=		Le Japon a connu des hauts et des bas au cours du cycle précédent. Étant l'un des marchés les plus cycliques au monde, il bénéficie du rattrapage cyclique actuel. Si la reprise était confirmée, il pourrait en bénéficier jusqu'à la fin de l'année.
	Marchés émergents	=		Dans l'ensemble, les marchés émergents sous-performent depuis 2011, à l'exception de la période 2016-18. Ils pourraient rattraper leur retard si le dollar confirmait sa baisse. L'Asie est potentiellement plus sûre, compte tenu, entre autres facteurs, de son exposition à la technologie, mais les tensions sino-américaines et les risques géopolitiques (Corée du Nord) pourraient constituer un frein.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Du point de vue d'une allocation globale, nous conservons notre préférence pour la duration des bons du Trésor américain par rapport aux autres obligations de la dette émergente, en raison de meilleures valorisations absolues et relatives et de la possibilité pour la Fed de disposer d'une plus grande marge de manœuvre grâce à un QE illimité. Selon nous, la Fed devrait absorber la plupart des émissions supplémentaires nettes de bons du Trésor américain au cours des prochains mois. Sur les portefeuilles américains, nous sommes prudents sur les bons du Trésor américain compte tenu de la hausse du déficit budgétaire et des plans de soutien budgétaire sans précédent.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Malgré un resserrement récent, les <i>spreads</i> IG américains offrent toujours des valorisations absolues et relatives attractives. L'activité sur le marché primaire est élevée, bénéficiant de la recherche de rendement et de flux d'investissement, tandis que la Fed continuera de soutenir la demande pour cette classe d'actifs grâce à son programme d'assouplissement quantitatif. La sélectivité devient de plus en plus pertinente dans un environnement macroéconomique et microéconomique morose.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=	▲	Le HY devrait rester soutenu par les récentes annonces de soutien des banques centrales. Les valorisations des <i>spreads</i> du HY américain semblent plus étroites que celles des autres marchés de crédit. C'est pourquoi, parallèlement aux problèmes de liquidité, nous privilégions les titres de qualité supérieure par rapport aux titres à faible notation, ces derniers ne retenant que partiellement l'augmentation du risque de défaut. La sélection des secteurs et des émetteurs reste clé.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes prudents sur les emprunts d'État européens core mais légèrement constructifs sur les pays périphériques après la récente reprise et extension du PEPP de la BCE, et les mesures encourageantes sur le front budgétaire de l'UE. Les courbes « core » devraient rester stables, proches des niveaux de taux actuels. Toutefois, nous avons encore besoin de détails concrets concernant la mise en œuvre du Fonds de relance.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	<b>Euro Obligations d'entreprise IG</b>	++		Nous sommes positifs sur l'Euro IG, notamment sur la dette BBB et les financières. La BCE soutiendra les facteurs techniques de cette classe d'actifs directement par le biais du CSPP et du PEPP et indirectement dans la mesure où ils incitent les investisseurs à rechercher du rendement. Parmi les différents marchés de crédit, les valorisations apparaissent attractives, alors que les fondamentaux tendent à présenter un endettement financier inférieur à celui des États-Unis. Toutefois, la sélection reste clé.
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=	▲	Dans l'UE, les taux de défaut sur le HY devraient augmenter moins qu'aux États-Unis, grâce à une qualité de crédit moyenne supérieure et à une moindre exposition au secteur de l'énergie en difficulté. Nous préférons la dette de grande qualité et plus liquide notée BB en raison d'un profil risque-rendement attrayant. Il est extrêmement important de mettre l'accent sur la sélection, les risques idiosyncratiques et la liquidité.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous sommes prudents en ce qui concerne la dette des pays émergents, mais favorisons les devises fortes par rapport aux devises locales. Dans le premier cas, nous pensons que les <i>spreads</i> entre le HY et l'IG pourraient encore se réduire et que les valorisations sont attractives au sein du HY. Le soutien de la vigueur du dollar devrait se maintenir à court terme. Toutefois, le risque de défaut souverain doit faire l'objet d'un suivi attentif.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous sommes neutres sur la dette émergente en devise locale et pensons qu'il y a plus de marge de sélectivité dans cette classe d'actifs. Nous restons prudents - mais légèrement plus constructifs - sur les devises émergentes. Il est important de prendre en compte le risque électoral américain.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Les perspectives sont modérément positives pour les matières premières, en supposant une reprise mondiale. Le pétrole WTI devrait évoluer dans la fourchette \$/b 30-40, tandis que les banques centrales accommodantes et les taux réels bas soutiendront l'or. Les tensions géopolitiques liées au conflit sino-américain devraient accroître la volatilité des métaux de base à l'approche des élections américaines.
	<b>Devises</b>			Dans la mesure où la plupart des pays assouplissent les mesures de confinement et avec la prompte intervention politique, le dollar va perdre du terrain à l'approche de 2021. La réduction de l'avantage sur les taux et les anticipations d'un rebond de la croissance mondiale réduiront l'attrait des actifs américains. La trajectoire ne sera pas linéaire, dans la mesure où la situation à court terme reste morose et où la liquidité ne se traduit pas nécessairement par une plus grande solvabilité.

### LÉGENDE

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

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

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 18/06/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
<b>Monde</b>	3,1	-4,3/-2,9	4,0/5,1	3,0	2,4	2,5
<b>Pays développés</b>	1,7	-7,5/-5,9	3,6/4,8	1,5	0,7	1,1
<b>États-Unis</b>	2,3	-6,5/-4,5	3,0/4,0	1,8	1,0	1,2
<b>Japon</b>	1,2	-4,7/-4,1	2,0/2,6	0,7	0,1	0,5
<b>Royaume-Uni</b>	1,4	-9/-7	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
<b>Zone euro</b>	1,2	-10/-8	4,5/6,5	1,2	0,6	1,1
<b>Allemagne</b>	0,6	-7,5/-5,5	2,5/3,5	1,5	0,7	1,2
<b>France</b>	1,2	-11,0/-9,0	6,4/8,4	1,3	0,6	1,1
<b>Italie</b>	0,3	-12,5/-10,0	3,8/5,8	0,7	0,1	1,0
<b>Espagne</b>	2,0	-13,5/-11,5	6,5/8,5	0,7	0,3	1,0

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** si les données réelles disponibles permettent d'évaluer l'impact économique du confinement sur l'activité et la production au cours du deuxième trimestre, les données prospectives et de haute fréquence pointent vers une reprise graduelle faisant suite à la levée des mesures de confinement. L'activité va rebondir au troisième trimestre, puis s'améliorer encore au quatrième à mesure que la demande latente se matérialisera. Nous anticipons une chute du PIB de 4,5 % à 6,5 % en 2020, suivie d'un rebond de 3,0 % à 4,0 % en 2021, avant le retour du PIB à son niveau d'avant la crise du Covid-19 à la mi-2022. Le confinement a également un impact sur l'inflation, qui dépend des variations de la demande et fera l'objet de pressions désinflationnistes à court terme en 2020, avant un mouvement de reflation en 2021 lié aux effets de base et à la reprise de la demande.
- Zone euro :** après un creux au deuxième trimestre, avec une contraction d'environ 13 % du PIB en glissement trimestriel, nous prévoyons un rebond de l'activité économique aux troisième et quatrième trimestres, ce qui se soldera par une contraction de la croissance de la zone euro entre 8 % et 10 % en 2020. Celle-ci sera suivie d'une reprise de 4,5 % à 6,5 % en 2021, portée principalement par les effets de base ainsi que par la reprise de la demande et du commerce. Les niveaux d'avant la crise du Covid-19 ne devraient pas être atteints avant la fin de 2022. Les indicateurs à haute fréquence signalent que la reprise est actuellement en bonne voie, bien que progressive, tandis que la confiance tarde à se rétablir. L'inflation souffre de pressions désinflationnistes en 2020, bien que les composantes sous-jacentes du panier affichent des tendances divergentes, dues aux variations de la demande ou aux pénuries de production. L'inflation se normalisera en 2021, mais restera modérée par rapport à l'objectif de la BCE.
- Japon :** après un confinement de relativement courte durée depuis la mi-avril, les activités économiques intérieures du Japon se redressent progressivement. Les déplacements sont en hausse vers les lieux de travail, dans le commerce de détail et dans les zones de loisirs. À la mi-juin, ces activités n'étaient plus qu'en recul de 10 % à 20 % par rapport aux niveaux de mars. En revanche, les indicateurs de la demande extérieure ont continué à s'affaiblir, les exportations du deuxième trimestre enregistrant leur plus forte baisse depuis le premier trimestre 2009. Nous continuons à penser que le Japon a été moins touché que d'autres économies développées et que l'épidémie de Covid-19 y a été mieux maîtrisée. Nous tablons sur une baisse du PIB de 4,1 % à 4,7 % pour l'ensemble de l'année. L'inflation restera faible, car les pressions déflationnistes persistent dans le secteur des services.
- Royaume-Uni :** après une longue période de confinement, le Royaume-Uni connaîtra une contraction profonde et forcée au deuxième trimestre, suivie d'un rebond partiel avec la reprise de l'activité au troisième trimestre. Comme ailleurs, nous envisageons une reprise plus modérée avec un redressement progressif de la demande intérieure. Nous anticipons un retour aux niveaux d'avant la crise du Covid-19 au premier semestre 2023, bien que cette convergence puisse être quelque peu retardée par des difficultés supplémentaires liées au Brexit. La demande étant limitée et le chômage élevé, nous nous attendons à des pressions déflationnistes à court terme. Mais, à l'horizon 2021, l'inflation globale devrait s'accélérer grâce aux effets de base (prix du pétrole), tandis que l'inflation sous-jacente restera inférieure à l'objectif.

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	18-06 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	0,13	0/0,25	0,08	0/0,25	0,05
Zone euro	-0,50	-0,55	-0,56	-0,58	-0,58
Japon	-0,05	-0,2	-0,09	-0,2	-0,09
RU	0,10	0,00	0,06	0,00	0,03

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	27 juillet
BCE Conseil des gouverneurs	16 juillet
Banque du Japon MPM	15 juillet
Banque d'Angleterre MPC	6 août

Source : Recherche Amundi

- Fed :** le FOMC n'a apporté qu'une seule modification à sa politique, en s'engageant à maintenir le rythme actuel de ses achats d'actifs au cours des prochains mois, soit 80 milliards de dollars en bons du Trésor américain et 40 milliards de dollars en MBS chaque mois. Cela a donné aux investisseurs une plus grande certitude quant au maintien de la politique sur le long terme (grâce aux projections économiques, aux « dots » et à la fonction de réaction). Ils attendront d'avoir plus de visibilité sur la trajectoire de la reprise avant d'adapter d'autres outils de politique monétaire (durcissement des orientations prospectives, calibrage des achats d'actifs avec plus de clarté quant aux objectifs et, éventuellement, introduction d'un contrôle du segment à court terme de la courbe des rendements). Les membres du Comité considèrent dans l'ensemble qu'un maintien du taux des « Fed funds » proche de zéro jusqu'à fin 2022 au moins serait approprié. La synthèse des projections économiques ne prévoit pas de retour à la normale du taux de chômage et de l'inflation avant 2023.
- BCE :** la BCE a proposé une combinaison de mesures plus énergiques que prévu :
  - Augmentation de la taille du PEPP : l'enveloppe du programme d'achat d'urgence pandémique sera augmentée de 600 milliards d'euros (consensus plus bas et plus proche de 500 milliards) pour atteindre un total de 1350 milliards d'euros.
  - Prolongation de l'horizon des achats nets : l'horizon des achats nets dans le cadre du PEPP sera prolongé au moins jusqu'à fin juin 2021.
  - Horizon long pour les réinvestissements : les paiements de principal des titres achetés dans le cadre du PEPP et arrivant à échéance seront réinvestis jusqu'à au moins fin 2022.
- BoJ :** dans le prolongement du plan du gouvernement visant à étendre le programme de prêts sans intérêt/non garantis, la BoJ a augmenté ses opérations de prêts spéciaux de 55 000 à 90 000 milliards de yens à la mi-juin. En plus de son programme existant d'achat de 20 000 milliards de yens de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises, la taille de l'opération spéciale de la BoJ est passée à 110 000 milliards de yens en sus des achats illimités de JGB (augmentation effective de 40 000 milliards de yens depuis février) et d'ETF pour 12 000 milliards de yens par an. La déclaration à l'issue de la réunion de juin a minimisé l'objectif d'inflation, réduisant ainsi la probabilité de nouvelles mesures d'assouplissement. Haruhiko Kuroda, le gouverneur de la banque centrale, a laissé entendre qu'il n'y aurait pas de hausse des taux d'intérêt avant la Fed en 2021-2022. Il a rappelé que le maintien à des niveaux bas de la courbe des taux d'intérêt est important. Le bilan de la BoJ a rapidement augmenté pour atteindre 116 % du PIB à la fin du mois de mai.
- BoE :** lors de sa dernière réunion, la BoE a laissé ses taux inchangés et a élargi ses achats d'actifs de 100 milliards de livres, ce qui correspond globalement aux attentes du consensus. La BoE a signalé que, grâce à la dernière extension du QE, les achats se poursuivraient jusqu'à la fin de l'année, ce qui suggère un rythme d'achat hebdomadaire d'actifs plus lent par rapport au rythme actuel. Les taux négatifs n'ont pas figuré à l'ordre du jour, ce qui confirme que pour l'instant, le QE reste l'outil de politique monétaire privilégié.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 18/06/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 fourchette	2021	2019	2020	2021
<b>Monde</b>	3,1	-4,3/-2,9	4,0/5,1	3,0	2,4	2,5
<b>Pays émergents</b>	4,1	-2,1/-0,9	4,3/5,2	4,0	3,5	3,4
<b>Brésil</b>	1,1	-6,4/-5,0	-0,4/0,6	3,7	2,7	3,6
<b>Mexique</b>	-0,1	-8,1/-7,1	-1,0/0	3,6	3,0	3,5
<b>Russie</b>	1,3	-6/-4	2,5/4,5	4,5	3,2	3,9
<b>Inde</b>	5,3	-2,7/-1,3	2,3/3,6	3,7	5,8	4,9
<b>Indonésie</b>	5,0	-1,1/-0,1	3,5/4,5	2,8	2,5	3,1
<b>Chine</b>	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,4	1,9
<b>Afrique de Sud</b>	0,2	-6,4/-5,4	4,0/5,0	4,6	4,0	5,0
<b>Turquie</b>	0,8	-6,9/-5,9	4,2/5,2	16,2	10,5	9,8

Source : Recherche Amundi

- Chine :** l'économie a continué à progresser en mai, de manière séquentielle et au-dessus de la tendance, grâce aux investissements publics et à une reprise soutenue de la consommation. La croissance du deuxième trimestre se situe entre 2 % et 3 % en glissement annuel, avec une croissance séquentielle corrigée des variations saisonnières proche de 10 % en glissement trimestriel, inversant la chute de 9,8 % du premier trimestre. Nous nous attendons à une normalisation de la croissance séquentielle au cours du second semestre. La croissance en glissement annuel devrait s'établir entre 5 % et 6 % au cours de cette même période. L'inflation a chuté plus rapidement que prévu, sous l'effet de la baisse des prix de la viande de porc. Nous anticipons un recul de l'IPC à 0 % en glissement annuel au quatrième trimestre, avec des pressions inflationnistes modérées et une base élevée pour l'an dernier.
- Inde :** les données de mai ont, à nouveau, fait apparaître certains signes de faiblesse, bien que le ralentissement semble plus modéré qu'en avril, grâce à l'assouplissement partiel des mesures de confinement depuis le début du mois. Le transport de marchandises et la production d'électricité ont reculé respectivement de 21,3 % et 17,8 % en glissement annuel, contre 35,3 % et 25,8 % enregistrés précédemment. Bien que l'intégralité des chiffres n'ait pas été communiquée, l'inflation semblait être en recul au mois de mai. Les perspectives budgétaires restent particulièrement sombres et Fitch a révisé ses perspectives de notation à « négatif » tout en maintenant la note souveraine du pays à BBB-.
- Europe centrale :** la Commission européenne a proposé une simulation des principales allocations selon laquelle les PECO seraient gagnants, à l'exception de la République tchèque qui pourrait compter parmi les perdants avec un solde net négatif de -0,6 milliard d'euros (0,3 % du PIB). Les principaux gagnants, en % du PIB, seraient la Croatie et la Bulgarie. La République tchèque, la Pologne, la Hongrie et l'Estonie devraient gagner moins que prévu dans le budget initial pour 2021-2027. Les versements au titre du fonds de relance ne devraient débuter qu'au début d'année prochaine, de sorte que l'impact positif du fonds de relance sur la croissance des PECO ne pourra se faire sentir qu'à partir de 2021.
- Mexique :** la croissance globale reste très faible, avec une tendance à la baisse de la consommation (biens durables et services) et des investissements (notamment publics). Les données quotidiennes disponibles à fin mai font état d'une reprise très lente. L'inflation reste largement dans la fourchette cible et les répercussions de la faiblesse de la monnaie sont peu significatives. La banque centrale du Mexique dispose toujours d'une marge de manœuvre suffisante et relativement élevée par rapport aux autres banques centrales émergentes. Le Mexique reste attaché à une certaine prudence budgétaire, mais son ratio dette publique/PIB devrait augmenter en raison de la faible croissance et de l'utilisation d'actifs pour faire face à la crise du Covid.

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

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	18-06 2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
<b>Chine</b>	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Inde</b>	4	3,75	3,6	3,75	3,6
<b>Brésil</b>	2,75	2,25	2,25	2,25	2,5
<b>Russie</b>	4,5	3,75	4,25	3,75	4,25

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 juillet</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>6 août</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>4 août</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>24 juillet</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** tandis que les principales autorités de régulation financière se réunissent au Forum de Lujiazui à Shanghai, leurs déclarations en matière de politique monétaire ont adopté un ton plus ferme. L'assouplissement sera désormais sélectif et si la banque centrale continue de pousser les coûts d'emprunt à la baisse, elle ne tolérera guère les arbitrages financiers. Il a été recommandé au secteur bancaire de partager ses 1500 milliards de RMB de bénéfices avec le secteur privé, bien que les deux tiers de ces bénéfices aient été réalisés grâce aux mesures d'assouplissement du premier semestre. Cela suppose une marge supplémentaire de réduction des taux de prêt au cours du second semestre. Le Conseil d'État s'est également engagé à procéder à de nouvelles réductions du ratio des réserves obligatoires dans un futur proche.
- RBI (Inde) :** en fin mai, la banque centrale indienne a réduit pour la deuxième fois consécutive le taux des prises en pension de 40 points de base, le faisant passer de 4,40 % à 4,0 %. Cette décision ne nous a pas tant surpris par sa taille que par son calendrier, celle-ci intervenant dix jours avant la réunion ordinaire. Des mesures supplémentaires ont été annoncées en vue d'améliorer le fonctionnement des marchés, d'alléger le service de la dette et l'accès aux marchés des capitaux et de soutenir les importations et les exportations. L'assouplissement de la politique monétaire se poursuit, accompagné d'une légère expansion budgétaire.
- BCB (Brésil) :** toujours pas fini ? La BCB a encore baissé ses taux de 75 points de base pour atteindre 2,25 % et a indiqué que « la marge restante (était) étroite », ce qui semble assez évident compte tenu de la longueur et de la vigueur du cycle d'assouplissement. Bien qu'elle soit en phase d'observation des données et que sa politique soit à des niveaux compatibles avec les dommages économiques causés par l'épidémie, la BCB n'a pas exclu la possibilité d'un ajustement supplémentaire. Les anticipations d'inflation de la Banque centrale, qui se situent en dessous de l'objectif sur l'ensemble de l'horizon de prévision, laissent penser que la BCB dispose encore d'un peu de marge d'assouplissement.
- CBR (Russie) :** après sa réduction de 50 points de base en avril, la Banque centrale de Russie a de nouveau réduit son taux directeur de 100 points de base le 19 juin, le ramenant à 4,5 %, l'impact désinflationniste des facteurs liés aux restrictions du Covid ayant été plus important que prévu. La CBR a déclaré que les risques pro-inflationnistes à court terme s'étaient atténués, en raison notamment de la faiblesse du rouble, mais aussi que le risque était plutôt de voir l'inflation en deçà de l'objectif de 4 % en 2021. Compte tenu de la baisse de la demande intérieure et extérieure et de l'inflation qui se situe autour de 3 % en glissement annuel, la CBR se montre toujours disposée à procéder à de nouvelles baisses de taux afin de maintenir l'inflation à un niveau proche de 4 %.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

(18 juin 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
<b>États-Unis</b>	<b>2,3</b>	<b>-6,5/-4,5</b>	<b>3,0/4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Japon</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,7/-4,1</b>	<b>2,0/2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>
<b>Zone euro</b>	<b>1,2</b>	<b>-10/-8</b>	<b>4,5/6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>
Allemagne	0,6	-7,5/-5,5	2,5/3,5	1,5	0,7	1,2
France	1,2	-11,0/-9,0	6,4/8,4	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-12,5/-10,0	3,8/5,8	0,7	0,1	1,0
Espagne	2,0	-13,5/-11,5	6,5/8,5	0,7	0,3	1,0
<b>Royaume-Uni</b>	<b>1,4</b>	<b>-9/-7</b>	<b>3,0/5,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
<b>Brésil</b>	<b>1,1</b>	<b>-6,4/-5,0</b>	<b>-0,4/0,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>
<b>Mexique</b>	<b>-0,1</b>	<b>-8,1/-7,1</b>	<b>-1,0/0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
<b>Russie</b>	<b>1,3</b>	<b>-6/-4</b>	<b>2,5/4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>
<b>Inde</b>	<b>5,3</b>	<b>-2,7/-1,3</b>	<b>2,3/3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>
<b>Indonésie</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,1 / -0,1</b>	<b>3,5 / 4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Chine</b>	<b>6,2</b>	<b>1,4 / 2,4</b>	<b>7,6 / 8,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
<b>Afrique du Sud</b>	<b>0,2</b>	<b>-6,4/-5,4</b>	<b>4,0/5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Turquie</b>	<b>0,8</b>	<b>-6,9/-5,9</b>	<b>4,2/5,2</b>	<b>16,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>
<b>Pays développés</b>	<b>1,7</b>	<b>-7,5/-5,9</b>	<b>3,6/4,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4,1</b>	<b>-2,1/-0,9</b>	<b>4,3/5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
<b>Monde</b>	<b>3,1</b>	<b>-4,3/-2,9</b>	<b>4,0/5,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>

### Prévisions de taux directeurs

#### Pays développés

	19/06 2020	Amundi + 6m.	Consensus T4 2020	Amundi + 12m.	Consensus T2 2021
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,08</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,05</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,56</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,58</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,09</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,10</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>

#### Pays émergents

	19/06 2020	Amundi + 6m.	Consensus T4 2020	Amundi + 12m.	Consensus T2 2021
<b>Chine</b>	<b>3,85</b>	<b>3,65</b>	<b>3,65</b>	<b>3,65</b>	<b>3,65</b>
<b>Inde</b>	<b>4</b>	<b>3,75</b>	<b>3,6</b>	<b>3,75</b>	<b>3,6</b>
<b>Brésil</b>	<b>2,75</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	<b>2,5</b>
<b>Russie</b>	<b>4,5</b>	<b>3,75</b>	<b>4,25</b>	<b>3,75</b>	<b>4,25</b>

### Prévisions de taux longs

#### Taux 2 ans

	19/06 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,25</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,673</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,72</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,73</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,142</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,15</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>-0,044</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,04</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,02</b>

#### Taux 10 ans

	19/06 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,71</b>	<b>0,7/0,9</b>	<b>0,81</b>	<b>0,8/1</b>	<b>0,89</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,60/-0,40</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,50/-0,30</b>	<b>-0,35</b>
<b>Japon</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,10/0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0/0,2</b>	<b>0,11</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,24</b>	<b>0,20/0,4</b>	<b>0,29</b>	<b>0,3/0,5</b>	<b>0,36</b>

### Prévisions de change

	19/06/2020	Amundi + 6m.	Consensus T4 2020	Amundi + 12m.	Consensus T2 2021
<b>EUR/USD</b>	<b>1,12</b>	<b>1,11</b>	<b>1,12</b>	<b>1,14</b>	<b>1,15</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>107</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>106</b>	<b>108</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,91</b>	<b>0,90</b>	<b>0,89</b>	<b>0,88</b>	<b>0,89</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,06</b>	<b>1,08</b>	<b>1,08</b>	<b>1,10</b>	<b>1,10</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>10,78</b>	<b>10,30</b>	<b>10,70</b>	<b>10,00</b>	<b>10,55</b>
	19/06/2020	Amundi + 6m.	Consensus T4 2020	Amundi + 12m.	Consensus T2 2021
<b>EUR/SEK</b>	<b>10,59</b>	<b>10,32</b>	<b>10,50</b>	<b>10,10</b>	<b>10,42</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,36</b>	<b>1,36</b>	<b>1,35</b>	<b>1,33</b>	<b>1,34</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,68</b>	<b>0,69</b>	<b>0,68</b>	<b>0,72</b>	<b>0,70</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,64</b>	<b>0,62</b>	<b>0,64</b>	<b>0,63</b>	<b>0,65</b>
<b>USD/CNY</b>	<b>7,07</b>	<b>7,00</b>	<b>7,05</b>	<b>6,90</b>	<b>7,05</b>

Source: Recherche Amundi

## AVERTISSEMENT CONCERNANT NOS PRÉVISIONS

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

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

#### 1. Profondeur de la récession

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

#### 2. Durée de la récession

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

#### 3. Impact budgétaire

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

### Objectifs financiers

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

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### THE DAY AFTER



#### **The day after #7**

##### **Climate change post Covid-19: A crisis at a crossroad (16-06-2020)**

DE BAZIN Alice, Head of Institutional Offering & Solutions, HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation, POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

- We look at what the coronavirus could mean for climate change in the near and medium term.
- We explore three scenarios and their investment implications
- In the “good” scenario, climate change would be fully integrated into COVID-19 recovery plans by public policymakers with large investments in clean energy and biodiversity.
- The “bad” scenario would be a policy meltdown and a timid climate plan from the public and private sector. In the long term, as physical risks materialise, a brutal policy backlash becomes a real possibility
- In the “status quo” scenario, the risks induced by climate change are not fully integrated into recovery plans and are internalised by the private sector. Corporates focus on surviving the current pandemic and push back on more stringent climate regulations

#### **The day after #6**

##### **Inflation: persistent headwinds but a possible inflationary cocktail (09-06-2020)**

BALDESCHI Laetitia, Head of Strategy at CPR AM, BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, COHEN Juliette, Senior strategist at CPR AM, DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM, FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit, PERRIER Tristan, Global Views Analyst

- We outline our views on inflation in both the short and long term, and we argue that we may be at the cusp of a complete regime shift.
- In the short term, the coronavirus pandemic is clearly likely to mean volatility in inflation figures, given factors pulling in opposite directions.
- In the longer term, and after four decades of low inflation across most economies, we may enter into a new high-inflation regime.
- In light of this, investors will need to reassess their strategic asset allocation to include investments that could help mitigate inflation risk (ie, real assets, commodities, gold, infrastructure, inflation-linked bonds), but also be ready to tactically readjust their investment decisions based on the inflation outlook.

#### **The day after #5**

##### **New frontiers for central banks (02-06-2020)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

- Post Covid-19 crisis fiscal and monetary policies have become intertwined, and this is probably not reversible.
- While governments have become the buyers of last resort, CBs are playing their role as lenders of last resort.
- We argue here that CBs are still far from being out of ammunition. Financial repression and fiscal dominance are here to stay.
- CBs will continue to provide liquidity as much as needed and to combat financial fragmentation.
- We believe that global deflation is at hand with the right policy mix. However, should the crisis deepen and deflationary pressure intensify, CBs would probably not hesitate to explore new avenues, of which all may have unwelcome side effects.

#### **The day after #4**

##### **Inequality in the context of the Covid-19 crisis (26-05-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage, DRUT Bastien, Senior Strategist - CPR AM, POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

- The social theme, and in particular the issue of social inequality, has become a major issue for global economies and for investors, both institutional and retail.
- We expect the Covid-19 crisis to accelerate this phenomenon in the months and years to come, and present action levers for investors. Indeed the pandemic is likely to push inequalities higher, in a context where inequalities were already becoming a major issue for societies, economies and consequently investors.
- Public policy makers’ responses will undoubtedly reshape the economic landscape, in terms of fiscal policies and redistribution, wage policies, regulation and consumer habits.
- In this environment, investors will need to include the “inequality” dimension in their analysis of companies, and their engagement policies.

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INSIGHTS PAPER



**Covid-19: short-term pain, long-term opportunities for European commercial real estate (17-06-2020)**

ARIAS Pedro Antonio, Global Head of Real & Alternative Assets

- Real estate is likely to share in the economic pain in the short run, but could prove resilient in the longer term given its defensive features (low volatility & diversification)
- European real estate markets have proved healthy and valuations have benefited from a lack of supply
- The high visibility on rental cash flows, especially for properties on long-term leases, is appealing to institutional investors
- The crisis will strengthen some pre-existing changes in the way people work, with an overwhelming rise of smart working and wellness in offices. The same could be the case for retail and logistics, with the rise of e-commerce, together with the importance of supply chains and locations.
- ESG investing is a long-term trend that is much valued by investors.

**Multi Asset: a solid total portfolio approach for a complex world (02-06-2020)**

TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor, GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

- As result of ballooning budget policies, which are likely to lead to some form of debt monetisation later on, we are probably entering a new regime characterised by a higher probability of inflationary scenarios and increased asset volatility.
- This means investors need to question long-accepted risk and correlation patterns and calls for agility on their part.
- Moving to a Total Portfolio Approach (TPA) essentially goal-based, total return-oriented and flexible approach is one way to adapt the institutional portfolio construction framework to this new environment.

### EXPERT TALK



**The Coronavirus and ESG Investing, the Emergence of the Social Pillar (03-06-2020)**

SEKINE Takaya, Quantitative Research, LEPETIT Frédéric, Quantitative Research

- Our research over the past two years has showed that ESG is becoming financially material, meaning that it is a source of outperformance, in equity and in bond markets. We have also shown that there is a growing transatlantic divide, between Europe and North America. Finally, while the E and G pillars had been outperforming from 2014, we have shown that the S pillar has caught up from 2016 onwards.
- The recent period and market turmoil confirms our recent research findings that show the financial materiality of integrating ESG criteria in investment decisions.
- The transatlantic divide has continued during the crisis, but not in the way we expected it to. Indeed, the Social pillar, which had initially been lagging behind other pillars in terms of contribution to performance, has caught up spectacularly, but only in North America and not Europe.
- By studying these trends and the VIX, we have shown that the outperformance of the S in North America is tied to increased investor aversion to risk during this pandemic period

### WORKING PAPERS



**Trajectory monitoring in portfolio management and issuer intentionality scoring (05-2020)**

LE GUENEDAL Theo – Quantitative Research, GIRAULT Julien – ESG Analysis, JOUANNEAU Mathieu – ESG Analysis, LEPETIT Frédéric – Quantitative Research, SEKINE Takaya – Quantitative Research

**Did Globalization Kill Contagion? (05-2020)**

ACCOMINOTTI Olivier – London School of Economics & CEPR, BRIÈRE Marie – AMUNDI & Paris-Dauphine University, BURIETZ Aurore – IESEG School of Management & LEM-CNRS 9221, OOSTERLINCK Kim – Université Libre de Bruxelles (ULB) & CEPR, SZAFARZ Ariane – ULB & New York University (NYU)

**Credit Risk Sensitivity to Carbon Price ? (04-2020)**

BOUCHET Vincent, Caisse des Dépôts, Paris – LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

### THEMATIC PAPERS



**Asset Class Return Forecasts – Q2 2020 (18 05 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst -Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

- The global shocks resulting from the eruption of the coronavirus pandemic have significantly altered the sequence of economic and financial phases, shortened the timeframe and expanded the scale of the ripple effect.
- Global trade will decline as fault-lines along the supply chain surface, and whole economies come to a standstill. Monetary authorities have acted swiftly to assuage the markets, and deflation risk has become a reality because of the freefall of oil prices.
- Our current assumption for the short term is for a broad-base U-shaped crisis ( |\_\_\_/ ), marked by central bank and government support, a prolonged recession, and rising unemployment and a gradual recovery in late-2021.



## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :

[research-center.amundi.com](http://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 Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset 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.msicbarra.com](http://www.msicbarra.com)).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 —  
Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Lisa Kyle Young;

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Responsable de la Recherche Taux et Change

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

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

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DELBO' Debora**, Stratégiste Senior Marchés Émergents

**FUNDERBURK NOAH**, Vice President, Portfolio Manager Amundi Pioneer

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Taux

**HERVE Karine**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LEONARDI Michele**, Cross Asset Analyst

**PERRIER Tristan**, Global Views Analyst

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sosi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit