

Research

#09  
Septembre  
2021

# CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

**Les 3D des marchés : Delta, Décélération et Divergences**

LE THÈME DU MOIS

**Spécial Europe : investir dans la reprise**

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



## #09 - Septembre 2021

## Sommaire

## Global Investment Views

## CIO Views

## Les 3D des marchés: Delta, Décélération et Divergences

p. 3

La propagation du variant Delta et la légère stabilisation de la dynamique économique qui en résulte nous permettent de rester neutres sur les actions. Il convient toutefois de faire preuve de prudence et de maintenir les couvertures en place, en tenant compte du fait que l'Europe paraît attractive du point de vue des valorisations. En ce qui concerne la durée, nous restons défensifs mais flexibles, étant donné notre anticipation d'une dynamique haussière des rendements, qui ne sera toutefois pas linéaire. En revanche, les marchés émergents présentent des divergences et il convient de faire preuve de prudence face au risque de hausse des rendements core américains. Pour l'heure, un positionnement globalement équilibré et vigilant s'impose.

## Macro

## Chine: perspectives à court et moyen terme

p. 5

Le récent fléchissement des chiffres entraînera un assouplissement de la position des responsables politiques qui, à long terme, visent une société socialiste moderne, où les gains économiques et la richesse sont répartis de manière plus équitable.

## Gestion diversifiée

## Prudence accrue sur fond de complaisance des marchés

p. 7

Nous conservons des portefeuilles sensibles aux actifs risqués, mais constatons une stabilisation de la dynamique économique. Il convient donc de maintenir les couvertures et de rester actif.

## Marchés obligataires

## Divergence entre rendements nominaux et inflation

p. 9

Nous constatons une évolution du contexte de marché qui après avoir été caractérisé par la « dominance de l'inflation » est désormais marqué par la « décélération de la croissance ». Cela ne signifie pas que l'inflation a disparu, mais traduit un déplacement des craintes du marché vers la phase d'après.

## Actions

## La prudence est de mise, car les marchés valorisent la perfection

p. 11

Bien que la croissance reste forte, certains obstacles se profilent à l'horizon: dynamique en baisse par rapport aux niveaux élevés actuels et inflation. Il convient d'éviter les segments où les valorisations sont excessives.

## Le thème du mois

## Spécial Europe: investir dans la reprise

p. 13

Alors que l'économie européenne se remet du plus grand choc économique de l'histoire moderne, nous révisons à la hausse nos hypothèses de croissance et d'inflation. Bien que le chemin de la reprise diffère parmi les États membres, nous pensons que l'UE connaîtra deux années de croissance soutenue, tandis que l'inflation devrait repasser sous la barre des 2%. La BCE devrait opérer une transition en douceur de ses politiques d'urgence vers un QE « classique » et maintenir le statu quo sur le plan des taux directeurs. L'EUR/USD devrait se diriger progressivement vers 1,15 à horizon 12 mois.

Dans ce contexte, nous préférons les obligations périphériques et en particulier les obligations italiennes en termes absolus et relatifs. Sur les marchés européens du crédit, nous préférons les segments à bêta élevé, tels que la dette subordonnée et les titres BBB au sein du segment IG, ainsi que les entreprises affichant une notation moyenne à élevée au sein du segment HY. Nous renouvelons notre opinion positive sur les actions européennes, ce qui confère au portefeuille un biais cyclique et « value » (actions sous-évaluées). Nous soulignons également l'impact positif du dispositif NGEU pour les pays d'Europe centrale et orientale.

## Spécial Europe: les réponses à vos questions

p. 27

En complément de l'étude Spécial Europe, nous tentons de répondre à certaines des questions clés fréquemment posées.

## Thématiques

## Taux de défaut du HY: tendances récentes et anticipations

p. 30

La persistance de conditions de financement favorables et l'amélioration du contexte macroéconomique sont cohérentes avec le tableau favorable actuel et attendu du cycle de défaut aux États-Unis et en Europe, ce qui devrait permettre de maintenir la tendance baissière au cours des prochains mois.

Le taux de défaut de la dette d'entreprises émergentes high yield demeure assez bas. Nous nous attendons à une nouvelle baisse au cours du prochain mois. La perception du risque reste élevée, principalement en Chine, notamment dans le secteur immobilier. Pékin continuera à réduire les risques financiers et notamment l'endettement du secteur immobilier, tout en veillant à prévenir les risques financiers systémiques.

## Intégration du marché de l'emploi de la zone euro de 2008 à 2020: un défi pour la BCE ?

p. 33

Le choc de l'année 2020 sur le marché de l'emploi de la zone euro est considérable. Il touche plus fortement les pays du Sud, les jeunes, mais aussi les femmes. Nous revenons ici sur ces différents éléments de fragmentation du marché dans les grands pays de la zone euro. Au-delà des chiffres d'emploi agrégés, la structure de l'emploi (par genre, par qualification, par pays) est de plus en plus regardée par les grandes banques centrales car une fragmentation excessive du marché du travail peut nuire au respect de la stabilité des prix à moyen terme. La BCE regarde donc de près ces évolutions. L'absence de convergence peut contribuer à justifier des conditions monétaires durablement accommodantes.

## Scénarios de marché et risques

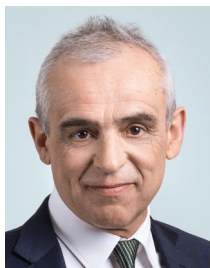
> Scénarios central & alternatifs	p. 36
> Principaux risques	p. 38
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 39
> Points clés de la Recherche	p. 41

## Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 43
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 45
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 47
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 49
> Publications récentes	p. 50

CIO VIEWS

## Les 3D des marchés: Delta, Décélération et Divergences



Pascal BLANQUÉ,  
CIO Groupe



Vincent MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

Les marchés actions sont restés dynamiques au cours des dernières semaines, malgré quelques difficultés (réglementation chinoise, crise afghane), portés essentiellement par d'exceptionnelles saisons de publications des résultats aux États-Unis et en Europe. **Nous voyons trois grands thèmes pour l'avenir : la propagation du variant Delta, la décélération de la croissance économique par rapport à son pic et les divergences entre politiques.** Pour ce qui est du premier D, celui de *Delta*, la recrudescence des cas de Covid-19 aux États-Unis et en Europe a été un sujet majeur et marque le retour des transactions dites « de confinement » qui pénalisent les actions des secteurs du voyage et des loisirs et favorisent les entreprises plus défensives. Nous pensons que le marché est probablement allé un peu trop loin dans la prise en compte des risques de reconfinement, ce qui pourrait créer des opportunités dans les secteurs les plus touchés.

**La crainte de propagation mondiale du variant Delta chevauche le second D de Décélération** de la croissance économique qui est déjà en cours tant aux États-Unis qu'en Chine. La zone euro, en revanche, poursuit sa progression, avec un pic probable au cours d'un des deux prochains trimestres. Cette croissance est soutenue par les pays périphériques, dans un contexte inflationniste qui reste plus favorable que celui des États-Unis. Tous ces éléments se traduisent par le D de *Divergence* des politiques monétaires entre les États-Unis, la Chine et la zone euro. Aux États-Unis, l'accélération de la reprise du marché de l'emploi, conjuguée à une hausse de l'inflation, ouvre la voie à des discussions sur une réduction des dispositifs de soutien, tandis que la Chine semble privilégier une politique d'assouplissement et que la BCE reste accommodante dans l'ensemble. Par ailleurs, le volet budgétaire pourrait jouer en faveur de la zone euro dans les prochains mois, alors qu'aux États-Unis, la plupart des mesures budgétaires ont déjà été déployées et que le plan d'infrastructure prendra des années avant d'être mis en œuvre.

Les 3D constituent désormais un terrain fertile pour un retour de la volatilité de marché, qui déclenchera une pause dans la reprise des actions et de la valeur relative. Les investisseurs devront, par conséquent, s'en tenir à quelques convictions essentielles :

- **Il est judicieux, tout en restant globalement neutre sur les actions, de disposer d'une couverture.** Compte tenu des taux réels négatifs des obligations, les actions restent une alternative incontournable et d'autant plus si les rendements obligataires augmentent moins que l'inflation, influencée par l'action politique, et que les dividendes restent solides. À court terme, il est conseillé de faire preuve de prudence et de mettre en place des couvertures en cas de dégradation rapide des conditions économiques due à l'évolution du virus. De plus, on peut penser que l'extraordinaire croissance des bénéfices enregistrée cette année ne se répétera pas. Les entreprises ont globalement pu répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, mais si, comme nous le pensons, l'inflation est moins temporaire que prévu, une hausse des salaires suivra. Cela ne s'est pas encore concrétisé. Au niveau régional, nous gardons un positionnement neutre, mais considérons qu'en termes de valorisations, l'Europe est plus attractive, car elle n'a pas encore atteint son pic de croissance et qu'elle continue à bénéficier du soutien de l'action politique.
- **Biais intact pour les actions décotées, malgré les faiblesses estivales.** Les investisseurs ne s'étant pas positionnés sur les actions décotées en novembre dernier disposent d'une nouvelle fenêtre de tir pour s'engager sur ce thème pluriannuel. La première phase correspondait principalement à une opportunité cyclique. Cette deuxième phase pourrait être plus favorable aux entreprises sensibles aux taux d'intérêt (banques/finance) ainsi qu'à celles dont les valorisations sont attractives (énergie aux États-Unis).
- **Un positionnement court sur la durée reste de mise côté obligataire.** La quête de revenu continue de privilégier l'Europe périphérique, le crédit IG et HY mondial, ainsi que les obligations chinoises. Les niveaux d'endettement sont à surveiller en matière de crédit et doivent être appréhendés dans une perspective de hausse des taux. La sélectivité au niveau des entreprises reste donc primordiale.
- **Nous restons globalement neutres sur les actions des pays émergents, mais nous percevons certaines divergences.** À court terme, nous sommes plus prudents vis-à-vis de la Chine en raison des évolutions réglementaires, tandis que nous sommes constructifs vis-à-vis de l'Inde et du Brésil, où le pire de la crise du Covid est probablement derrière nous. Pour ce qui est de la Chine, nous conservons notre opinion positive à long terme et pensons que le trou d'air récent a ouvert des opportunités intéressantes. Les investisseurs pourraient profiter

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Légèrement plus prudent sur les actifs risqués, car les valorisations sont chères dans un contexte de ralentissement de la croissance cyclique et de la demande par rapport au pic, d'inflation élevée et de variant delta.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Neutre à court terme sur les actions ME et chinoises.
- ▶ Prudence accrue dans la sélection crédit aux États-Unis

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

## CIO VIEWS

de la correction pour renforcer leur allocation aux actions chinoises dans les portefeuilles mondiaux et gérer la phase actuelle en se concentrant davantage sur les secteurs qui sont protégés par les modifications réglementaires, comme les valeurs liées aux biotechnologies et aux énergies propres. En ce qui concerne les obligations émergentes, un moteur essentiel de revenu, la prudence reste de mise. La perspective de réduction des achats d'actifs par la Fed nous incite à la prudence sur la duration, en privilégiant le HY, ainsi que sur certains cas idiosyncrasiques où le risque politique doit faire l'objet d'une surveillance (Cambodge, Thaïlande, Pérou, Chili, Brésil).

**En conclusion, nous rappelons le besoin de vigilance, mais sans pour autant tomber dans un pessimisme excessif. Les marchés compensent les résultats économiques peu reluisants en prenant en compte l'action politique. Cela signifie que les dossiers d'investissement doivent être examinés de près, car, au vu des valorisations actuelles, les marges d'erreur sont faibles.**

MACRO

Chine : perspectives à court et moyen terme



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



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

*Le récent fléchissement des chiffres entraînera un assouplissement de la position des responsables politiques qui, à long terme, visent une société socialiste moderne, où les gains économiques et la richesse sont répartis de manière plus équitable*

**Révision à la baisse de la croissance :** les données mensuelles de juillet signalent un important ralentissement économique en Chine. La production, la consommation et les investissements ont tous trois déçu. Ce ralentissement est principalement imputable à une diminution d'ensemble des politiques de soutien et à un durcissement au niveau sectoriel. Les indicateurs du logement ont sensiblement baissé en juillet, les investissements immobiliers enregistrant une croissance très faible, proche de leur niveau d'avril 2020 (1,2 % en glissement annuel en juillet). Par ailleurs, les risques liés au variant Delta apparaîtront probablement plus clairement dans les chiffres de la consommation du mois d'août, étant donné le renforcement des mesures de distanciation sociale depuis la fin juillet. Nous avons par conséquent revu à la baisse nos prévisions de croissance pour les troisième et quatrième trimestres, les ramenant de 7 % et 5,1 % à 6,4 % et 4,7 % (en glissement annuel) dans l'anticipation d'une croissance séquentielle bien plus lente au troisième trimestre. Ceci amène nos **prévisions de croissance annuelle pour 2021 d'une fourchette de 8,6 à 9,2 % à une fourchette de 8,4 à 9,0 %, la croissance pour 2022 étant maintenue inchangée dans une fourchette de 5,1 à 5,7 %.**

**Virage plus accommodant de la politique :** compte tenu de l'affaiblissement de la dynamique de croissance et des risques d'inflation, le positionnement de la politique chinoise devrait devenir plus

accommodant. Cela étant, nous pensons que **l'assouplissement politique viendra du côté du crédit et du budget**, la PBoC conservant une attitude accommodante en matière de liquidité, mais sans baisse de taux (les anticipations de baisse du ratio des réserves obligatoires [RRR] au quatrième trimestre 2021 sont de plus en plus fortes). Pour l'heure, une baisse des taux ne serait pas d'un grand secours si le contrôle des circuits de crédit reste aussi strict et qu'un assouplissement complet de la politique n'est pas envisagé. Jusqu'ici, le rationnement du crédit par le haut et le durcissement sectoriel ont été les principaux problèmes, les liquidités étant dirigées vers le secteur manufacturier, or les dépenses d'investissement de ce secteur ne suffisent pas à compenser le ralentissement des secteurs de l'infrastructure et du logement. Un virage plus accommodant d'une combinaison d'outils politiques devrait permettre un assouplissement du crédit et une stabilisation de l'impulsion du crédit : les dépenses budgétaires devraient augmenter par le biais d'une hausse des émissions mensuelles d'obligations d'État locales (probablement en août, septembre et décembre), tandis que le resserrement des dépenses extrabudgétaires (véhicule de financement des gouvernements locaux et entreprises publiques locales) devrait se poursuivre. **En matière de politique monétaire**, la PBoC devrait maintenir une position accommodante sur la liquidité, sans baisse de taux, le refinancement de la facilité de prêt à moyen terme (MLF) restant généreux,

Chine : les 3 piliers pour une prospérité commune	
Croissance de qualité	Doublment du PIB en 2035 par rapport à 2021. Diminution progressive du PIB : 5,5 % (2022-2025), 4,0 % (2031-2035)
	Circulation intérieure : réformes et augmentation de la productivité : (L Challenge) pic démographique en 2026. Relance de la fécondité, investissement dans le capital humain. (K challenge) Transition verte : neutralité carbone en 2060, efficacité du crédit.
Répartition des richesses	Circulation extérieure : équilibre entre ouverture et sécurité (chaînes d'approvisionnement indépendantes et sécurisées, libéralisation des marchés financiers pour accompagner la « nouvelle route de la soie », internationalisation du RMB).
	Part élevée des revenus moyens : redistribution par le biais de la fiscalité (propriété, héritage, gains en capital), de la sécurité sociale, des donations.
	Transformation du secteur privé : couverture des lacunes réglementaires, RSE, lutte contre les monopoles, la concurrence déloyale et la corruption.
Correction des déséquilibres entre zones rurales et urbaines et entre régions : hausse du revenu des ménages ruraux, droits d'utilisation des sols.	
<b>Désamorçage des risques financiers</b>	

Source : Constitution du PCC, Xinhua, Recherche Amundi. Août 2021.  
RRR = ratio des réserves obligatoires, RMB = Renminbi.

## MACRO

à peine inférieur aux montants arrivant à échéance et avec une baisse supplémentaire du RRO, probablement annoncée fin octobre/début novembre, compte tenu du calendrier d'échéance des facilités de prêt à moyen et long terme. Il est peu probable que les changements réglementaires soient interrompus, mais on s'attend à ce qu'ils soient plus espacés et étalés sur un horizon plus long. Le resserrement du marché immobilier devrait se poursuivre.

**Perspectives à moyen terme :** en vue de construire un grand pays socialiste moderne d'ici 2049, la Chine a défini plusieurs piliers et la croissance du PIB reste un objectif important. La Chine entend doubler son PIB en 2035 par rapport à 2021, ce qui implique un taux de croissance annuel du PIB qui diminue progressivement au cours des deux prochaines décennies, passant de 5,5 % à 4 % en glissement annuel. Le passage à une croissance de meilleure qualité exige un investissement dans le capital humain, la population devant atteindre son pic en 2026 (selon les estimations d'Amundi), mais aussi une transition écologique, avec un pic des émissions de carbone en 2030 et une

meilleure distribution du crédit. L'ouverture de la Chine doit être sécurisée par une chaîne d'approvisionnement indépendante et un marché financier de plus en plus significatif au niveau mondial (nouvelle route de la soie, internationalisation du RMB). **Le deuxième pilier concerne la répartition des richesses**, avec une hausse de la part des revenus moyens grâce à la redistribution des impôts, une réduction des déséquilibres entre zones urbaines et rurales et entre régions et un renforcement des réglementations (lutte contre les monopoles et la corruption). **Troisièmement, pour développer un mécanisme de crédit plus efficace et un marché financier ouvert, il est essentiel de désamorcer les risques financiers.** De premiers effets sont déjà visibles avec l'augmentation du nombre de défauts : les grandes entreprises publiques font désormais la une des journaux et testent le programme de réduction des risques financiers. La façon dont Pékin se comportera à l'égard des entreprises publiques en difficulté, dont le risque financier pourrait atteindre des niveaux systémiques, donnera une idée claire de l'engagement du gouvernement à l'égard de son programme et de sa tolérance au risque.

GESTION  
DIVERSIFIÉE



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

*Nous conservons des portefeuilles sensibles aux actifs risqués, mais constatons une stabilisation de la dynamique économique. Il convient donc de maintenir les couvertures et de rester actif*

## Prudence accrue sur fond de complaisance des marchés

Tandis que nous surveillons la prochaine séquence de croissance économique et d'inflation, il semble que l'activité mondiale soit stable grâce au soutien politique des gouvernements. Nous conservons donc un positionnement neutre sur les actifs risqués, mais continuons à surveiller la décélération de l'activité économique, les tensions en Afghanistan et les élections en Europe. En outre, certains segments semblent menacés par le mouvement de reflation, tandis que d'autres restent résilients, les intervenants du marché étant convaincus que les banques centrales interviendront si nécessaire. Ce n'est donc pas le moment de modifier ses convictions fondamentales, mais de redoubler de vigilance, car les valorisations des actions et des obligations sont assez élevées. **Ainsi, avec une vision globalement neutre des actifs risqués, nous pensons qu'il est important de maintenir les couvertures des expositions aux actions.**

### Des idées à conviction forte

**Nous maintenons une position globalement neutre sur les actions et une approche procyclique, en surveillant les principales évolutions,** notamment aux États-Unis, en Europe et en Chine. L'inflation reste un sujet clé et le moral des consommateurs et les données font état d'une certaine faiblesse. Pour autant, un changement de positionnement n'est pas nécessaire, mais cela souligne à quel point la vigilance et la sélectivité sont importantes, car le niveau de croissance économique pourrait s'avérer moins favorable pour les actifs risqués, ce qui n'est pas encore pris en compte dans les cours. Pour ce qui est des marchés émergents, notre opinion est neutre. Nous avons revu à la baisse notre position sur les actions chinoises, qui était auparavant légèrement positive, car

nous tenons compte des conséquences des mesures réglementaires prises pour atteindre les objectifs sociaux du gouvernement. Un autre aspect est la relation géopolitique entre les États-Unis et la Chine et les problèmes de liquidité qui en découlent lorsqu'on investit en Chine. Toutefois, à long terme, ces mesures pourraient être bénéfiques et offrir de bons points d'entrée.

En ce qui concerne l'obligataire, nous pensons que le niveau actuel des rendements core n'est pas cohérent avec nos perspectives d'inflation plus élevée, ce qui nous amène à **rester prudents sur la durée aux États-Unis (bons du Trésor à 10 ans) et sur les pays du cœur de l'Europe,** compte tenu de nos prévisions de hausse des taux et de reprise économique. Il convient néanmoins de rester actif et d'adapter ses positions si le sentiment évolue.

**La valeur relative de la dette périphérique européenne,** qui donne l'avantage aux BTP à 30 ans face au Bund, est attractive en raison du rebond des prévisions pour l'Italie et du soutien continu de la BCE.

**Les opportunités de revenu et de diversification mondiale** offertes par la dette locale du gouvernement chinois sont toujours d'actualité, car le pays continue de proposer des rendements réels attractifs. Les marchés de la dette de Chine devraient bénéficier de la montée en puissance du poids économique et géopolitique du pays, de leur intégration dans les indices mondiaux et de l'effet positif qui en résulte sur les flux entrants, notamment ceux des investisseurs passifs, en dépit des récentes mesures réglementaires. Nous gardons un avis neutre sur les *spreads* EMBI.

**Dans un contexte marqué par le volume élevé de dette à rendement négatif, le crédit offre un certain répit.** Les indicateurs

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer. BoE = Banque d'Angleterre, ME = marchés émergents, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banque centrale, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.



GESTION  
DIVERSIFIÉE

de crédit s'améliorent pour l'IG en euros, alors même que la classe d'actifs présente un potentiel de portage du fait du soutien de la BCE. Mais la sélectivité est de mise, car les valorisations sont serrées. Le HY en euros offre également du potentiel grâce à l'amélioration des perspectives de défaut sur fond de reprise économique.

**Lorsque les risques sont asymétriques et l'incertitude élevée, la valeur relative est la seule valeur qu'il reste à explorer.** Pour nous, le marché des changes est un terrain de jeu permettant de déployer des stratégies à long terme et des stratégies tactiques. En ce qui concerne les premières, nous tablons sur une poursuite de la reprise et sommes optimistes quant au potentiel de portage de la couronne norvégienne, de la livre sterling et du dollar américain par rapport à l'euro et au yen. Nous observons, en revanche, certains obstacles qui pourraient affecter le dollar canadien, ce qui nous amène à le revoir à la

baisse par rapport au franc suisse. En outre, la dynamique actuelle que nous observons sur les marchés obligataires, en particulier aux États-Unis, ne favorise pas une vision négative du franc suisse. Pour ce qui est des devises émergentes, nous continuons à privilégier le real brésilien par rapport à l'euro en raison de l'amélioration des taux de vaccination, de la croissance économique et de la hausse potentielle des taux.

**Risques et couvertures**

Nous percevons des risques liés au variant Delta et à d'éventuelles vagues épidémiques additionnelles après l'été, auxquels s'ajoute la question de l'Afghanistan et de son impact sur les portefeuilles. Il convient donc de conserver des couvertures au moyen de dérivés pour protéger l'allocation en actions des pays développés, car les marchés valorisent la perfection.



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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

Nous constatons une évolution du contexte de marché qui après avoir été caractérisé par la « dominance de l'inflation » est désormais marqué par la « décélération de la croissance ». Cela ne signifie pas que l'inflation a disparu, mais traduit un déplacement des craintes du marché vers la phase d'après

## Divergence entre rendements nominaux et inflation

La propagation des variants, les inquiétudes exagérées au sujet de la croissance et les politiques monétaires non conventionnelles sont les principales causes de la chute des rendements core et de leur divergence avec les chiffres réels de l'inflation. Malgré un certain ralentissement de la dynamique économique, la croissance reste forte et n'est pas en train de s'effondrer. D'un autre point de vue, la politique monétaire a aggravé les inégalités en affectant les revenus réels disponibles des travailleurs et en augmentant le patrimoine des plus riches. La croissance des salaires pourrait accentuer la pression sur l'inflation. À mesure que les plans de réduction des dispositifs de soutien de la Fed se précisent, les rendements devraient augmenter, de façon non linéaire. En outre, lorsque les marchés seront convaincus que l'inflation n'est pas seulement « transitoire », la divergence entre les rendements et l'inflation devrait s'atténuer. Nous restons prudents sur la duration et positifs vis-à-vis du crédit, tout en étant conscients que la sélectivité sur le crédit doit être renforcée.

### Obligations mondiales et européennes

**Nous restons prudents sur la duration des bons du Trésor américain et des obligations européennes core (et semi-core), mais nous restons actifs.** L'évolution de la courbe des taux américains étant incertaine, nous recommandons une exploration active des opportunités sur l'ensemble de la courbe afin de tirer parti de tout mouvement tactique. Nous percevons en Europe des opportunités de pentification le long de la courbe. Nous

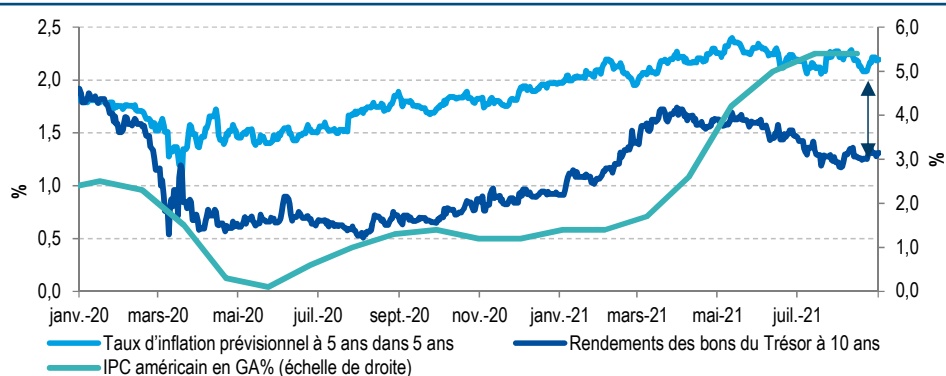
restons néanmoins constructifs sur la dette périphérique italienne, compte tenu des perspectives de reprise. En ce qui concerne l'inflation, nous sommes optimistes vis-à-vis des États-Unis et de l'Europe.

**Le contexte du crédit s'améliore** grâce aux bons résultats des entreprises et à l'amélioration des indicateurs et des conditions financières. Nous restons constructifs sur les titres IG (BBB) et HY (étoiles montantes), ainsi que sur la dette subordonnée. Nous privilégions les obligations à plus courte échéance et celles dont les prix ne seront que peu affectés par l'augmentation des rendements core. Cependant, l'incertitude persiste. C'est pourquoi la sélectivité nous semble primordiale et celle-ci sera d'autant plus efficace qu'elle se fera à travers le prisme ESG, non seulement en raison des réglementations à venir, mais aussi en raison de certaines rotations importantes favorisant l'ESG.

### Obligations américaines

Nous sommes bien conscients du léger ralentissement de la dynamique, pour autant, nous insistons sur le fait qu'une grande partie de l'activité économique reste solide sur fond de progression des taux de vaccination (approbation du vaccin Pfizer). Nous conservons notre biais défensif sur les bons du Trésor américain, avec une vision flexible et tactique basée sur la volatilité du marché et les indications de la Fed quant à ses plans de réduction des dispositifs de soutien. Nous continuons également à anticiper une pentification de la courbe dans un contexte d'augmentation des émissions et de régime d'inflation à long terme. Les obligations indexées sur l'inflation, dont les rendements

### Inflation et rendement des bons du Trésor US



Source : Amundi, Bloomberg au 26 août 2021. Les données d'IPC sont mensuelles

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

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

sont liés aux taux réels, semblent toutefois attractives. **Nous sommes optimistes sur le crédit**, mais prudents sur le bêta et les secteurs où les valorisations sont les plus tendues. Il convient en outre de détenir des titres de dette à court terme et de se concentrer sur les facteurs idiosyncrasiques, où la sélection conditionne les rendements. Le crédit HY sélectionné est bon dans une perspective de portage. D'autre part, les marchés hypothécaires restent solides grâce à la vigueur des revenus des consommateurs et du soutien de la Fed.

**Obligations des marchés émergents**

Compte tenu de notre positionnement globalement souple, nous privilégions la dette en devise forte avec un biais sélectif pour le HY. Nous restons néanmoins globalement défensifs sur la durée, prudents sur les devises (craintes liées

à la réduction du soutien de la Fed), en nous intéressant de manière sélective aux devises à haut rendement. Nous surveillons la recrudescence des cas de Covid en Asie, en adoptant un positionnement prudent sur le CNY, mais constructif sur les obligations chinoises, compte tenu des inquiétudes liées au ralentissement de la croissance dans le pays.

**Devises**

Nous recommandons aux investisseurs d'affiner leurs convictions, notamment sur le dollar, mais de rester positifs en raison du durcissement de la position de la Fed. Nous sommes également sélectivement prudents sur les devises liées aux matières premières en raison de corrélations faibles avec les prix des matières premières. Nous avons, en revanche, revu à la hausse notre opinion sur la livre turque et le real brésilien

ACTIONS

## La prudence est de mise, car les marchés valorisent la perfection



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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

*Bien que la croissance reste forte, certains obstacles se profilent à l'horizon : dynamique en baisse par rapport aux niveaux élevés actuels et inflation. Il convient d'éviter les segments où les valorisations sont excessives*

### Évaluation globale

Les marchés actions ont été portés par des bénéfices soutenus par rapport au passé et par des espoirs nourris, notamment en ce qui concerne les valeurs cycliques. Les entreprises compensent le coût des matières premières par des hausses de prix, pour autant, certaines inquiétudes subsistent, en raison de l'impact du variant delta, de la croissance et de l'inflation sur le redémarrage économique. En effet, l'inflation impacte les revenus réels disponibles, notamment aux États-Unis, ce qui pourrait provoquer des pressions à la hausse sur les salaires.

**Nous continuons donc à privilégier les entreprises capables de maintenir leurs marges en répercutant le coût des intrants sur les consommateurs.** Dans l'ensemble, nous pensons que les bénéfices ont encore une certaine marge de progression, mais les valorisations (PER) pourraient à l'avenir revenir à des niveaux plus raisonnables, les gagnants étant les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix.

### Actions européennes

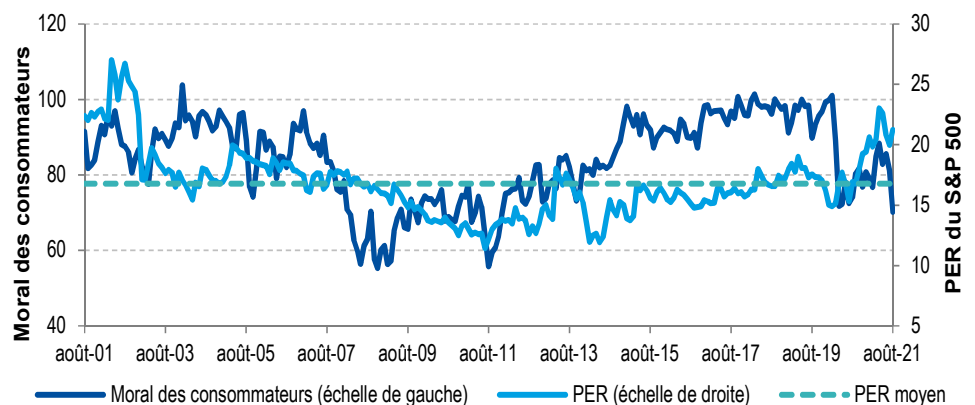
**Nous gardons une approche équilibrée, en nous concentrant sur la sélection des titres et sur les entreprises présentant des modèles économiques et des prix solides.** Nous observons de fortes disparités entre les secteurs, les valeurs financières (banques) étant très attractives et dégagant des bénéfices importants. Nous sommes neutres sur les valeurs énergétiques, malgré leurs valorisations attractives, mais pensons que la réglementation pourrait favoriser les énergies renouvelables afin d'aider l'Europe à

atteindre ses objectifs d'émission de carbone. Nous sommes également constructifs sur les valeurs industrielles. Nous nous intéressons par ailleurs aux secteurs défensifs, tels que les télécommunications et la santé. Nous restons en revanche prudents sur les secteurs de la technologie et des produits discrétionnaires en raison de valorisations moins attractives et de préoccupations quant à la demande chinoise pour les produits de luxe. D'ailleurs, sur ce dernier point, la volonté de la Chine de lutter contre les inégalités sociales pourrait avoir des répercussions à long terme sur le secteur du luxe en Europe. En termes de style d'investissement, nous privilégions les valeurs décotées et estimons que la récente pause est source d'opportunités idiosyncrasiques attractives.

### Actions américaines

La progression des marges des entreprises a été exceptionnelle cette année, ce qui ne se reproduira probablement pas, le déconfinement du pays étant terminé. En revanche, la recrudescence des cas de Covid freine temporairement la dynamique, mais il est peu probable que cette reprise épidémique ait un impact important ou qu'elle entraîne un nouveau confinement du pays. **Désormais, les variables clés à surveiller sont l'inflation, les revenus réels et le moral des consommateurs, ainsi que les valorisations chères et les éventuelles hausses d'impôts.** En ce qui concerne les valorisations, nous constatons d'importantes divergences sur le marché, certains segments se négociant avec de fortes primes par rapport à d'autres, comme, notamment, le segment « value ».

### Moral des consommateurs US et valorisations actions



Source : Amundi, Bloomberg, Univ. of Michigan Consumer Sentiment, dernières données mensuelles au 31 août 2021. BEst P/E.

## ACTIONS

Nous sommes donc convaincus qu'éviter les entreprises endettées et de croissance spéculative peut s'avérer payant pour les investisseurs. En revanche, détenir des valeurs décotées et solides, du secteur de la finance ou de l'énergie, semble judicieux dans un contexte de hausse des rendements core. Cette rotation sera toutefois moins cyclique que par le passé et favorisera les secteurs susmentionnés, sensibles aux taux d'intérêt, par rapport aux secteurs de la consommation discrétionnaire et de l'industrie. En ce qui concerne les défensives, nous voyons quelques opportunités attractives dans le secteur de la santé, qui devrait bien se comporter après une longue période de sous-performance.

**Actions émergentes**

L'amélioration des taux de vaccination et les valorisations attractives devraient quelque peu soutenir les actions émergentes. Toutefois, les variants résistants aux vaccins et les mesures réglementaires de la Chine, ainsi que la politique de tolérance zéro du pays vis-à-vis du Covid, pourraient générer quelques difficultés. Nous envisageons la Russie, l'Inde et le Brésil de manière constructive. Au niveau sectoriel, nous privilégions les entreprises décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance et restons positifs sur les produits discrétionnaires, notamment dans les pays où la reprise tarde à venir. Nous restons prudents sur les produits chimiques et les services financiers chinois.





## Spécial Europe : investir dans la reprise

par l'Équipe de Recherche Globale

### Résumé

Alors que l'économie européenne se remet du plus grand choc économique de l'histoire moderne, nous révisons à la hausse nos hypothèses de croissance et d'inflation. Bien que le chemin de la reprise diffère parmi les États membres, nous pensons que l'UE connaîtra deux années de croissance soutenue, tandis que l'inflation devrait repasser sous la barre des 2 %. La BCE devrait opérer une transition en douceur de ses politiques d'urgence vers un QE « classique » et maintenir le statu quo sur le plan des taux directeurs. L'EUR/USD devrait se diriger progressivement vers 1,15 à horizon 12 mois.

Dans ce contexte, nous préférons les obligations périphériques et en particulier les obligations italiennes en termes absolus et relatifs. Sur les marchés européens du crédit, nous préférons les segments à bêta élevé, tels que la dette subordonnée et les titres BBB au sein du segment IG, ainsi que les entreprises affichant une notation moyenne à élevée au sein du segment HY. Nous renouvelons notre opinion positive sur les actions européennes, ce qui confère au portefeuille un biais cyclique et « value » (actions sous-évaluées). Nous soulignons également l'impact positif du dispositif NGEU pour les pays d'Europe centrale et orientale.

## 1. L'économie européenne dans le contexte d'une reprise mondiale

Annalisa USARDI, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

### 1.1. L'économie mondiale sur la voie de la reprise

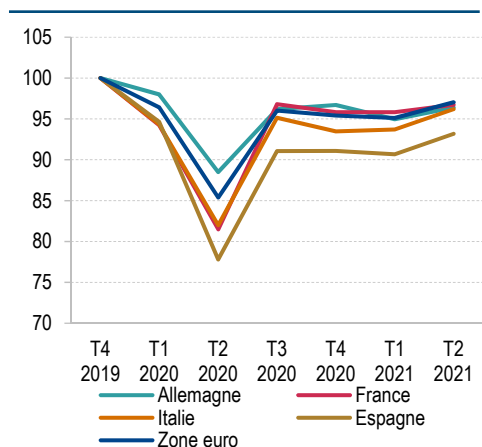
Au niveau mondial, la dynamique de la reprise demeure vigoureuse, mais se caractérise par des trajectoires inégales et à plusieurs vitesses selon les régions. Dans le même temps, la dynamique de croissance s'est quelque peu ralentie, comme le suggèrent les indicateurs à haute fréquence et PMI. L'expansion de l'activité se poursuit mais a décéléré dans plusieurs économies clés au début du troisième trimestre.

Alors que le consensus économique mondial s'est stabilisé à un niveau élevé, les surprises

économiques mondiales ont progressivement diminué et ne sont plus que légèrement positives. L'évolution de la pandémie reste une source d'incertitude et pourrait entraîner une croissance de plus en plus inégale selon les pays, tiraillés entre campagnes de vaccination et résurgence du virus. Actuellement, il semble que la nouvelle vague soit quelque peu contenue dans les pays où les taux de vaccination sont plus élevés, mais pas de manière uniforme; les nouveaux cas et les taux d'hospitalisation restent un facteur

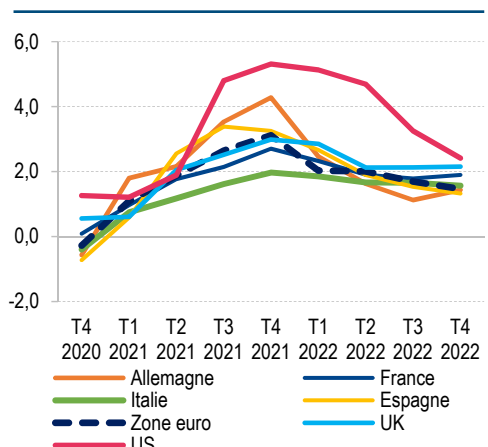
Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance aux États-Unis et en Chine pour cette année et l'année prochaine

### 1/ Niveau du PIB au T4 2019=100



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

### 2/ Croissance de l'IPCH, en glissement annuel trimestriel



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

LE THÈME DU MOIS

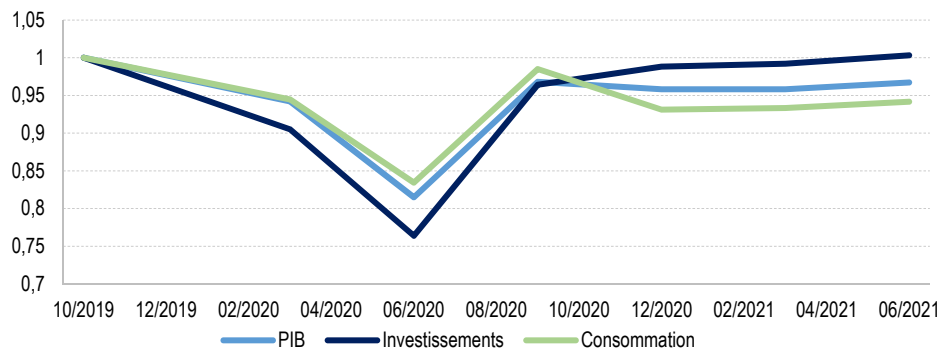
Spécial Europe

clé à surveiller afin d'anticiper les risques de nouvelles mesures de confinement.

**Prévisions de croissance revues à la baisse.** Nous tablons sur une croissance du PIB mondial comprise entre 5,8 % et 6,4 % cette année et entre 3,8 % et 4,5 % pour 2022. Le profil de croissance de la Chine a été revu à la baisse, la production, la consommation et l'investissement ayant tous déçu récemment. Nous prévoyons désormais une croissance du PIB chinois de l'ordre de 8,4 % à 9 % pour cette année et de 5,1 % à 5,7 % l'année prochaine. Les prévisions concernant la croissance américaine ont également été revues à la baisse avec une fourchette de 5,8 % à 6,2 % cette année et de 3,3 % à 3,9 % pour 2022. (Les prévisions d'Amundi sont disponibles dans la section Contexte macroéconomique).

**Le risque inflationniste perdure.** La persistance de contraintes d'approvisionnement et l'intensification des facteurs défavorables dus aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre pèsent sur l'activité et le commerce des biens. Ces facteurs génèrent une pression sur l'inflation mondiale, comme le montrent les données récentes. Toutefois, les prix PMI des intrants et des extrants ont récemment laissé entrevoir une certaine modération, tout en restant très élevés. L'inflation devrait, selon nous, rester supérieure à l'objectif de la Fed sur l'horizon de prévision pour les États-Unis, mais le FOMC devrait maintenir le statu quo. Dans les pays émergents, plusieurs banques centrales ont commencé à relever leurs taux directeurs, face à des chiffres de l'inflation supérieurs à l'objectif.

3/ France, T4 2019=100



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

L'Italie rattrape son retard par rapport à la France et à l'Allemagne

1.2. Une reprise inégale dans la zone euro

L'économie de la zone euro a progressé de 2 % au deuxième trimestre 2021, laissant le PIB de la région à peine 3 points en dessous de son niveau d'avant la pandémie. Ce rebond ne s'est toutefois pas produit de manière uniforme dans tous les pays. Des différences ont été observées dans le calendrier et l'extension des restrictions durant la première partie du trimestre, avec une réouverture retardée en Allemagne et en France. Les différents impacts des

contraintes d'approvisionnement et de capacité dans le secteur manufacturier ont influé sur la vitesse du rebond et devraient continuer d'exercer leur influence au troisième trimestre. Au deuxième trimestre, la croissance en Italie et en Espagne a atteint un rythme beaucoup plus soutenu que la moyenne de la zone euro. L'Italie a ainsi pu combler son écart de PIB avec l'Allemagne et la France, tandis que l'Espagne a réduit le sien mais reste à la traîne (voir graphique 1).

1.3. Une embellie des perspectives de croissance et d'inflation

**Au printemps, les perspectives à court terme de l'économie européenne semblent plus encourageantes que prévu.** Nous anticipons une poursuite de la reprise à plusieurs vitesses entre les différents États membres, reprise qui devrait cependant bénéficier des retombées positives de la dynamique solide de la demande intérieure et de la croissance américaine. Globalement, nous prévoyons un pic du PIB au T2/T3 (la réouverture, la nette progression de la campagne de vaccination et les effets des plans nationaux de relance budgétaire constituant les principaux

moteurs), suivi d'une croissance supérieure au potentiel lorsque les projets NGEU se concrétiseront (effets à partir de 2022). Nous prévoyons une croissance moyenne de 4,7 % en 2021, 4,1 % en 2022 et 2,3 % en 2023, atteignant donc les niveaux pré-pandémiques dès le premier trimestre de l'année prochaine. L'Allemagne, la France et l'Italie devraient revenir à leurs niveaux d'avant la crise dès le début de l'année prochaine, selon un calendrier similaire, tandis que l'Espagne ne devrait combler son retard qu'au cours du second semestre 2022.

## LE THÈME DU MOIS



*Le facteur des salaires ne devrait pas avoir d'incidence majeure dans la zone euro*

Nos prévisions d'inflation pour cette année ont également été revues à la hausse, tout en conservant un profil en forme de bosse. L'évolution de l'inflation dans la zone euro suit en partie les tendances communes observées dans les autres pays développés : l'énergie joue un rôle majeur dans la dynamique en glissement annuel, ainsi que d'autres effets de base à l'anniversaire du premier confinement et du rebond qui a suivi. Sur une base mensuelle, l'augmentation des prix due aux frictions entre la demande et l'offre (goulets d'étranglement, rupture d'approvisionnement, réouverture) est également à l'œuvre.

Cependant, tous les pays ne suivent pas des tendances similaires, en raison de facteurs idiosyncrasiques, tels que la baisse temporaire de la TVA en Allemagne, qui devrait contribuer à un rebond significatif de l'inflation au quatrième trimestre de cette année, ou encore les changements dans le calendrier des ventes saisonnières, qui ont généré de la volatilité en France et en Italie pendant la période estivale.

Contrairement aux États-Unis, les facteurs de croissance des salaires ne devraient pas, selon nous, avoir d'incidence majeure l'année prochaine. Alors que l'inflation de la zone euro devrait dépasser l'objectif de la BCE cette année, elle devrait revenir en dessous de l'objectif dès la fin 2022. Les hypothèses d'Amundi concernant le taux annuel moyen de l'IPC global en zone euro sont les suivantes : 2,2 % pour 2021, 1,8 % pour 2022, 1,6 % pour 2023.

Nous pensons que le rebond marqué de l'économie britannique en 2021 (de 6,3 à 6,9 %) sera suivi d'une autre année de forte croissance (4,5 à 5,1 % en 2022). La croissance devrait ensuite revenir sous les 2,4 % en 2023. L'inflation britannique devrait être conforme à celle de la zone euro cette année et rester modérément supérieure à l'objectif en 2022. Les facteurs de réouverture et les difficultés liées au Brexit expliquent ce niveau d'inflation plus élevé. Cependant, nous supposons que la BoE maintiendra le statu quo au cours des 12 prochains mois.

#### 1.4. Reprise de la consommation et de l'investissement

**La consommation et l'investissement ont suivi un schéma de reprise différent après l'effondrement de 2020.** Alors que la consommation privée a diminué au cours des confinements ultérieurs, au premier trimestre 2021 par exemple, reflétant une baisse des achats de biens durables et de services, l'investissement a continué de progresser, soutenu par une impulsion positive de la construction.

D'après les données disponibles pour le deuxième trimestre, la reprise de l'investissement semble presque achevée, tandis que la consommation des ménages reste à la traîne, la reprise étant plus avancée pour les biens que pour les services. Étant donné qu'un plus large éventail d'opportunités

de dépenses redevient disponible avec la réouverture et que le pouvoir d'achat des ménages demeure globalement résilient, nous pensons que la consommation de services devrait jouer un rôle clé dans la reprise.

Quant à l'investissement, à partir du premier trimestre, la construction a presque entièrement renoué avec ses niveaux d'avant la crise, mais les investissements en machines et équipements accusent toujours un retard. Grâce à l'impulsion donnée par la nouvelle vague d'investissements motivée par les plans nationaux de résilience et le NGEU, nous nous attendons à ce que la construction et la formation de capital fixe s'accélérent et contribuent fortement à la croissance.

## 2. Next Generation EU – une chance importante malgré les obstacles

**Tristan PERRIER**, *Global Views*

Le fonds de relance NGEU (Next Generation Europe) de 750 milliards d'euros (prix de 2018), dont la négociation couronnée de succès puis l'annonce en 2020 **ont déjà grandement contribué à désamorcer les tensions politiques entre les membres de l'UE**, est désormais opérationnel. Ce fonds a franchi de nombreuses ex-« lignes rouges » en termes de solidarité budgétaire au sein de l'UE : émission de dette européenne, aide sous forme de subventions, soutien aux États à des fins conjoncturelles et pas seulement structurelles.

Après que les plans de résilience et de relance (qui seront financés par le NGEU) de la plupart des pays membres (y compris les quatre principaux) ont obtenu le feu vert de l'UE, la Commission européenne a, en juin, commencé à émettre les obligations européennes requises. Les premiers transferts aux États membres ont ensuite eu lieu en août. Concernant l'aide sous forme de prêts, **les gouvernements n'ont pas tous eu la même attitude** : certains pays éligibles ont demandé l'intégralité de l'enveloppe (comme l'Italie

## LE THÈME DU MOIS

Spécial  
Europe

Le plein effet du NGEU devrait commencer à se faire sentir en 2022

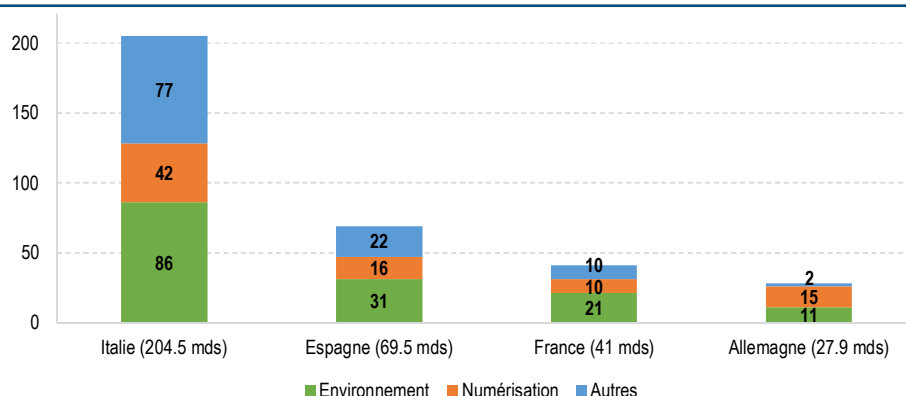
ou la Grèce), d'autres seulement une partie (Portugal, Chypre, Slovaquie) d'autres encore ont décidé de ne pas y avoir recours ou ont différé leur décision (Espagne).

Selon les pays, le NGEU peut représenter la quasi-totalité (Espagne), la majeure partie (Italie), une part importante (France) ou une petite part (Allemagne) de l'effort budgétaire de relance, le reste correspondant aux ressources au niveau national. **Tous les regards sont tournés vers l'Italie, où les aides versées dans le cadre du NGEU représentent près de 1,5 % du PIB pour le seul second semestre 2021**, ce qui pourrait donner un élan à la croissance et inciter fortement à poursuivre le programme de réformes structurelles tant attendu du gouvernement de Mario Draghi. Dans nos projections, nous supposons que les plans nationaux de résilience et de relance commenceront à

être mis en œuvre au quatrième trimestre 2021, avec un impact économique significatif à partir du premier semestre 2022, et des multiplicateurs budgétaires moyens appliqués aux versements de subventions.

**Le NGEU est un puissant dispositif dont la vocation est à la fois de faciliter la réparation économique post-COVID** et d'accroître la croissance potentielle du PIB par un cocktail d'investissements publics et de réformes. Toutefois, un risque important est que les programmes soient ralentis par la bureaucratie et par la capacité limitée des États à déployer suffisamment de projets pour absorber rapidement des montants très importants. Au final, le NGEU, en fonction de son succès ou de son échec, créera un précédent qui encouragera soit les partisans, soit les détracteurs d'une plus grande mutualisation budgétaire au sein de l'UE.

#### 4/ NGEU - Allocation des ressources : 4 milliards d'euros pour les principaux pays européens



Source : Estimations Bruegel, Recherche Amundi. Données mai 2021

### 3. Vers un nouveau cadre budgétaire de l'UE

Didier BOROWSKI, Responsable Global Views

Les règles budgétaires européennes ont été temporairement suspendues en mars 2020 pour permettre aux États de la zone euro de mettre en œuvre des politiques de stabilisation. Avec la fin de la crise sanitaire en vue, la politique budgétaire devra être « normalisée ». Mais quelles règles suivre ? Le débat ne fait que commencer.

Certes, les règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) seront à nouveau activées en 2023. Mais avant même la crise de Covid-19, de nombreux économistes avaient appelé à une révision de ces règles, celle-ci n'impliquant pas de révision du traité. Elle nécessite en revanche une concertation étroite au sein de la zone euro, et au moins une convergence de points de vue entre la France et l'Allemagne. Le résultat des élections allemandes devrait dans ce contexte être déterminant.

La critique à l'égard des règles actuelles n'a rien de nouveau. Appliquer des seuils identiques à tous les pays en matière de dette publique (60 % du PIB) et de déficit budgétaire (3 % du PIB) n'a aucun fondement théorique réel. De plus, ces règles se sont révélées procycliques et donc contre-productives (notamment après la crise de la dette souveraine). Enfin, elles reposent sur des estimations des déficits structurels (c'est-à-dire corrigés des variations cycliques), qui sont par nature inobservables. Différentes méthodes sont employées pour les évaluer, mais aucune ne fait l'unanimité, ce qui donne lieu à des débats sans fin. Les problèmes méthodologiques sont exacerbés par les grandes récessions.

Les lignes ont bougé avec la crise de Covid-19. Lorsque les taux d'intérêt sont bas (proches

Des règles différentes pour chaque pays seraient plus appropriées



## LE THÈME DU MOIS



de leur limite inférieure), l'ensemble du *policy mix* doit être recalibré. Il est frappant de constater que cet argument a été développé plus tôt cette année par Isabel Schnabel (membre du conseil d'administration de la BCE). Pour une utilisation contracyclique de la politique budgétaire, la marge de manœuvre est plus grande lorsque les taux d'intérêt sont très inférieurs à la croissance du PIB. En d'autres termes, **une politique monétaire non conventionnelle appelle une politique budgétaire non conventionnelle**. Mais il est peu probable que les pays parviennent à se mettre d'accord sur une réforme à court terme. **Les règles actuelles sont hautement symboliques**, surtout pour les pays les moins endettés, qui estiment avoir déjà fait suffisamment de concessions lors de la mise en place du fonds de relance NGEU. Il est donc irréaliste de penser que ces règles peuvent être abandonnées à court terme. La réflexion

sur cette question sera néanmoins amenée par la présidence française de l'UE au premier semestre 2022, même s'il sera difficile pour la France de se faire entendre à l'approche des élections (avril/juin).

Toutefois, après la pandémie de Covid-19, **les craintes concernant la viabilité de la dette devraient inciter les gouvernements à modifier les règles**, du moins en pratique. Afin de renforcer la crédibilité budgétaire dans la zone euro, les gouvernements ne peuvent pas seulement viser un seuil de déficit de 3 %. D'autres variables, telles que le solde primaire, la charge de la dette, le niveau de la dette et le ratio des dépenses publiques par rapport au PIB, sont tout aussi importantes dans l'analyse des efforts requis. En pratique, cela signifie que des règles différentes pour chaque pays seraient plus appropriées qu'une règle basée sur le seul déficit...

## 4. Le nouveau cadre de politique monétaire de la BCE

Sergio BERTONCINI, *Stratégiste senior Recherche obligataire*

### 4.1. Les conséquences de la revue stratégique de la BCE

Les résultats de la revue stratégique de la BCE ont été annoncés plus tôt que prévu et avant le conseil des gouverneurs de juillet. Bien qu'elle n'ait pas fortement dévié du résultat le plus attendu, **la revue stratégique a eu un impact immédiat sur la communication de la BCE**, avec un changement significatif des orientations prospectives portant sur les taux lors de la réunion de juillet. La banque centrale a révisé la formulation de ses orientations prospectives pour les mettre en conformité avec la nouvelle stratégie, mais dans une certaine mesure, elle est allée au-delà. Bien que contrebalancé par l'absence d'indications quantitatives, visant naturellement à maintenir une certaine souplesse d'appréciation, le passage à une politique accommodante était évident.

**La BCE a introduit trois critères pour commencer à normaliser les taux** (correspondant aux chiffres indiqués ci-dessous). « *Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux directeurs de la BCE seront maintenus à leurs niveaux actuels voire inférieurs jusqu'à ce qu'il ait constaté (1) que l'inflation*

*atteint deux pour cent bien avant la fin de son horizon de projection et (2) durablement pour le reste de l'horizon de projection, et qu'il considère que (3) les progrès réalisés sur le front de l'inflation sous-jacente sont suffisamment avancés pour être compatibles avec une stabilisation à deux pour cent à moyen terme.* »

Selon les deux premières conditions, l'inflation globale doit rester égale ou supérieure à 2 % durant les deux années suivant ses projections macroéconomiques, tandis que la troisième condition exige également que l'inflation sous-jacente se dirige vers des niveaux non loin de 2 % à la fin de l'horizon de projection. Comme cet ensemble de conditions semble loin d'être réalisable dans un horizon proche, avec ces nouvelles orientations prospectives, **la BCE a nettement renforcé son engagement à maintenir ses taux très bas sur une période prolongée**. Plus important encore, si les taux doivent rester bas pendant une longue période, cela signifie un QE plus long, car l'APP est toujours lié à la première hausse des taux « *il prendra fin peu de temps avant que [la BCE] ne commence à relever ses taux directeurs.* »

### 4.2. Réduction lente du programme d'assouplissement quantitatif et maintien des taux directeurs

La BCE doit maintenant aborder la question des outils de politique monétaire non conventionnels, à savoir l'APP, le PEPP et le TLTRO. La principale conclusion à retenir de la revue stratégique est d'envisager **le même degré d'assouplissement, mais plus longtemps**: avec non seulement une période

plus longue sans relèvement des taux, mais également une période plus longue que prévu pour l'APP et le réinvestissement. Cette position semble cohérente avec la nécessité de lutter contre la fragmentation financière, de maintenir des conditions de financement faciles et de rendre les efforts du NGEU

La BCE s'est engagée à maintenir des taux très bas sur une période prolongée



efficaces. Alors que les années 2020 et 2021 ont été marquées par des niveaux records de déficits publics et d'émission de dette, les besoins de financement devraient diminuer en 2022 pour trois raisons: (1) l'amélioration du solde primaire budgétaire grâce à la reprise économique, (2) une réduction du service de la dette, et (3) la mise à disposition des premiers fonds NGEU.

Cela signifie que **l'ampleur de l'assouplissement quantitatif sera donc réduite par un moindre accroissement de la dette publique.**

Du côté des **taux directeurs, la BCE est susceptible d'accuser un retard important par rapport à la Fed et à la BoE sur la voie de la normalisation de sa politique. Les nouvelles orientations prospectives indiquent des taux stables pour les trois prochaines années**, alors que la Fed pourrait selon nous commencer à normaliser ses taux en 2023. Nous supposons donc que les taux directeurs de la zone euro resteront inchangés sur notre horizon de prévision, avec un taux de dépôt à -0,50 %, en décalage par rapport aux taux Fed.

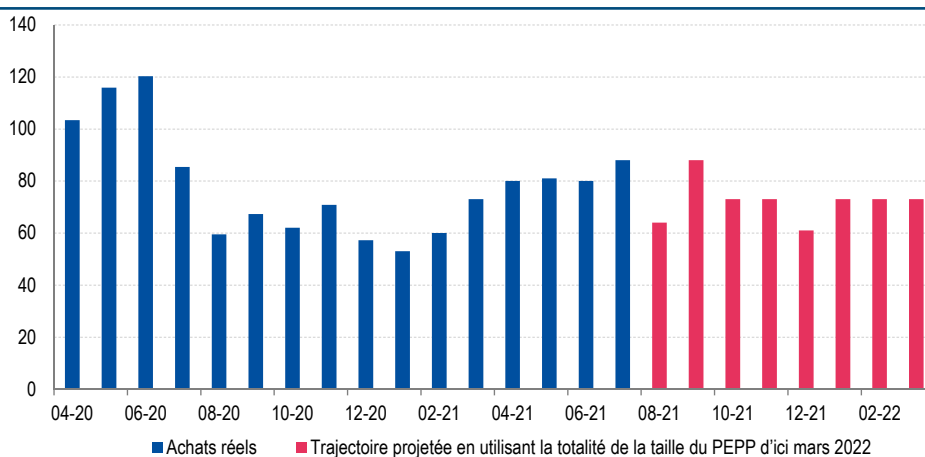
### 4.3. Une transition en douceur après l'échéance de mars 2022 du PEPP

Les derniers chiffres du PEPP montrent que la BCE dispose d'une puissance de feu suffisante pour maintenir une trajectoire d'achat robuste au moins jusqu'en mars 2022. Elle dispose encore d'environ 580 milliards d'euros dans le cadre du PEPP, ce qui représente un achat moyen de 72 milliards d'euros par mois. En y ajoutant l'APP, la BCE pourrait acheter jusqu'à 92 milliards d'euros par mois (740 milliards

d'euros au total), ce qui n'est pas loin de la « trajectoire supérieure » de 100 milliards d'euros adoptée au deuxième trimestre 2021.

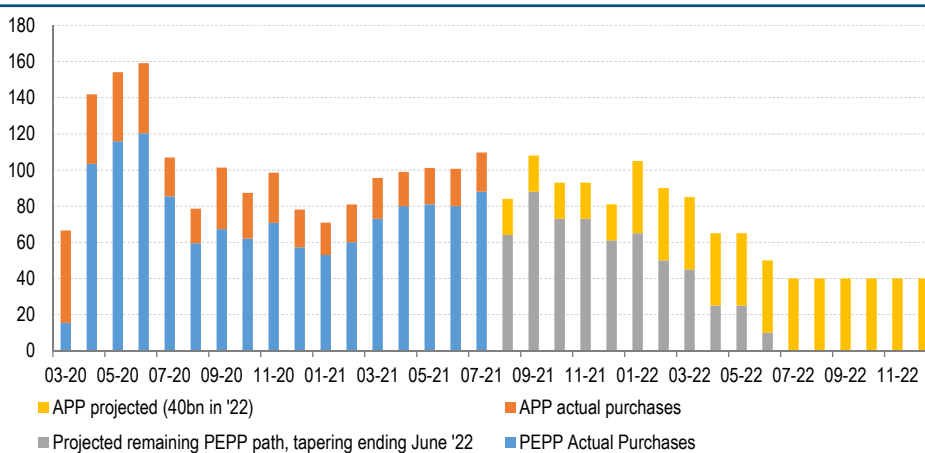
Même si le PEPP et l'APP sont censés être deux outils distincts, ils peuvent être combinés pour projeter la dynamique du QE. En effet, ils visent les mêmes instruments, avec des pondérations différentes. Après l'échéance de mars 2022, la BCE a donc deux

### 5/ Trajectoire mensuelle du PEPP : scénario historique et projeté, en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 Août 2021

### 6/ QE de la BCE : historique et scénario 2022 (réduction du PEPP et augmentation de l'APP) en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 Août 2021

LE THÈME DU MOIS



options principales à sa disposition pour prolonger son plan de relance : (1) augmenter la taille du PEPP et le prolonger au-delà de mars 2022, ou (2) accroître temporairement ou définitivement l'APP à la fin du PEPP.

**L'évaluation de la reprise par la BCE après la pandémie guidera sa décision de prolonger ou non le PEPP**, tandis que la nouvelle orientation prospective semble favoriser une augmentation de l'APP. En supposant que l'émission nette de dette souveraine diminuera en 2022 et que l'activité de nouvelles émissions de l'UE restera proche de celle de cette année, les flux mensuels de QE pourraient de facto

ralentir. Par exemple, une moyenne mensuelle de 60 milliards d'euros, c'est-à-dire le reste du PEPP progressivement réduit jusqu'au premier semestre 2022 et un doublement de la taille actuelle de l'APP, pourrait couvrir 60 % de l'émission nette d'emprunts d'État européens en 2022 et une part importante des émissions prévues de l'UE. **Par conséquent, une simple augmentation des achats mensuels de l'APP ainsi qu'une réduction lente du PEPP** jusqu'au premier semestre 2022 pourraient obtenir un large consensus parmi les membres de la BCE.

## 5. Devises : Le différentiel de taux d'intérêt devrait peser sur l'euro

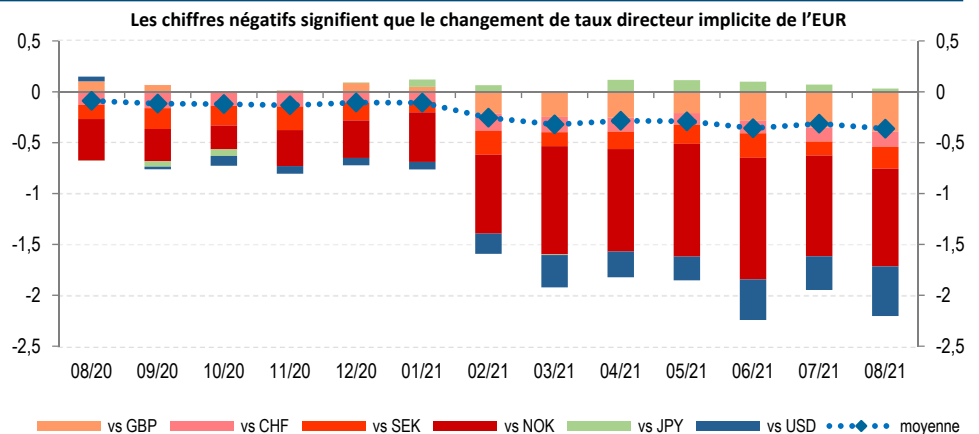
**Federico CESARINI**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

L'euro devrait fléchir à court terme

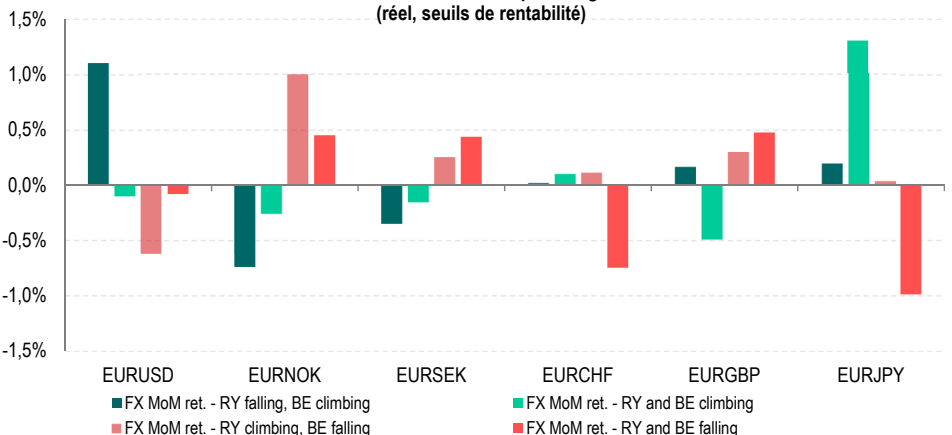
L'enchaînement du ralentissement de la croissance mondiale et du lancement par la Fed d'une politique de légère normalisation dans les mois à venir devrait continuer à soutenir le dollar. Nous avons entamé 2021 en remarquant le caractère exceptionnel des

actifs libellés en USD, qui se réalignaient de manière similaire à celle ayant conduit à la période haussière de l'USD en 2018. Alors que la croissance américaine et les différentiels de taux d'intérêt ont sensiblement ralenti aux deuxième et troisième trimestres,

### 7/ Changement de taux directeur implicite EUR à 2 ans par rapport aux principales devises



### Performance mensuelle médiane de l'euro dans les quatre régimes de taux d'intérêt américains (réel, seuils de rentabilité)



## LE THÈME DU MOIS



**nous pensons que, dans l'ensemble, les conditions demeurent favorables pour le dollar.**

**Nous anticipons une évolution progressive de l'EUR/USD vers 1,15** (par rapport à notre objectif précédent de 1,16) au cours des 12 prochains mois. Nous pensons que la sous-évaluation de la devise par rapport à sa valeur fondamentale, que nous estimons à environ 1,20, n'est pas suffisante pour compenser les facteurs domestiques et mondiaux à ce stade.

**Le ralentissement de la croissance mondiale empêche toute prise de risque massive sur le marché des changes, et les taux d'intérêt euro devraient rester bas pour soutenir la reprise.** L'euro est la deuxième devise la plus faible du G10, juste devant le yen japonais, car aucun relèvement des taux directeurs n'a été anticipé pour les deux prochaines années. À l'inverse, nous prévoyons toujours une hausse

des taux d'intérêt américains, amplifiant ainsi le différentiel de taux d'intérêt.

Au premier trimestre 2021, nous avions affirmé que la combinaison des taux réels et des taux d'intérêt américains pourrait capter la plupart des fluctuations à court terme des devises du G10. Étant donné que la hausse des taux américains devrait favoriser la composante réelle, nous pensons que la plupart des paris cycliques ont un potentiel beaucoup moins évident.

À court terme, nous pensons qu'il est toujours préférable d'adopter un positionnement mixte : position longue sur l'USD, la NOK et la GBP par rapport à l'EUR, en raison de la position relativement ferme des banques centrales, que nous voyons se renforcer par rapport aux devises refuges habituelles (JPY et CHF). Toutefois, à l'horizon 2022, nous pensons qu'un positionnement plus défensif sera nécessaire.

## 6. En quête de performances relatives sur les marchés obligataires en euro

**Sergio BERTONCINI**, *Stratégiste senior Recherche obligataire*

### 6.1. Les rendements des obligations cœur zone euro devraient rester bas plus longtemps

Selon nous, la différence entre la politique de la BCE et celles de la Fed (et de la BoE) est évidente et aura un impact sur l'évolution relative des marchés obligataires. En effet, **il est probable que la BCE maintienne des taux bas plus longtemps**, de même que ses mesures d'assouplissement quantitatif (voir ci-dessus). La Fed devrait entamer son *tapering*, puis se concentrer sur le relèvement des taux, tandis que la BoE commencera par relever ses taux avant de poursuivre avec son bilan. Malgré ces différentes méthodes de normalisation des politiques, nous prévoyons une hausse des rendements des bons du Trésor américain et des Gilts britanniques, ainsi qu'une courbe plus pentue que pour les emprunts d'État en euro.

**Nous supposons que les rendements des Bunds augmenteront au cours des prochains**

**trimestres**, portés par l'amélioration des fondamentaux, mais dans une certaine limite en raison du rôle technique joué par l'assouplissement quantitatif de la BCE. De plus, les projections de l'offre par rapport aux achats de la BCE soutiennent le marché obligataire en euro au moins jusqu'à la fin de l'année. À la fin du mois de juillet, les pays de l'UEM-10 avaient déjà financé deux tiers des émissions brutes annuelles prévues et, en moyenne, 80 % du financement net global projeté pour 2021. Après l'assouplissement quantitatif de la BCE, les émissions nettes devraient être négatives jusqu'en décembre 2021 (voir graphique n° 8).

Au Royaume-Uni, le rendement des Gilts à long terme devrait selon nous augmenter progressivement au cours des 12 prochains mois.

### 6.2. Un environnement favorable pour les obligations périphériques

Les perspectives de politique monétaire et l'amélioration des fondamentaux économiques sont favorables à la dette des pays périphériques en 2022 pour au moins trois raisons : (1) les fonds NGEU soutiendront la reprise tout en réduisant les besoins de financement ; (2) la poursuite de l'assouplissement quantitatif de la BCE, avec une augmentation des actifs détenus en pourcentage de la dette négociable, devrait maintenir des coûts du service de la

dette faibles ; (3) la reprise économique est plus soutenue que prévu et devrait durer jusqu'en 2023.

**Parmi les « quatre grands » pays, l'Italie semble la plus avancée dans son programme de financement**, très proche de l'objectif annuel global, grâce également aux volumes d'emprunt arrivant à maturité. Selon nos projections (voir graphique 8), la demande de la BCE devrait être supérieure

*Les rendements des Bunds devraient remonter au cours des prochains trimestres*





Dans le segment IG en euro, nous privilégions les titres à bêta élevé

à l'offre au cours des cinq derniers mois de 2021. Les disponibilités du Trésor italien sont bien plus élevées que les niveaux historiques et ont atteint un nouveau plus haut en juillet, ce qui plaide en faveur d'une approche plus souple des émissions sur le marché primaire. Du côté des valorisations, la dette

italienne figure parmi les rares à afficher des rendements supérieurs à 1 %, tandis que la moitié des obligations d'entreprises IG sont actuellement assorties d'un rendement négatif. **Par conséquent, nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État italiens.**

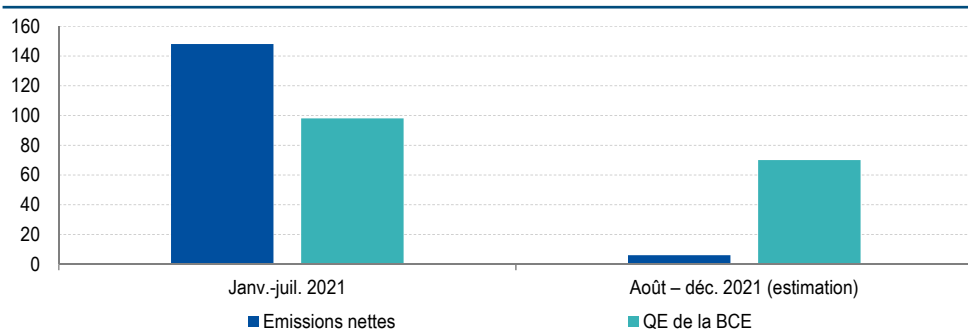
### 6.3. L'amélioration des fondamentaux et le QE soutiennent les marchés du crédit en euro

L'amélioration des fondamentaux, soutenue par un rebond des résultats et du désendettement, et la solidité des facteurs techniques (CSPP de la BCE) maintiennent les *spreads* serrés et la classe d'actifs résiliente face à la volatilité des taux et des autres actifs risqués. Le portefeuille d'obligations d'entreprises de la BCE devrait atteindre 35 % de l'univers de la dette éligible au QE d'ici fin 2021, après être passé de 20 % à 26 % en 2020. **Les marchés du crédit IG en euro sont donc soutenus par des flux constants d'assouplissement quantitatif**, alors que l'offre nette est restée pratiquement inchangée ces derniers trimestres. À titre de référence, au cours des sept premiers mois de cette année, la BCE a augmenté ses positions sur les obligations d'entreprises d'environ 50 milliards d'euros, tandis que les émissions nettes cumulées de dette d'entreprises non financières n'ont atteint que 24 milliards d'euros. En juillet, les émissions brutes et nettes d'obligations d'entreprises en euro ont été les plus faibles depuis 2002.

Le financement bancaire disponible, les réserves de liquidité et la durée plus longue de la dette expliquent ces faibles besoins de financement du marché. Si l'on considère les mois restants pour cette année, l'offre nette des non-financières d'août à décembre devrait être inférieure aux achats nets dans le cadre du CSPP.

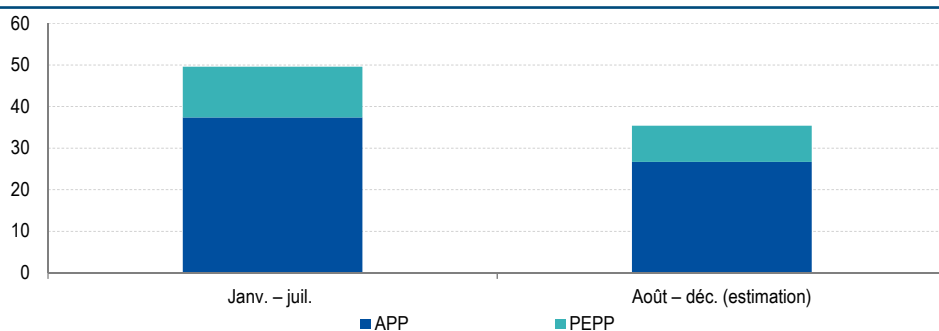
**La combinaison (1) d'une amélioration des perspectives macroéconomiques, (2) d'une plus grande facilité à prolonger le plan de relance monétaire et le financement, et (3) d'une hausse limitée des taux euro, représente un facteur défavorable pour la classe d'actifs.** Les taux de défaut devraient diminuer en Europe au cours des prochains trimestres, après avoir déjà atteint un plus bas et un plus haut plus tôt que prévu. **Sur les marchés européens du crédit, nous préférons les segments à bêta élevé, tels que la dette subordonnée et les titres BBB au sein du segment IG, ainsi que les entreprises affichant une notation moyenne à élevée au sein du segment HY.**

### 8/ QE de la BCE par rapport à l'émission nette de dette italienne : volumes depuis le début de l'année contre volumes estimés restants, en milliards d'euros



Source : ECB, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 13 août 2021

### 9/ Achats nets d'obligations d'entreprises par la BCE, en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 août 2021

LE THÈME DU MOIS



Une préférence relative pour l'UEM au sein de l'Europe

## 7. Maintien de notre opinion positive sur les actions européennes

Éric MIJOT, *Stratégiste Actions Senior*

Ibra WANE, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

### Opinion d'ensemble sur les actions

Depuis mars 2020, les marchés ont fortement progressé pour de bonnes raisons : policy-mix accommodant, percée de la vaccination, très fort rebond des résultats. Toutefois, après le

quasi-doublement du MSCI World AC et à la veille du *Tapering* de la Fed, **les arguments en faveur des actions mondiales sont devenus plus neutres.**

### Valorisation

L'explosion des résultats 2021 absorbera en partie la hausse des ratios de valorisation qui a eu lieu depuis 2020. Mais comme le rythme de croissance des BPA mondiaux devrait se

normaliser, passant de +45% en 2021 à un modeste 8% en 2022, **le PE forward actuel de 18,6x demeure élevé par rapport à l'ère pré-Covid** (fourchette de 13 à 16x).

### Préférences relatives

Le marché américain est à durée longue avec un tilt qualité marqué. Il est toutefois très cher, avec une prime de PE (ajusté du cycle) quasiment sans précédent par rapport à l'Europe. Dans une optique à 12 mois, si l'on considère que la croissance mondiale devrait ralentir mais rester supérieure à son potentiel,

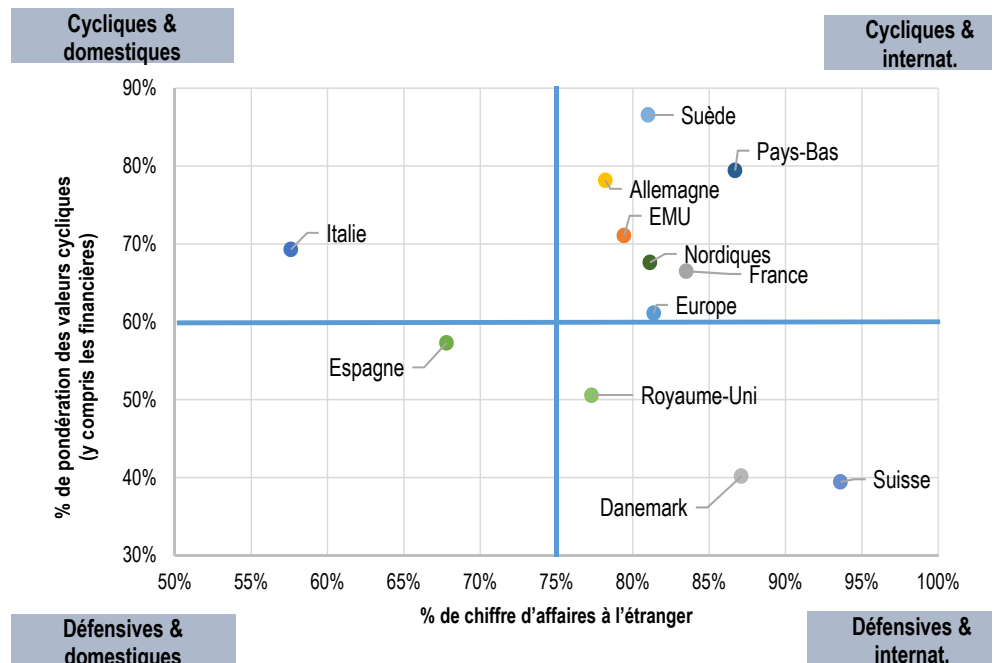
il conviendrait **plutôt de privilégier la région la plus cyclique et value des deux, à savoir l'Europe.** Au sein de celle-ci, **la Zone euro - marché relativement abordable à la fois cyclique et value - est un candidat naturel alors que le Royaume-Uni** est peu cher mais plus défensif et à faible bêta.

### Principaux risques

**L'inflation va-t-elle se résorber** une fois les effets de base et les goulets d'étranglement dissipés ou se révélera-t-elle plus structurelle que prévu ? Ceci déterminera le calendrier et l'ampleur du *Tapering* ainsi que l'évolution des rendements obligataires. **L'autre inconnue concerne la Covid.** Son impact sur l'économie des pays développés est plus faible

qu'auparavant. Mais depuis l'apparition du variant Delta, les perspectives d'un véritable retour à la normal sont devenues moins claires. Et si la croissance et les rendements obligataires s'avéraient alors plus faibles que prévu, ceci ne manquerait pas de peser sur les marchés d'actions.

## 10/ Exposition aux indices européens MSCI

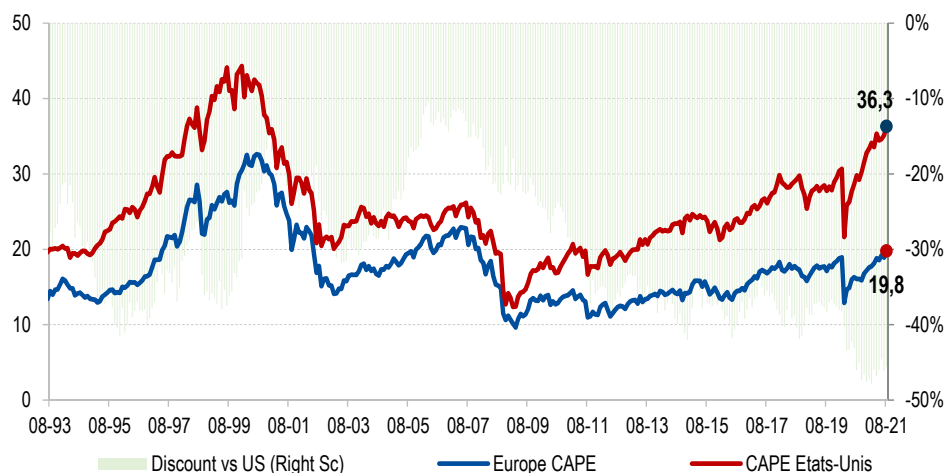


Source : Recherche Amundi - Données au 19 août 2021

LE THÈME DU MOIS



11/ PER corrigé des variations cycliques MSCI Europe et USA avec une décote à un quasi-plus haut historique



Source : Recherche Amundi - Données au 19 août 2021

L'Europe devra coopérer avec la Russie sur la situation afghane

## 8. Les dilemmes géostratégiques en Europe

Pierre Blanchet, Responsable Investment Intelligence

La fin de la présence militaire américaine en Afghanistan laisse les Européens face à un premier dilemme stratégique, celui d'une coopération avec la Russie. Bien que la Chine semble jouer un rôle actif dans l'avenir de la région, il est peu probable qu'elle puisse protéger les intérêts européens alors que la Russie le pourrait. Mais dans le même temps, l'influence croissante de la Russie aux frontières de l'Europe est une source d'inquiétude pour l'UE. En effet, le conflit en Ukraine/Crimée n'est toujours pas réglé, et la Biélorussie se dirige vers une plus grande intégration au sein de la Fédération de Russie, tandis que les pays baltes ont toujours ressenti une certaine pression à leur frontière. L'Afghanistan devrait s'ajouter à la liste des situations, à l'instar de la Syrie et de l'Irak, pour lesquelles l'UE a besoin de la Russie.

**Le deuxième dilemme concerne la Turquie**, qui est le seul membre de l'OTAN doté d'une population musulmane (en plus d'un climat ensoleillé) et entretenant une relation historique et ethnique avec les Afghans. La Turquie pourrait jouer un rôle clé en tant que médiateur voire apporter son soutien au nouveau régime, alors que ses relations avec l'Europe se sont dégradées récemment. **Le troisième dilemme concerne l'Afghanistan**. Si les Talibans sont incapables de surveiller Al-Qaïda et les groupes terroristes, ou s'ils

soutiennent le terrorisme international, l'Europe sera certainement une cible et devra donc réagir. L'absence d'actions préventives au cours de la décennie précédente a fait des centaines de victimes. Une autre vague de terrorisme sur le sol européen ne sera pas acceptable. Le fait que les alliés de l'OTAN n'aient pas été impliqués dans le retrait des États-Unis est déjà un coup dur pour les dirigeants européens, et l'avenir de l'Afghanistan pourrait devenir une équation avec trop d'inconnues.

Plus globalement, **la crise afghane montre à quel point l'Europe est dépendante des États-Unis**, surtout lorsqu'il s'agit de mener des opérations militaires de grande envergure en dehors de ses frontières. La défense européenne est quasi inexistante. Cette crise fait l'effet d'un signal d'alarme pour les dirigeants européens, qui doivent renforcer leur coopération militaire s'ils veulent donner corps au concept d'« autonomie stratégique ».

En outre, **l'Europe pourrait facilement se retrouver piégée dans la « paix froide » entre les États-Unis et la Chine** et doit définir une alternative crédible afin de mieux protéger ses propres intérêts économiques et stratégiques.



Classes d'actifs	Opinions d'investissement	Cibles ou actifs privilégiés
Marché monétaire	Taux directeurs de la BCE inchangés à l'horizon de prévision	Taux de la BCE -0,5 %
FX EUR	Légère dépréciation de l'euro	EUR/USD au T4 2021 1,16 EUR/USD au T2 2022 1,15
Obligations Souv. Euro	Maintien d'une durée courte sur les obligations core Position longue sur les périphériques vs core	Objectif de rendement du Bund allemand à 10 ans [-0,4; -0,2] Position longue sur le spread BTP-Bund
Crédit EUR	Biais positif sur le crédit en euro grâce à l'amélioration des fondamentaux et au soutien de la BCE	IG en EUR: segment à bêta élevé, dette subordonnée et titres BBB HY en EUR: entreprises de notation moyenne
Actions européennes	Positif sur l'Europe par rapport aux États-Unis: pro-cyclique et valeur relative	Privilégier les actions de la zone euro
Marchés émergents d'Europe centrale et orientale	Obligations souveraines: potentiel limité de resserrement des rendements, malgré une inflation en baisse	Duration courte pour la Hongrie Neutre sur la Pologne et la Roumanie
	Actions: positionnement prudent sur les valorisations et les prévisions de croissance des résultats	Biais négatif sur la République tchèque et la Pologne (par rapport à la Russie et à la Turquie)

## Un agenda politique chargé pour l'Europe

par Tristan PERRIER, *Global Views*

### ■ Allemagne

**Les élections fédérales allemandes, qui doivent se tenir le 26 septembre 2021, ne constituent pas un risque important pour les marchés.** Il est vrai que les différents scénarios possibles de prochaine coalition gouvernementale (qui peut prendre un certain temps à se construire) sont assez nombreux, d'autant plus que certains sondages donnent désormais de manière inattendue le SPD (centre-gauche) devant la CDU/CSU (centre-droit d'Angela Merkel) et les Verts. Toutefois, les programmes de ces trois partis, dont au moins deux seront certainement les principaux partenaires de cette coalition, ne s'écartent pas radicalement des politiques allemandes menées jusqu'à présent (notamment en ce qui concerne l'Europe).

De plus, le mode de définition très consensuel des politiques allemandes (dans le cadre d'une coalition qui pourrait également inclure les libéraux du FDP ou, ce qui est moins probable, le parti de gauche Die Linke), ainsi que les garde-fous institutionnel garantissant l'équilibre des pouvoirs (incluant des rôles importants pour la Chambre haute et la Cour constitutionnelle), limitent également les possibilités de changements abrupts.

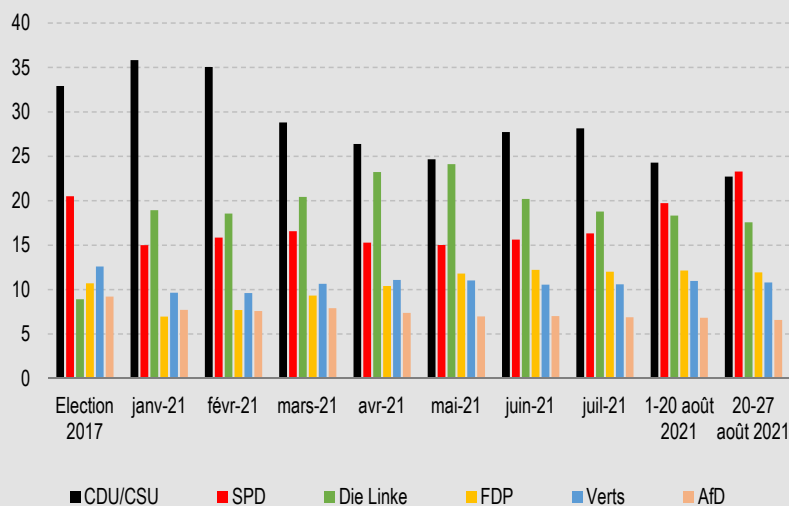
Néanmoins, ces élections seront probablement suivies de près, car elles aboutiront à la prise de poste d'un **nouveau chancelier allemand** (sans doute la fonction politique la plus importante d'Europe), après 16 ans de règne d'Angela Merkel. Ce nouveau chancelier aura, notamment, un rôle essentiel à jouer dans l'élaboration des futures évolutions institutionnelles de l'UE et de la zone euro, et dans le maintien d'un front uni en cas de nouvelle crise systémique dans la région. Il est probable que ce dirigeant sera soit Olaf Scholz du SPD (l'actuel ministre allemand des finances, avec un profil européen très



LE THÈME DU MOIS



Élections en Allemagne : moyenne des sondages



Source : INSA, Forschungsgruppe Wahlen, Allensbach, YouGov, Kantar, Forsa, Infratest dimap, Trend Research, IPSOS, GMS, Redfield and Wilson Strategies, Wikipedia.org, Recherche Amundi - Données au 30 août 2021.

expérimenté), soit Armin Laschet de la CDU soit Annalena Baerbock des Verts.

Par ailleurs, au-delà du grand nombre de sujets consensuels et du faible potentiel de changement radical, **il existe tout de même des divergences de vues** entre les principaux partis allemands, ce qui signifie que la nature de la coalition ne sera pas neutre à moyen et long terme, tant pour l'Allemagne que pour les affaires européennes. Notamment, **plus le rôle des Verts et/ou du SPD sera important dans la coalition, plus il est probable que l'Allemagne adoptera une approche plus graduelle et tolérante vis-à-vis de la normalisation budgétaire** (après les importants déficits liés à la pandémie de Covid), à la fois au niveau national et à l'échelle de la zone euro. **De même, les Verts et le SPD sont susceptibles d'être moins opposés à de nouvelles avancées dans la direction du fédéralisme budgétaire européen** (dans la foulée du NGEU) que la CDU et le FDP.

**Une coalition qui inclurait le parti de gauche Die Linke** (un scénario qui semble moins improbable qu'il y a quelques semaines maintenant que le SPD est en tête dans les sondages et qu'il n'exclut pas de s'associer à Die Linke) **peut être considérée comme le principal risque**, car elle pourrait théoriquement ouvrir la voie à des politiques défavorables à l'économie de marché (comme un retour en arrière sur les précédentes réformes allemandes pro-offre). Toutefois, même dans ce cas, l'influence de Die Linke au sein de la coalition serait probablement limitée et les dispositifs d'équilibre des pouvoirs agirait de manière efficace.

L'inclusion du parti d'extrême droite eurosceptique et anti-immigration AfD dans une coalition gouvernementale n'est actuellement pas une option envisagée par les autres partis.

■ Élections en France en 2022

Après les élections de fin septembre 2021 en Allemagne, le prochain grand événement politique programmé dans la zone euro sera le cycle électoral français : une élection présidentielle à deux tours les 10 et 24 avril 2022, suivie d'une élection législative également à deux tours les 12 et 19 juin.

À ce stade, l'actuel président Emmanuel Macron et Marine Le Pen (extrême droite) sont en tête dans les sondages pour le passage au second tour, avec une victoire d'Emmanuel Macron au final (à noter qu'il peut maintenant revendiquer un relatif succès au moins pour la campagne de vaccination). Cependant, il est encore très tôt et les autres partis (notamment la droite traditionnelle, qui pourrait encore faire son grand retour) doivent encore désigner leurs candidats.

Dans l'ensemble, ces élections françaises pourraient provoquer un peu plus de stress sur les marchés que les élections allemandes. Cela est dû à la forte présence de l'extrême droite et à la nature imprévisible du système à deux tours (si le vote est très fragmenté, un candidat inattendu pourrait en théorie arriver au second tour). Toutefois, ce stress devrait être moindre qu'en 2017, car, contrairement à cette époque, aucun candidat majeur n'a intégré de Frexit à son programme. Rappelons également que, bien que cela ne se soit jamais produit sous la constitution actuelle (en vigueur depuis 1958), il est théoriquement possible que le président élu ne parvienne pas à obtenir une majorité pour son parti lors des élections législatives, ce qui déclencherait alors la recherche d'une coalition.

LE THÈME DU MOIS



Europe Centrale: challenges et opportunités

par Karine HERVÉ, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sont avec les pays du sud de l'Europe les principaux récipiendaires du budget 2021-2027 et du nouveau fond européen pour la reprise (NGEU).** Les PECO ont soumis leurs programmes nationaux auprès de la Commission Européenne qui devrait les analyser et les approuver durant l'été puis les soumettre au Conseil pour validation. Ainsi, les premiers fonds pourraient être versés dès le mois d'août à certains pays dont le plan a d'ores et déjà été endossé par le Conseil (Croatie, Chypre, Lituanie, Lettonie, Slovaquie, Slovénie). Le processus est en cours pour les autres pays à l'exception de la Pologne et de la Hongrie qui en raison de certaines violations des règles européennes de l'état de droit, ont vu l'étude de leur demande reportée. S'annonce un bras de fer entre ces pays et la Commission qui pourrait durer plusieurs mois, notamment avec la Hongrie.

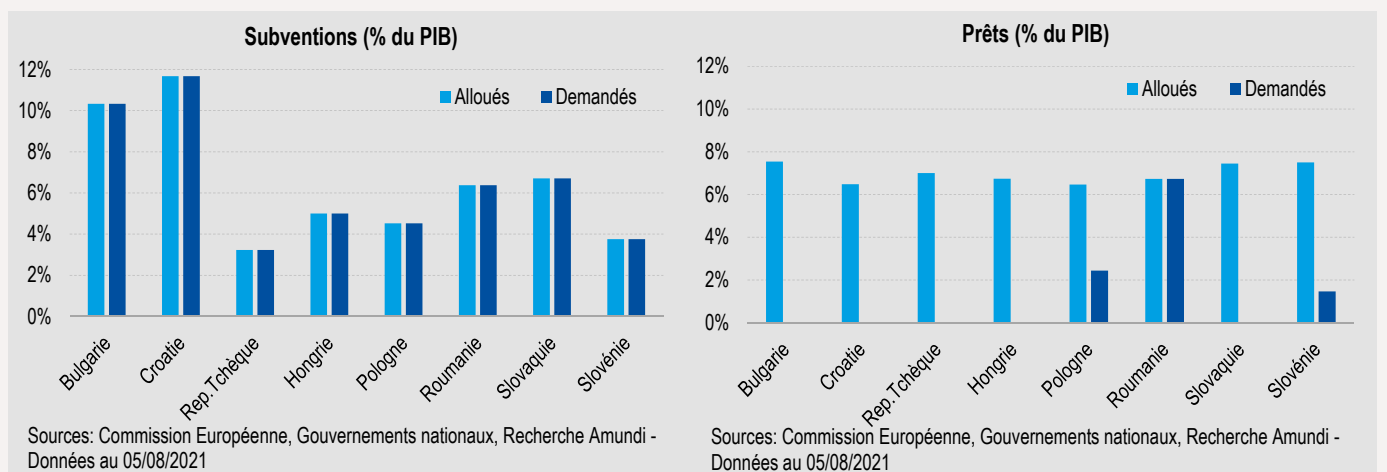
**Les fonds alloués par le NGEU représentent environ 10 % du PIB des PECO attendu en moyenne entre 2021 et 2027.** La Croatie et la Bulgarie sont les plus gros bénéficiaires de la région en pourcentage du PIB (18 %). Les PECO ont demandé l'ensemble des subventions allouées mais moins d'un tiers des prêts, à l'exception de la Roumanie qui a demandé la totalité. À ce stade, les demandes faites par ces pays représentent donc en moyenne 4 à 8 % du PIB estimé sur la période 2021-2027 (Voir graphiques). Pour l'instant, les PECO n'ont pas demandé de prêts mais ils ont jusqu'à août 2023 pour le faire et il y a fort à penser que tel sera le cas une fois les subventions épuisées. En outre, les pays peuvent attendre de demander des prêts en espérant que si toutes les subventions ne sont pas allouées, ils pourront en obtenir davantage, la Commission Européenne étant en général peu encline à redonner leur argent aux contributeurs nets.

Au cours des décennies passées, la croissance économique des PECO a été tirée par l'industrie traditionnelle, la dynamique des exports, les IDE, un faible coût de la main-d'œuvre et les fonds européens. Néanmoins, **ce modèle arrive à bout de souffle et ces pays sont en moyenne sous-capitalisés** par rapport aux autres pays européens avec un stock de capital estimé inférieur à 60 % de celui des cinq plus gros pays européens. Par ailleurs, le coût de la main-d'œuvre n'a cessé d'augmenter ces dernières années et la principale industrie de la région (le secteur automobile) va être de plus en plus affectée par l'automatisation. Dans ce contexte, les fonds européens qui se focalisent sur les secteurs de la transition énergétique, la digitalisation et la promotion de la recherche arrivent à point nommé. Notons entre autres que 30 % des fonds doivent être alloués à des projets concernant les changements climatiques, ce qui au vu de la forte intensité en carbone de ces pays et le coût élevé de tels projets, est du pain béni.

Il existe de nombreuses estimations sur l'impact des fonds sur la croissance réelle des pays. Selon une étude de la Commission, les fonds du NGEU devraient accroître la croissance de l'Union Européenne de 1.75 point de pourcentage (pp) en 2021 et 2022 et de 2.25 points les deux années suivantes. Cependant, ces estimations sont sans doute surestimées car elles sont faites à partir de l'hypothèse que 100 % des subventions et 50 % des prêts sont utilisées, ce qui comme nous l'avons dit n'est pas le cas actuellement. D'autres analyses indépendantes montrent que **l'impact serait très élevé (entre 0.6 et 1.6pp chaque année) en Bulgarie, Croatie et Roumanie** car ces pays ont demandé une plus grosse somme que les autres en pourcentage du PIB et parce que ces pays ont de forts besoins en infrastructures, alors qu'il serait compris entre 0.2 et 0.6pp en République Tchèque (faible taux d'absorption), Hongrie (faible efficacité des dépenses des fonds).

Toutefois, il existe certains risques concernant ces estimations. Tout d'abord, **le taux d'absorption des fonds européens en investissement public est assez faible.** Pour les PECO, pour le budget 2014-2020, il serait de 30 %. Ensuite, si on se base sur les plans précédents, même si le taux d'absorption est élevé, quand la totalité des fonds est utilisée, c'est **avec environ 3 ans de retard.** Enfin, au moins 30 % des fonds doivent être alloués à la transition climatique et 20 % à la transition digitale. Or, il peut s'avérer difficile de trouver autant de projets de ce type.

Quoi qu'il en soit, nul doute que ces fonds européens sont une manne financière exceptionnelle pour ces pays et la poursuite de leur développement économique au sein de l'Union Européenne.



LE THÈME DU MOIS  
Questions-réponsesSpécial  
Europe

## Les réponses à vos questions

par l'Équipe de Recherche Globale

En complément de l'étude Spécial Europe, nous tentons de répondre à certaines des questions clés fréquemment posées.

### Q1. Élections en Allemagne : que peut-on espérer ?

À moins d'un mois des élections législatives (le 26 septembre), absolument rien n'est joué. Les Verts ont gagné du terrain, mais aucun parti ne semble en mesure d'obtenir une majorité au Bundestag. Une coalition de trois partis sera probablement nécessaire pour former une majorité. À ce stade, la question majeure est de savoir si les conservateurs feront partie ou non de cette future coalition.

Aucun candidat n'est pressenti comme le successeur naturel d'Angela Merkel. Le plus populaire pour lui succéder est Olaf Scholz, l'actuel ministre social-démocrate des finances. Précisons néanmoins que le chancelier n'est pas élu au suffrage direct mais nommé par le Parlement. Armin Laschet, président de la CDU, bien que moins expérimenté, devrait obtenir un plus grand nombre de voix au Bundestag et a donc plus de chances de succéder à Angela Merkel qu'Olaf Scholz ou encore Annalena Baerbock, la candidate des Verts.

À ce jour, les deux scénarios les plus probables qui se dessinent sont les suivants : (i) une coalition dite Jamaïque (rassemblant le noir des conservateurs, les Verts et le jaune des libéraux) ; ou (ii) une coalition entre les Rouges, les Verts et les libéraux. Une coalition « de gauche » rouge-vert-gauche est beaucoup moins probable.

Il faudra probablement du temps pour former une nouvelle coalition. Rappelons qu'après les élections de septembre 2017, il a fallu plus de quatre mois pour parvenir à un « contrat de coalition » entre la CDU et le SPD et un autre

mois pour le faire ratifier par le SPD, ce qui ne s'était pas produit en Allemagne depuis la Seconde Guerre mondiale !

Par ailleurs, les Européens se font trop d'illusions sur la capacité des Allemands à changer de stratégie après une élection. En Allemagne, les décisions importantes sont prises par consensus, et tout changement doit renforcer sans ambiguïté la stabilité du pays pour être approuvé. De même, les changements majeurs sur le plan européen doivent être adoptés par les deux chambres du Parlement (le Bundestag et le Bundesrat). Le SPD et les Verts sont assurément favorables à l'idée d'une plus grande solidarité financière en Europe, ce qui plaide en faveur d'un plus grand partage des risques au sein de l'UE. Mais la participation des Verts à une coalition ne changerait pas radicalement la donne, étant donné qu'ils se sont rapprochés du centre. Quant aux libéraux, ils ont une position notoirement plus dure sur le partage des risques financiers.

En résumé, les élections du 26 septembre constituent certes une étape importante pour l'Allemagne (avec la fin de l'ère Merkel) mais elles ne devraient pas entraîner de grand bouleversement, ni en termes de politique économique, ni même au niveau des institutions européennes. Accessoirement, la doctrine allemande sur les nouvelles règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance pourrait évoluer en fonction de la coalition au pouvoir et du nouveau chancelier.

### Q2. Banques centrales : que faire ensuite ?... Attendre !

Pour la Fed et la BCE, les termes du débat ont peu changé depuis juin. S'il est vrai que les prévisions d'inflation pour 2021-2022 ont été revues à la hausse aux États-Unis et dans la zone euro, globalement, la Fed et la BCE continuent de considérer l'accélération de l'inflation comme un phénomène temporaire.

À la suite de leur revue stratégique, leurs fonctions de réaction ont changé. Les deux banques centrales sont en mesure de justifier une politique monétaire plus accommodante que lors des reprises passées, du moins tant que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées.

Elles sont davantage préoccupées par l'activité économique que par l'inflation, avec la possibilité d'un ralentissement prématuré de la croissance, en raison d'une résurgence de la pandémie. La croissance mondiale est d'ailleurs en perte de vitesse. Aux États-Unis, la réunion de Jackson Hole a confirmé les attentes : la Fed commencera à réduire ses dépenses avant la fin de l'année, mais de manière progressive. Son objectif est de diminuer le degré d'assouplissement monétaire à mesure que l'écart de production américain se résorbe. Mais la Fed entend en même temps dissocier le *tapering* des relèvements de taux. Elle ne

---

*Aucun parti ne semble en mesure d'obtenir une majorité au Bundestag*

---

---

*La Fed et la BCE continuent de considérer l'accélération de l'inflation comme un phénomène temporaire*

---

LE THÈME DU MOIS  
Questions-réponsesSpécial  
Europe

souhaite clairement pas durcir les conditions monétaires et financières. Elle a tiré les leçons du *taper tantrum* de 2013 et de son impact sur les marchés. D'où sa communication particulièrement prudente.

Dans la zone euro, les termes du débat diffèrent quelque peu : tout d'abord, parce que l'économie est globalement moins avancée dans le cycle en zone euro qu'aux États-Unis ; ensuite, parce que les pressions inflationnistes y sont également moins fortes ; enfin, parce que les programmes d'achat d'actifs sont calibrés selon des critères différents. Le PEPP a notamment été conçu comme un programme d'urgence, directement lié à la pandémie et à son impact sur l'économie. Du fait de l'incertitude concernant le Covid et le variant Delta, la BCE devrait se montrer plus prudente à court terme. Le PEPP est maintenu jusqu'en mars 2022, et il peut sembler prématuré pour la BCE de préciser ce qu'elle fera ensuite. Elle voudra probablement se laisser le choix entre plusieurs options (comme une extension du PEPP si la situation sanitaire l'exige). Toutefois, la baisse des émissions souveraines attendue l'année prochaine devrait permettre à la BCE de réduire ses achats de titres en 2022 sans provoquer un durcissement des conditions

financières. D'une manière ou d'une autre, la BCE parviendra à justifier un rééquilibrage de son programme d'achats de titres afin de procéder à un *tapering* en douceur. La fragmentation financière demeure élevée dans la zone euro et il est essentiel de maintenir des conditions financières accommodantes pour compléter le fonds de relance NGEU. La perspective d'une hausse des taux reste très lointaine.

Les banques centrales affichent un biais encore plus accommodant car, sans leurs politiques monétaires, les politiques budgétaires des deux côtés de l'Atlantique seraient difficiles à maintenir. Quoi qu'en disent les banques centrales, elles sont entrées dans une ère de dominance budgétaire.

À ce stade, la seule chose qui pourrait changer la situation aux États-Unis et en Europe est une révision significative des prévisions d'inflation. Alors qu'il semble que les pressions inflationnistes pourraient durer plus longtemps que prévu, du fait des perturbations des chaînes de valeur, nous n'anticipons pas de pression haussière sur les salaires à ce stade. Il s'agit probablement de la variable la plus importante à surveiller.

### Q3. L'épargne excédentaire des Européens se transformera-t-elle en consommation ?

Le potentiel que représente l'épargne excédentaire, et l'impact d'un fort rebond de la consommation des ménages sur la croissance ont fait couler beaucoup d'encre. Selon les chiffres du premier trimestre 2021, l'épargne excédentaire en zone euro représente 8,8 % à 9 % du PIB de 2019. Une certaine normalisation du taux d'épargne est prévisible, qui se rapprocherait ainsi des tendances d'avant la crise. Pourtant, l'hypothèse d'une transformation significative et durable de l'épargne en consommation nécessiterait un taux d'épargne nettement inférieur aux tendances d'avant la crise sur une période prolongée - ce qui est hautement improbable.

En effet, l'épargne excédentaire générée durant la crise concerne davantage les ménages plus aisés, qui sont plus lents à dépenser leur épargne et plus enclins à orienter leur excédent d'épargne vers l'investissement en actifs plutôt que vers la consommation. De plus, le virus est en train de

devenir une source persistante d'incertitude à moyen terme et les ménages sont moins confiants vis-à-vis de leur situation financière personnelle, en raison du calendrier incertain du retrait des dispositifs d'exonération et des perspectives d'emploi. Compte tenu de la faible visibilité sur les futures restrictions sociales, nous supposons que le déblocage de la demande latente devrait contribuer favorablement, bien que modérément, à stimuler la reprise dans les trimestres à venir.

Enfin, la consommation pourrait être limitée par ce que l'on appelle « l'équivalence ricardienne », qui pourrait jouer un rôle encore plus important, les ménages devenant moins enclins à consommer leur épargne excédentaire en anticipation d'augmentations d'impôts attendues (ou annoncées) dans les années à venir. Ce phénomène est particulièrement présent dans les pays dont la dette publique est élevée et qui devront à terme se conformer aux (nouvelles) règles budgétaires de l'UE.

### Q4. Quelles sont les conséquences du programme d'émissions de l'UE pour le marché obligataire de la zone euro ?

Depuis le début de l'année, l'UE a émis plus de 100 milliards d'euros, dont 50 milliards dans le cadre du programme SURE et 45 milliards

dans celui du dispositif NGEU, le reste relevant d'autres programmes standard (MESF/AMF). Alors que les obligations SURE ont tenu les

---

*L'épargne ne devrait pas descendre à des niveaux bien inférieurs à ceux d'avant la crise*

---

LE THÈME DU MOIS  
Questions-réponses

---

*L'UE devrait être l'un des principaux acteurs sur les marchés primaires européens*

---

marchés primaires occupés au cours des cinq premiers mois de l'année, le début des émissions dans le cadre du NGEU s'est avéré un franc succès et d'une grande intensité, l'UE ayant placé quatre émissions NGEU avec des encours bien plus élevés que ceux des émissions SURE ou d'autres émissions de l'UE et ce, en un seul mois entre mi-juin et mi-juillet.

La Commission Européenne (CE) prévoit d'émettre au moins 80 milliards d'euros d'obligations dans le cadre du NGEU ; la majeure partie de l'émission prévue servira pour le reste de l'année (environ 35 milliards d'euros). Lors de la revue en septembre du financement prévu pour l'année, cet objectif pourrait être révisé à la hausse à la suite des aides rapides versées récemment aux pays dans le cadre du programme FRR. En termes de maturité, les émissions ont été assez bien réparties sur l'ensemble de la courbe, bien que la zone des 10 ans ait dominé, suite à l'émission de 20 milliards d'euros en juin : le segment le plus long de la courbe a été le plus ciblé, puisque trois des quatre obligations NGEU émises jusqu'à présent se situaient dans la tranche de maturité 10-30 ans. Même si aucune date n'a encore été fixée, en termes de format d'émission, les adjudications devraient commencer en septembre, l'UE prévoyant de combiner syndications et adjudications. Comme nous le savons, les obligations NGEU connaîtront des volumes d'encours plus importants que les obligations SURE et

bénéficieront d'un système d'adjudications qui leur fournira davantage de liquidité sur le marché secondaire.

Au cours des derniers mois de l'année 2021, l'UE sera l'un des principaux acteurs sur les marchés primaires européens, et les émetteurs souverains bien notés sont pour la plupart en avance sur leur financement annuel brut et net prévu. D'après les chiffres de fin juillet, l'Allemagne et la France ont bien progressé en matière de financement annuel net, notamment en ce qui concerne l'offre à long terme.

En 2022, l'UE pourrait jouer un autre rôle remarquable dans l'émission de nouvelle dette, car les flux de trésorerie servant aux subventions et aux prêts du FRR du dispositif NGEU devraient être concentrés sur 2022 et 2023. Le volume d'émission de l'année prochaine devrait être proche de celui de cette année, de l'ordre de 140 à 150 milliards d'euros, ce qui signifie que l'émission nette devrait être plus importante en termes relatifs que le segment souverain. Les déficits publics et le financement net des états devraient en effet diminuer par rapport à leurs pics de 2020-2021. Dans le même temps, nous pensons que la BCE continuera d'allouer une part suffisante de son QE global aux supranationaux et aux agences en 2022, et de cibler une duration moyenne élevée dans ses achats d'obligations européennes, conformément à la tendance récente affichée, soutenant ainsi ce segment.



## THÉMATIQUE



**Sergio BERTONCINI,**  
Stratège Senior Taux



**Debora DELBO',**  
Macrostratège Senior, Marchés émergents



**Claire HUANG,**  
Macrostratège Senior, Marchés émergents

*Un coup d'œil sur le marché européen permet de constater des conditions de crédit bancaire favorables ainsi que des tendances encourageantes sur le marché primaire du HY*

## Taux de défaut du HY : tendances récentes et anticipations

**La persistance de conditions de financement favorables et l'amélioration du contexte macroéconomique sont cohérentes avec le tableau favorable actuel et attendu du cycle de défaut aux États-Unis et en Europe, ce qui devrait permettre de maintenir la tendance baissière au cours des prochains mois.**

**Le taux de défaut de la dette d'entreprises émergentes high yield demeure assez bas. Nous nous attendons à une nouvelle baisse au cours du prochain mois. La perception du risque reste élevée, principalement en Chine, notamment dans le secteur immobilier. Pékin continuera à réduire les risques financiers et notamment l'endettement du secteur immobilier, tout en veillant à prévenir les risques financiers systémiques.**

### Nos vues sur les États-Unis et l'Europe

Les taux de défaut sont toujours en fort recul à l'échelle mondiale, grâce à la vigueur de la reprise économique, à l'abondance de liquidités sur les marchés des capitaux et à la faiblesse persistante du coût du service de la dette. D'après les derniers chiffres publiés par Moody's, le taux de défaut mondial des titres high yield sur les 12 derniers mois était de 3,3 % à la fin du mois de juillet, soit le même niveau qu'avant la pandémie en fin février 2020. Le mois de juillet est également le septième mois consécutif de baisse du taux mondial depuis son pic cyclique de 6,8 % atteint en décembre 2020. Sur le plan régional, le taux de défaut du high yield, après avoir atteint des sommets plus élevés, a reculé plus rapidement aux États-Unis qu'en Europe au cours des derniers mois, pour finalement combler l'écart avec l'Europe au mois de juin. En juillet, le taux de défaut américain est tombé à 3,1 % contre 4,0 % en juin, tandis que le taux de défaut européen passait de 4,0 % le mois précédent à 3,7 %. Au cours du premier semestre de cette année, 28 entreprises ont fait défaut, soit à peine un quart des 114 défauts enregistrés au cours de la même période en 2020.

Comme nous l'avons souvent souligné dans nos publications précédentes, ce cycle a surtout affecté les entreprises les moins bien notées et les plus vulnérables. En effet, grâce à l'intervention rapide et efficace des pouvoirs publics, le taux de défaut des entreprises notées BB et B est resté très bas par rapport au passé, car il n'y a pas eu de pénurie de crédit et les conditions financières sont restées favorables. Ainsi, les taux de défaut des titres CCC ont porté la hausse de ce cycle et ce sont encore ces segments moins bien notés qui ont entraîné le récent mouvement de baisse : au cours des derniers mois, leur taux de défaut a diminué de moitié par rapport aux pics cycliques de plus de 30 %, tandis que les autres catégories de notation sont déjà à des niveaux assez bas.

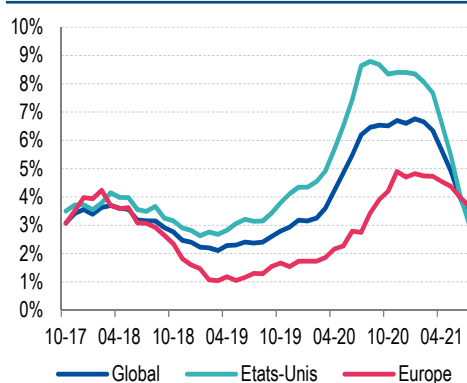
Moody's s'attend à ce que cette tendance baissière se poursuive au cours des prochains mois, pour se stabiliser sous la barre des 2 % à la fin de l'année et au premier semestre 2022. En bref, le taux de défaut mondial devrait continuer à baisser, mais à un rythme plus lent qu'au premier semestre et les dernières projections à 12 mois de l'agence de notation pour les taux de défaut du HY américain et européen se situent à 2 % pour les deux zones, tout en annonçant des niveaux encore plus bas, de respectivement 1,5 % et 1,8 %, d'ici la fin de l'année. Les scénarios de référence de Moody's pour les deux zones tablent sur la persistance de conditions de financement favorables et sur une amélioration du contexte macroéconomique.

Pour nous, ce tableau favorable est cohérent avec les ratios de titres en difficulté ainsi qu'avec d'autres indicateurs des conditions de financement qui restent à des niveaux assez faibles par rapport aux valeurs historiques. Il est également cohérent avec les perspectives macro et microéconomiques.

À cet égard, un coup d'œil sur le marché européen permet de constater les résultats positifs de la dernière enquête sur les conditions de crédit bancaire publiée par la BCE ainsi que les tendances encourageantes sur le marché primaire du HY. D'un côté, les normes de crédit appliquées par les banques aux entreprises non financières se sont améliorées au cours des deux derniers trimestres, tandis que de l'autre, de nombreuses entreprises ont refinancé leur dette par le biais de nouvelles émissions, de manière à en augmenter la durée moyenne à des coûts très bas. Les tendances fondamentales continuent de faire état d'une croissance soutenue des bénéficiaires, ce qui, en définitive, est cohérent avec l'amélioration continue des indicateurs de crédit et la baisse des taux de défaut.

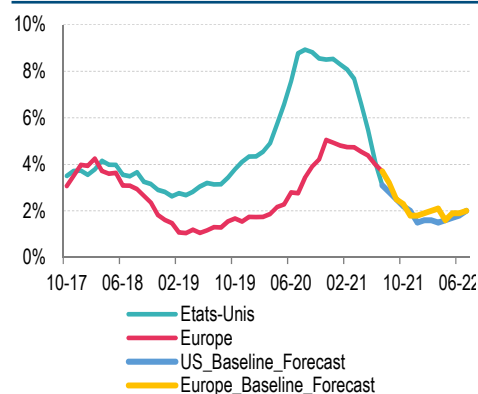
THÉMATIQUE

1/ Taux de défaut du HY monde (Moody's)



Source : Moody's, Recherche Amundi - Données au 13/08/2021

2/ Taux de défaut du HY US et européen, réel et prévisionnel (Moody's)



Source : Moody's, Recherche Amundi - Données au 13/08/2021

Le taux de défaut des entreprises émergentes à haut rendement est en voie de stabilisation légèrement au-dessus de 3 %

Selon nos calculs, les taux de défaut des entreprises émergentes HY devraient continuer à reculer dans une fourchette de 1,8 % à 2,3 % sur un horizon de 6 mois

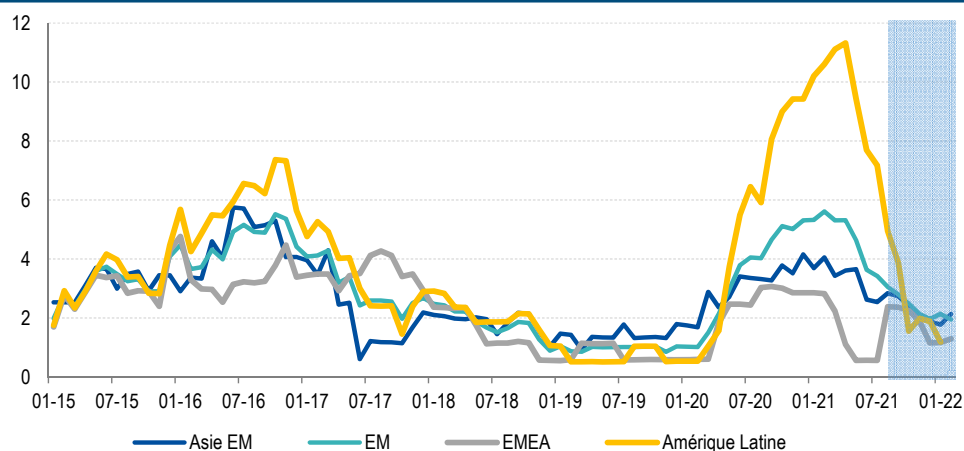
Nos vues sur les marchés émergents

Le taux de défaut de la dette d'entreprises émergentes high yield (source : Bank of America) est en train de se stabiliser légèrement au-dessus de 3 % (3,4 % en août contre 3,6 % en juillet). La région qui affiche le taux de défaut le plus élevé est l'Amérique latine (7 %) avec une forte concentration des défauts en Argentine et au Mexique. Le ratio des titres en difficulté en Amérique latine est proche de 10,6 %, mais si l'on exclut l'Argentine, celui-ci retombe à seulement 2 %. La région EMOA, quant à elle, est la plus sûre (taux de défaut de 0,56 %).

En termes de prévisions, selon nos calculs internes, les taux de défaut des entreprises émergentes HY devraient continuer à reculer dans une fourchette de 1,8 % à 2,3 % sur un horizon de 6 mois. La perception du risque

pays (CDS) s'est stabilisée, mais les spreads ne présentent pas d'amélioration supplémentaire, ce qui est perceptible dans le ratio de titres en difficulté qui a de nouveau augmenté, passant de 15,5 % en juillet à 17,6 % en août. Les prévisions de croissance des bénéfices des entreprises des pays émergents vont diminuer dans les 12 prochains mois, passant de 18 % à 16 %, une bonne partie de la reprise ayant déjà eu lieu, de sorte que le potentiel de progression sera moindre, tandis que la dynamique de l'économie mondiale sera moins soutenue. Sur une note plus positive, le niveau d'endettement des entreprises émergentes s'améliore, aussi bien en termes nets (4,5) qu'en termes bruts (6,3). De manière générale, les conditions financières restent assez favorables et la volatilité est faible.

3/ Taux de défaut du HY émergent - Prévisions



Source : Bank of America, Recherche Amundi - Données au 23/08/2021

Au niveau régional, comme évoqué, le taux de défaut de l'Amérique latine reste élevé, principalement en Argentine. Nous anticipons quelques améliorations au cours des six prochains mois (taux de défauts entre 1,5 %

et 2 %) les demandes de financement n'étant pas excessives et la croissance des bénéfices poursuivant son redressement (l'Amérique latine reste à la traîne).

Les risques perçus restent plus élevés en Chine et en particulier dans le secteur de l'immobilier, où le spread s'est creusé. Pékin continuera à viser une réduction des risques financiers et notamment de l'endettement du secteur immobilier, tout en veillant à prévenir les risques financiers systémiques

Dans la région EMOA et les pays émergents d'Asie, les prévisions de défaut restent contenues et ne sont pas très loin de leur niveau actuel.

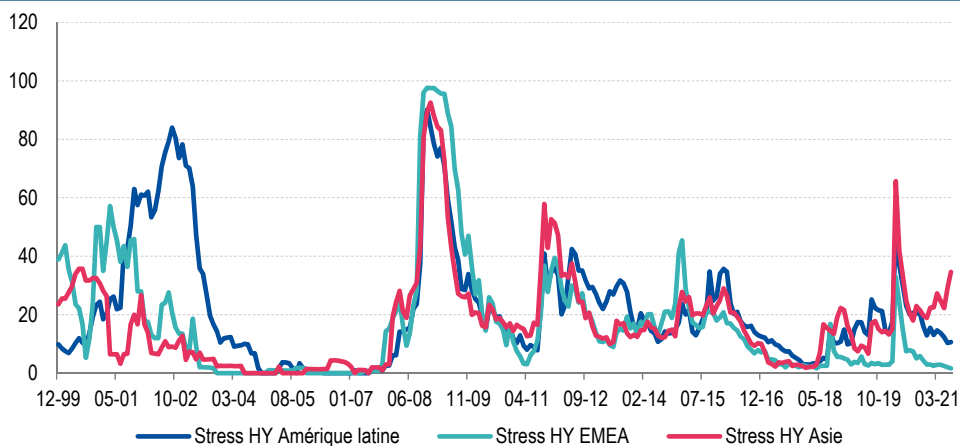
C'est dans la région EMOA que les taux de défaut actuels (0,56 %) et les prévisions à six mois (1,2 %) sont les plus faibles, grâce à un endettement (dette nette sur EBITDA à 2,7 net et 4 brut) et à un ratio de titres en difficulté (1,6 %) très limités.

En revanche, l'Asie émergente reste la région où les taux de défaut prévisionnels à 6 mois, légèrement supérieurs à 2 %, sont les plus élevés. Dans cette région, le « spread to worst » a encore augmenté le mois dernier et

le ratio des titres en difficulté est à nouveau en hausse (34,6 % contre 29 %). La perception du risque reste élevée, principalement en Chine et en particulier dans le secteur de l'immobilier, où le *spread* s'est creusé. Le cas d'Evergrande illustre la volonté de Pékin de continuer à réduire les risques financiers et notamment l'endettement du secteur immobilier, tout en veillant à prévenir les risques financiers systémiques. Compte tenu de l'affaiblissement de la dynamique de croissance et des menaces inflationnistes, nous nous attendons à ce que le positionnement général de la politique chinoise devienne plus résolument accommodant.

Achevé de rédiger le 26/08/2021

4/ **Ratio « distressed »**



Source : Recherche Amundi - Données au 23/08/2021

THÉMATIQUE

## Intégration du marché de l'emploi de la zone euro<sup>1</sup> de 2008 à 2020 : un défi pour la BCE ?



Valérie LETORT,  
Global Views

Le choc de l'année 2020 sur le marché de l'emploi de la zone euro est considérable. Il touche plus fortement les pays du Sud, les jeunes, mais aussi les femmes. Nous revenons ici sur ces différents éléments de fragmentation du marché dans les grands pays de la zone euro. Au-delà des chiffres d'emploi agrégés, la structure de l'emploi (par genre, par qualification, par pays) est de plus en plus regardée par les grandes banques centrales car une fragmentation excessive du marché du travail peut nuire au respect de la stabilité des prix à moyen terme. La BCE regarde donc de près ces évolutions. L'absence de convergence peut contribuer à justifier des conditions monétaires durablement accommodantes.

Les différences entre pays restent fortes, et s'accroissent en matière d'emploi<sup>2</sup>. Chaque crise est l'occasion d'un nouveau choc de divergence, particulièrement marqué en 2020, et seulement partiellement compensé par les périodes de croissance pour la crise de 2008.

L'emploi des jeunes<sup>3</sup> est beaucoup plus différencié encore, et l'impact des crises plus fort en divergence.

La tendance structurelle qui fait reculer les emplois moins qualifiés au bénéfice des

emplois plus qualifiés accroît les divergences entre les pays, notamment par l'incapacité récente des pays du Sud à développer les emplois plus qualifiés.

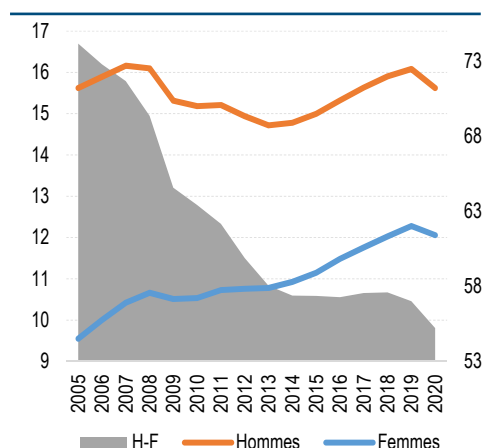
**C'est en matière d'emploi féminin que la volonté politique et culturelle a permis l'évolution la plus corrélée entre les pays,** au moins jusqu'en 2019, mais les divergences restent fortes et 2020 est l'occasion d'un recul prononcé de l'emploi féminin.

### Le nouveau plan de relance européen (Next Generation EU) suffira-t-il à faire reconverger les pays ?

#### 1/ Analyse comparée de l'emploi de la zone euro sur l'ensemble de la population, sur les jeunes et sur la répartition femmes/hommes

L'emploi des femmes a connu une évolution plus favorable que celui des hommes sur la période de 2006 à 2020. Seules les années 2015 à 2017 qui sont des années de progression marquée de l'emploi ont connu une évolution légèrement plus favorable aux hommes. Le taux d'emploi féminin se rapproche donc de celui des hommes sur la période (de 7 points, soit 13 %).

#### 1/ Taux d'emplois

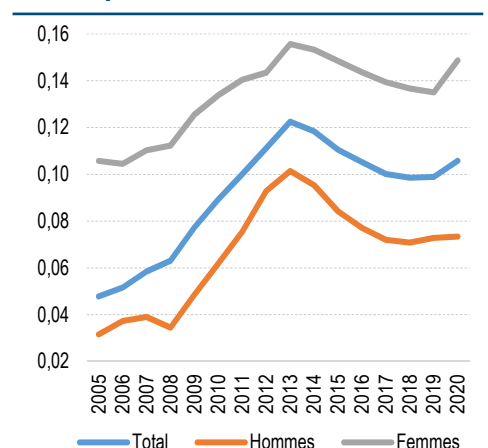


Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données au 02/06/2021

Il reste cependant très différencié d'un pays à l'autre: le moins élevé en Italie, à 50 et le plus élevé en Allemagne, à 75. La variabilité d'un pays à l'autre est moindre en ce qui concerne le taux d'emploi masculin, de 60 à 80.

La variabilité<sup>3</sup> entre les pays s'est accrue sur la période 2006-2020, moins pour les femmes que pour les hommes. L'impact de la crise de 2008 crée des divergences croissantes jusqu'en 2013, puis la période de croissance du marché de l'emploi jusqu'en 2019 permet un rattrapage partiel. L'année 2020 est l'occasion

#### 2/ Sigma-convergences des taux d'emplois



Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données au 02/06/2021

Les différences pays restent fortes en matière d'emploi

THÉMATIQUE

L'emploi des jeunes reflue partout

d'un nouveau choc de divergence entre les pays, qui est beaucoup plus marqué cette fois chez les femmes. En effet, les périodes de confinement ont provoqué le retrait du marché de l'emploi de nombreuses femmes, notamment pour des raisons familiales, et ceci de façon prépondérante dans les pays du Sud qui disposent de peu de structures d'accueil de la petite enfance.

L'évolution moyenne décrite plus haut recouvre des évolutions très contrastées selon les pays : si le taux d'emploi des hommes augmente en Allemagne de 2006 à 2020 (+9 %), il stagne en France, baisse en Italie et en Espagne (-4.6 % et -13 % respectivement), tandis que le taux d'emploi des femmes est en hausse partout de 2006 à 2020, mais de façon très différenciée (+19 % en Allemagne à +3.5 % en Espagne).

2/ Analyse comparée de l'emploi de la zone euro et du Royaume-Uni sur les jeunes, et sur la répartition jeunes femmes/jeunes hommes

Il y a une divergence importante des taux d'emploi des jeunes de 2010 à 2019 : alors que l'Allemagne (comme le Royaume-Uni) voit son taux d'emploi progresser, et être proche de 50 % en 2019, celui des 3 autres pays régresse (proche de 20 % dans les pays du Sud et 30 % en France). Le Royaume Uni affiche des taux d'emploi supérieurs à l'Allemagne. La crise de la Covid-19 accroît considérablement les divergences en 2020 : **l'emploi des jeunes reflue partout** mais de façon très étagée selon les pays. **Le recul est très faible en Allemagne à considérable en Espagne (-17 %).**

Les différences sont encore plus marquées en matière d'emploi jeunes féminin entre les pays. C'est au Royaume-Uni que les deux taux d'emploi sont les plus proches, autour de 50 % ainsi qu'en Allemagne ; c'est en Italie qu'ils sont les plus faibles et les plus éloignés (avec 21 pour le taux masculin et 15 pour le taux féminin en 2019). Le choc Covid-19 est très fort sur l'emploi

féminin en Espagne et en Italie (de l'ordre de 15 %) et il accroît considérablement les divergences.

3/ Analyse du marché de l'emploi de la zone euro par qualification

Il y a historiquement plus d'emplois peu qualifiés que d'emplois qualifiés dans la zone euro<sup>4</sup>. Ces deux catégories d'emplois tendent à se rapprocher par une création plus importante d'emplois qualifiés que d'emplois peu qualifiés.

**La répartition entre les deux catégories d'emplois est différente entre les pays du Nord, qui ont davantage d'emplois qualifiés, et les pays du Sud, qui ont davantage d'emplois moins qualifiés.**

**La part d'emplois plus qualifiés stagne dans les pays du Sud, alors qu'elle progresse plus vite dans les pays du Nord.** L'Allemagne a un nombre de travailleurs plus importants dans l'industrie que la France, et un recul moins important de l'emploi ouvrier.

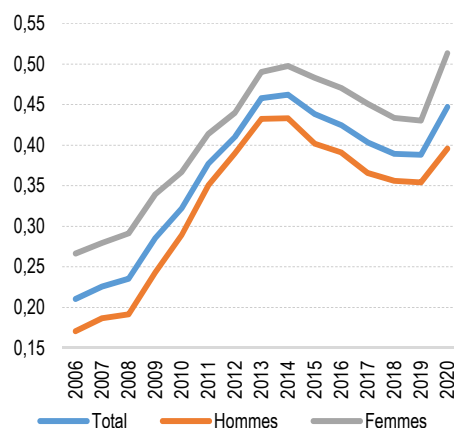
Il y a donc une divergence croissante entre les pays de la zone euro dans cette répartition<sup>5</sup>.

Cette divergence s'est réalisée davantage dans la période de reprise post 2008 que pendant la crise de 2008, en revanche, elle s'accélère avec la crise de la Covid.

La crise de la Covid voit un impact similaire à celui de la crise 2008 mais d'ampleur beaucoup plus importante<sup>6</sup> (-5.93 % sur les emplois moins qualifiés en un an et -0.26 % sur les emplois plus qualifiés), accentuant nettement la tendance, et les divergences entre pays. En valeur absolue, l'emploi moins qualifié n'a jamais été aussi bas depuis 2008, tandis que l'emploi plus qualifié reste proche de ses plus hauts.

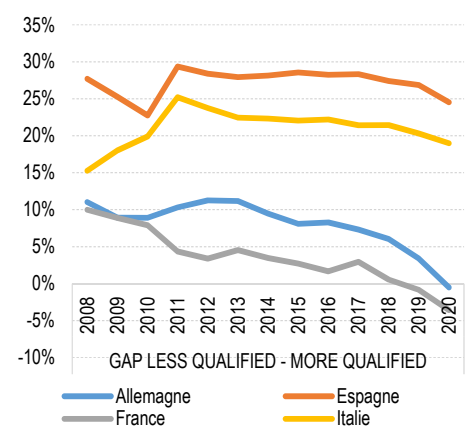
L'Italie est en évolution atypique par rapport aux autres pays et d'une manière plus générale les divergences s'accroissent entre Nord et Sud en 2020.

3/ Sigma-convergences des taux d'emplois jeunes



Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données au 02/06/2021

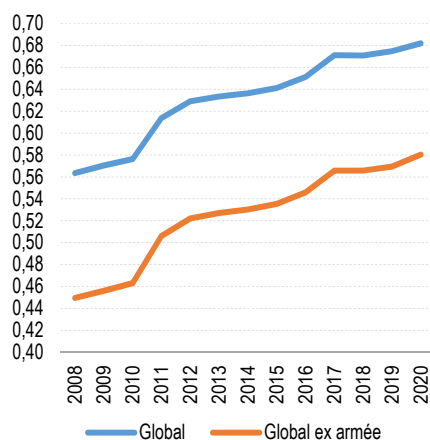
4/ Écart des taux d'emplois moins qualifiés / plus qualifiés



Source : Eurostat - Recherche Amundi - Données au 13/04/2021

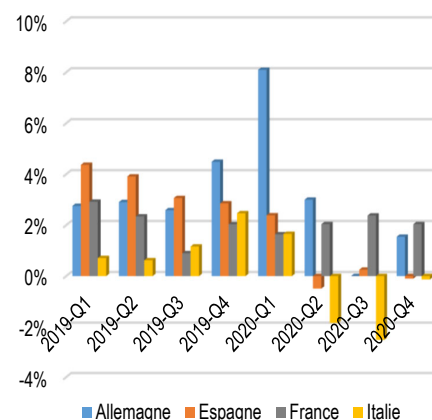


### 5/ Divergences pays en qualification



Source : Eurostat - Recherche Amundi - Données au 13/04/2021

### 6/ Évolution trimestrielle des emplois plus qualifiés



Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données au 13/04/2021

### Conclusion

C'est le but du plan NGEU (Next Generation European Union), qui vient en relai du fond SURE qui soutient le dispositif de chômage partiel, de donner les moyens aux pays de la zone euro, en proportion de leurs besoins respectifs, d'accompagner la reprise et les évolutions qui doivent l'aider.

Cependant, cela relève de la responsabilité et de l'organisation de chaque pays d'implémenter les dispositifs évoqués : reprise de l'emploi, plans d'aide à une meilleure intégration des jeunes et des femmes sur le marché du travail, restructurations, financement et démarches juridico-administratives afférentes, formation, évolution numérique et écologique...

En cela, le sommet social qui s'est tenu à Porto les 7 et 8 mai 2021, qui vise à porter à 78 % la part des 20 à 64 ans en emploi et à ce que

60 % des adultes aient une formation tous les ans d'ici 2030 est à la fois pertinent et très ambitieux.

Mais alors que les règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance vont bientôt revenir sur le devant de la scène en zone euro, il est vraisemblable que les gouvernements et banques centrales accorderont une place plus importante que par le passé à la fragmentation économique réelle. Aux États-Unis, comme en zone euro, le marché du travail retient de plus en plus l'attention des banques centrales. En particulier, la BCE se préoccupe, entre autres, de la convergence des marchés de l'emploi nationaux qui joue un rôle dans la stabilité des prix à moyen terme.

Achévé de rédiger le 25/06/2021

<sup>1</sup> Des 15 à 64 ans

<sup>2</sup> De 15 à 24 ans

<sup>3</sup> La convergence est appréhendée à travers la notion de sigma-convergence (cf. Eurofound Research report « upward convergence in the EU: Concepts, measurements and indicators). Celle-ci rend compte d'une réduction (ou augmentation) des disparités entre des observations statistiques entre pays, à travers le temps. Elle permet de rendre compte de la notion d'homogénéité entre les pays. La sigma-convergence est invariable en termes d'échelle, et permet donc la comparaison en variabilité d'indicateurs variés (Kenworthy, 1999).  $CVt = \sigma t / ut - \sigma t = \text{variance de la série en } t - Ut = \text{moyenne de la série en } t$  - Si  $CVt$  diminue avec le temps ( $t$ ), alors il y a convergence des données, dans le cas contraire divergence. - Les données sont issues d'Eurostat.

<sup>4</sup> Emplois considérés comme plus qualifiés : directeurs, professionnels, techniciens et professionnels associés, travailleurs qualifiés de l'agriculture ; emplois considérés comme moins qualifiés : employés de bureau, artisans et travailleurs des métiers connexes, opérateurs d'installations et de machines, et monteurs

<sup>5</sup> Graphique portant sur 8 pays historiques représentant 90 % du PIB et de la population de la zone Euro : Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Suède, et donnant les sigma-convergences (Ecart-type sur la moyenne)

<sup>6</sup> Sauf précision contraire la zone euro est appréhendée à travers les 4 grands pays : Allemagne, France, Espagne et Italie

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. Le scénario central suppose que le dosage macroéconomique et l'amélioration des fondamentaux soutiendront la reprise et les marchés. Au-delà de 18 mois, nous anticipons un retour de la croissance américaine à son potentiel dans un contexte de régime d'inflation plus élevée, tandis que les pressions stagflationnistes se renforcent, notamment en Europe. Les valorisations étant chères et la dynamique économique s'essouffant, les performances ajustées du risque des actions sont attendues en baisse. Nous envisageons à présent l'apparition de variants résistants aux vaccins ou de problèmes liés à la vaccination comme autant de risques pesant sur le scénario central.

SCÉNARIO BAISSIER 25 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession avec inflation	Reprise multi-vitesses	Reprise durable et inclusive
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> <li>☠ <b>Reprise compromise</b> par les restrictions sanitaires malgré le succès des campagnes de vaccination</li> <li>➤ Retour de la <b>croissance</b> des économies avancées (EA) à son potentiel (ou en dessous), malgré le soutien budgétaire</li> <li>➤ <b>Persistance des pressions inflationnistes</b> en raison de goulots d'étranglement durables des chaînes d'approvisionnement</li> <li>➤ <b>Ralentissement</b> plus rapide que prévu en <b>Chine</b> impactant les EA</li> <li>▲ Durcissement des conditions financières exacerbant les fragilités économiques et financières</li> <li>● <b>Chute des prévisions de croissance</b> à moyen terme et hausse des taux d'intérêt compromettant la viabilité de la dette publique et limitant le soutien budgétaire</li> <li>● <b>Protectionnisme et démondialisation</b> impactant le commerce et les chaînes de valeur</li> <li>● <b>Pressions stagflationnistes</b> exacerbées par le désendettement et les goulots d'étranglement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>☠ Reprise <b>forte mais inégale et à plusieurs vitesses</b> en 2022, suivie d'un ralentissement en 2023.</li> <li>● <b>Dosage macroéconomique favorable</b> permettant de stabiliser les ratios dette/PIB</li> <li>● Normalisation progressive des politiques monétaires des EA, en commençant par la Fed</li> <li>➤ <b>Réduction de l'écart de prime de croissance</b> entre les ME et les EA (relance budgétaire des États-Unis et ralentissement de la Chine)</li> <li>➤ La croissance et l'inflation américaines ont culminé au T2 puis se sont normalisées ; La croissance de la ZE et l'inflation culmineront au deuxième semestre ; ralentissement de la Chine au T3 avant un modeste rebond au T4.</li> <li>▲ <b>Dilution</b> du déploiement du <b>NGEU</b>, malgré l'engagement politique</li> <li>● <b>Recul du risque de solvabilité</b>, grâce à la dynamique positive des bénéficiaires des entreprises, à leur processus actif de désendettement et à la faiblesse des coûts de financement</li> <li>✳ <b>Hausse des tensions sociales et politiques</b> en raison des inégalités de revenus et de richesses</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>☠ <b>Reprise mondiale complète</b> grâce aux campagnes de vaccinations de masse</li> <li>➤ Réduction de l'écart entre le secteur manufacturier et les services</li> <li>➤ <b>Dynamisme de la consommation</b> porté par l'épargne et l'augmentation du revenu disponible</li> <li>▲ <b>Maintien du statu quo par la Fed</b> malgré la reprise du marché de l'emploi et les pressions salariales aux États-Unis</li> <li>▲ <b>Succès</b> de la mise en œuvre du <b>NGEU</b></li> <li>● <b>Cercle vertueux</b> de croissance et d'inflation sans surchauffe mondiale</li> <li>✳ Reprise <b>inclusive</b> et durable</li> <li>● <b>Croissance potentielle plus élevée</b> grâce aux gains de productivité induits par les développements verts et numériques et cycliques</li> </ul>

☠ Sujets liés au Covid-19

➤ Perspectives de croissance et d'inflation

● Politique monétaire et budgétaire

▲ Plans de relance ou conditions financières

● Solvabilité des émetteurs privés et publics

● Régime économique ou financier

✳ Sujets sociaux ou liés au climat

**SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)**

SCÉNARIO BAISSIER 25 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
<b>Récession avec inflation</b>	<b>Reprise multi-vitesses</b>	<b>Reprise durable et inclusive</b>
<b>Répercussions sur les marchés</b>	<b>Répercussions sur les marchés</b>	<b>Répercussions sur les marchés</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain</li> <li>– Miser sur les stratégies de volatilité minimum</li> <li>– Or</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Rendements anticipés, ajustés en fonction du risque, plus faibles en raison des valorisations élevées et du ralentissement de la croissance.</li> <li>– Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents</li> <li>– Préférence pour les actions décotées</li> <li>– Couverture de l'inflation via l'or, les obligations indexées sur l'inflation et les actions</li> <li>– Préférence pour un positionnement de type « Barbell » pour les devises</li> <li>– Émergents : prudence à court terme. Scénario de revenu et de croissance à long terme intact</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Pentification descendante de la courbe des bons du Trésor américain</li> <li>– Préférence pour les actifs risqués cycliques et décotés</li> <li>– Préférence pour les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation</li> </ul>

**Point sur le Covid-19**

**Pierre BLANCHET**, *Responsible Investment Intelligence*

À la fin du mois d'août, près de 40 % de la population mondiale avait reçu au moins une dose de vaccin. Les États-Unis avaient atteint 60 % de leur population et la plupart des pays européens étaient à 70 % ou plus. Au cours de l'été, le rythme de la vaccination s'est accéléré dans le monde entier avec l'administration, chaque jour, de 40 millions de doses. Une troisième piqûre de rappel commence à être administrée aux personnes fragiles. Des pays très peuplés comme la Chine (1 milliard de doses) et l'Inde (500 millions de doses) ont fait d'énormes efforts pour protéger leur population contre la maladie. En revanche, moins de 2 % de la population des pays à faible revenu a reçu au moins une dose. Plusieurs grands pays comme la Russie, où seulement 25 % de la population est entièrement vaccinée, luttent pour se rapprocher de l'immunité de groupe. Avec la poursuite de la propagation du variant Delta à travers le monde, plusieurs pays ont à nouveau imposé des restrictions de déplacement et des mesures de confinement. Les vaccins ont démontré leur efficacité pour protéger contre les formes graves de la maladie, mais ils ne bloquent pas la transmission du virus. Israël a notamment dû faire face à une recrudescence de nouveaux cas malgré un taux de vaccination parmi les plus élevés. La pandémie restera donc une source d'incertitude économique et politique dans le futur proche.

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Nous n'avons pas changé la probabilité des risques du scénario central. Nous considérons les risques liés au Covid-19, notamment en ce qui concerne les variants et les vaccins, comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 20 %

- **4<sup>e</sup> vague de Covid-19**
  - Nouvelle vague dans l'hémisphère nord après les vacances d'été, malgré les campagnes de vaccination de masse
  - De nouveaux confinements et restrictions font dérailler la reprise
- **Pandémie 2.0**
  - Un ou plusieurs variants du virus rendant les vaccins existants inefficaces OU
  - des problèmes logistiques inattendus ou des effets indésirables des vaccins pourraient compromettre les espoirs de reprise économique
- **Allègement mondial des dispositifs de soutien**
  - À mesure que les prévisions d'inflation augmentent, la Fed et les autres banques centrales des pays développés pourraient réduire leur programme d'achat d'actifs plus tôt que prévu et ralentir la reprise
  - La fonction de réaction des banques centrales, un arrêt prématuré des dispositifs de soutien ou une mauvaise communication pourraient être des sources d'incertitude
- **Une reprise qui s'étend sur la durée avec de multiples rechutes** pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier

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

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

#### RISQUE FINANCIER 20 %

- **« Désancrage » des anticipations d'inflation** conduisant à la dislocation du marché obligataire à la suite d'erreurs politiques, telles qu'un resserrement préventif de la politique monétaire ou la démesure des programmes de relance budgétaire
- **Risque de solvabilité des entreprises :** malgré l'amélioration des fondamentaux, l'ampleur de la récession pourrait exacerber les risques de solvabilité après le retrait des dispositifs de liquidité des banques centrales et de garantie des gouvernements
- **Crise de la dette souveraine**
  - La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt, en cas d'erreurs politiques
  - Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut
- **L'instabilité du dollar américain pourrait avoir un impact dans les deux sens :**
  - **(1) une dépréciation** pourrait pousser la Fed à interrompre son programme d'achat d'actifs, impactant négativement le marché des bons du Trésor, causer une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettre la reprise dans les pays émergents
  - **(2) une appréciation** pourrait pénaliser les pays émergents, la hausse des rendements des UST se répercutant sur le marché obligataire de la zone euro

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

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

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

- **« Paix froide » USA et UE vs Chine**
  - Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine
  - Des sanctions, des exigences réglementaires de déclaration et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
  - Les pays européens pourraient se ranger derrière les États-Unis au mépris de leurs intérêts économiques
  - Perte d'influence des États-Unis après la sortie de l'Afghanistan
  - Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan
- **Le vote populiste européen** en Allemagne, en France ou en Italie pourrait conduire à une nouvelle fragmentation de l'UE
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
  - à la gestion chaotique de la crise épidémique et au niveau de la dette publique
  - à la hausse des prix des denrées alimentaires provoquant un mouvement de contestation dans les ME similaire à celui du printemps arabe
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)
- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur les marchés du travail des MD** avec une hausse du chômage pourraient générer des tensions sociales


**+** 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

### Mise à jour mensuelle : le feu est passé au rouge pour les fondamentaux et valorisation

 Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

 Retournement imminent

 Retournement effectué

#### CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique a progressé à un rythme soutenu durant l'été, grâce à l'assouplissement des restrictions sanitaires. La dynamique positive devrait se maintenir au troisième trimestre, les taux de croissance tendant progressivement à se stabiliser, comme le confirme l'aplatissement en cours des indicateurs avancés et des données prospectives.
- L'activité économique continue de croître à un rythme soutenu aux États-Unis. Toutefois, certains signes de ralentissement de la croissance sont apparus, confirmés par l'aplatissement des indicateurs avancés et la faiblesse des données prospectives. L'indice CESI est passé en territoire négatif les données prospectives et effectives ayant surpris par leur faiblesse, tandis que le consensus continue progressivement de se modérer tout en restant en territoire positif.

#### FONDAMENTAUX & VALORISATION

- La plupart des actions ont atteint des plus hauts records alors que la reprise des bénéfices commence à se tasser, que les valorisations paraissent chères sous plusieurs angles et que les marchés sont exposés à des corrections.
- Les injections de liquidités des banques centrales sont toujours le seul argument pour justifier les niveaux élevés des marchés, bien que leur potentiel de hausse soit désormais très limité.
- Les PER sont au-dessus des tendances historiques en valeur absolue et signalent une certaine complaisance de la part des investisseurs.



#### FACTEURS TECHNIQUES

- Il n'y a pas eu de grand changement des contributions de nos indicateurs techniques par rapport au mois dernier.
- Les actifs risqués ont continué à performer pendant l'été, mais les pics de volatilité ont entraîné une certaine instabilité des tendances, notamment en ce qui concerne les actions mondiales.
- Notre indicateur RSI offre une image similaire. Compte tenu des excellentes performances enregistrées depuis le début de l'année, les RSI des actions mondiales se tendent. Ceux-ci semblent toutefois aussi chers que la plupart des autres actifs, de sorte qu'ils n'offrent aucune intuition relative claire.
- Au moment de la rédaction de ce rapport, les facteurs techniques restaient mitigés sans biais directionnel notable.

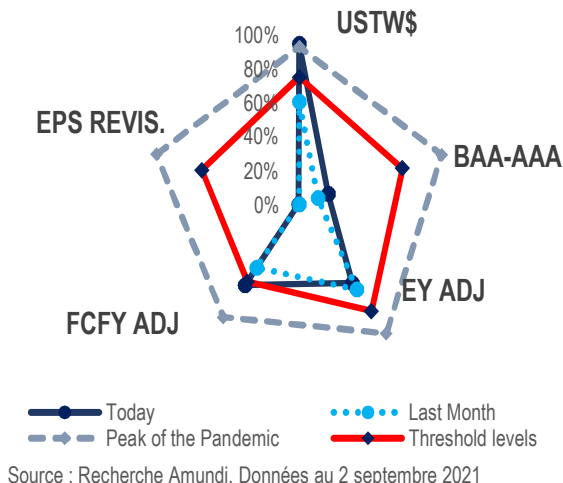
#### SENTIMENT

- Nous manquons toujours de preuves d'une détérioration significative du sentiment de risque systémique dans notre dispositif.
- À la veille de Jackson Hole, la volatilité a augmenté, mais la plupart de nos indicateurs sont restés relativement stables.
- Les conditions financières se sont légèrement dégradées, l'indice des conditions financières des pays émergents s'étant fortement détérioré par rapport à celui des pays développés. Ceci est certainement lié (outre l'impact de la Chine) au rebond du dollar, qui est la seule variable de notre modèle CAST préconisant une réduction du risque. Les chiffres de croissance décevants ont commencé à se répercuter (marginale) en révisions des BPA moins favorables, mais la confiance des analystes reste élevée et la prime de risque de crédit reste solide (bien en dessous du seuil d'alerte, au moment où nous écrivons ces lignes).
- L'appétit des investisseurs institutionnels pour le risque est resté neutre durant l'été, avec de légers signes de regain d'appétit pour les actifs risqués vers la fin du mois d'août.



ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



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

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

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.

— Risques

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

## POINTS CLÉS

**1 États-Unis : dynamique de croissance solide, mais en perte de vitesse**

- L'inflation continue d'augmenter, ce qui renforce notre conviction d'un scénario stagflationniste en deux temps : le niveau de croissance reste supérieur à la moyenne, mais le taux de variation décélère dans un contexte de publication de chiffres élevés de l'IPC.
- Le président de la Fed, Jerome Powell, a confirmé, sans donner trop de détails, le changement progressif de politique monétaire, en dissociant la hausse des taux de la réduction progressive des dispositifs de soutien.
- L'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs lors de la réunion des 21 et 22 septembre pourrait être une source de volatilité pour le marché.
- Nous ne nous attendons pas à ce que le ralentissement des dispositifs de soutien soit un bouleversement majeur, mais avec la fin de cette période propice au portage, nous devrions assister à une hausse des taux durant le troisième trimestre.

**Bons du Trésor américain : nous avons revu à la baisse nos objectifs de rendement**

- Nous nous attendons à ce que la Fed reste plutôt accommodante, compte tenu des préoccupations liées à la croissance mondiale.
- Les bons du Trésor américain à long terme ont été confrontés à des années de politique monétaire non conventionnelle.
- Pendant la pandémie, le bilan de la Fed est passé de 4 000 à 8 000 milliards de dollars, pesant lourdement sur la partie longue de la courbe et il faudra du temps pour que le marché revienne à la normale.
- La réduction des dispositifs de soutien se fera en douceur et la hausse des rendements obligataires à long terme sera contenue.
- Les hausses de taux auront un impact limité sur le 10 ans américain.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Nous anticipons désormais que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans atteindra entre 1,4 et 1,6 % d'ici la fin de l'année et entre 1,6 et 1,8 % à 12 mois.
- Gardez un positionnement court sur la durée des bons du Trésor américain.

**2 Zone euro : bilan économique meilleur que prévu**

- La croissance des pays périphériques a dérivé plus haut, permettant une révision à la hausse des anticipations de croissance pour la zone euro.
- La puissance de feu de la BCE est toujours importante et le thème « plus bas pour plus longtemps » reste d'actualité. La réunion à venir de la BCE, la réduction des dispositifs de soutien de la Fed et les élections allemandes sont des événements clés en matière de volatilité.
- Les taux core de la zone euro semblent chers, tant en termes absolus que relatifs par rapport aux taux périphériques et du crédit. Les Bunds et les valeurs non-core devraient continuer à évoluer dans une fourchette étroite.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Court sur la dette core : hausse limitée du Bund allemand avec un pic d'inflation en automne.
- Long sur la dette périphérique de la zone euro (Italie).

**3 Elections allemandes : le scrutin le plus ouvert depuis une génération**

- Olaf Scholz est plus populaire que les autres candidats et a renouvelé la base électorale du SPD.
- Ni le SPD ni la CDU n'auront assez de voix pour construire une coalition à deux partis.
- Une coalition SPD+FDP+Verts est désormais envisageable. Les Verts et le SPD pourraient faire pression en faveur d'une augmentation des dépenses budgétaires et d'un meilleur partage des risques en Europe.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Nous nous attendons à ce que les élections constituent un événement clé en matière de volatilité, mais il est trop tôt pour en prévoir l'issue et l'impact sur le marché.

**4 Chine : ralentissement au T3 et rebond modéré au T4**

- Nous anticipons maintenant un nouveau ralentissement séquentiel au troisième trimestre, en raison des nouvelles restrictions sanitaires et du récent durcissement des politiques, avec un rebond modéré au T4 (à un rythme similaire à celui du T2 de cette année).
- Ce ralentissement est principalement imputable à une diminution d'ensemble des politiques de soutien de la PBoC et d'un durcissement au niveau sectoriel.
- Les nouvelles règles de distanciation sociale en vigueur depuis fin juillet et les problèmes liés au variant delta devraient être plus visibles dans les données de consommation du mois d'août. Le positionnement politique de la Chine va basculer de manière plus décisive vers l'accommodation.
- Nous attendons un assouplissement politique du côté du crédit et du budget et la PBoC conservera une position accommodante en matière de liquidités sans baisser ses taux.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Exposition sélective aux actions chinoises : recherche d'opportunités dans les secteurs peu sensibles à la réglementation (énergies propres, biotechnologies).
- Positif sur les obligations chinoises (HY et devises fortes).

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		À mesure que l'inflation continue d'augmenter et que les mesures de relance budgétaire s'estompent, les revenus réels disponibles sont affectés. Les cas de Covid se multiplient en raison de la propagation des variants, mais nous pensons que cela ne provoquera pas de nouveau confinement à l'échelle nationale. Nous restons neutres et sélectifs, estimant qu'il convient de rechercher les entreprises dont le potentiel de bénéfices est durable.
	Actions US Value	+		Les actions décotées ont, dernièrement, été affectées par la multiplication des cas de Covid, mais grâce aux campagnes de vaccination en cours, la reprise devrait se poursuivre, de même que la rotation vers les actions décotées. Celle-ci sera soutenue par une légère augmentation des rendements core. En revanche, la prochaine phase de la rotation reposera davantage sur la sélection et sera moins axée sur la cyclicité.
	Actions US Croissance	-		La surperformance des valeurs de croissance devrait être limitée à mesure que l'économie continue de croître et que les rendements core augmentent, ce qui réduit la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Nous sommes donc prudents sur les entreprises de forte croissance et de croissance spéculative.
	Europe	=		Nous avons assisté à une excellente saison de publication des résultats, malgré les attentes élevées du marché. À l'avenir, l'Europe devrait bien se comporter compte tenu de son profil cyclique (lié à la reprise) et de l'arrivée des fonds du plan Next Gen EU. Toutefois, la hausse des coûts des intrants et l'affaiblissement de la dynamique de croissance sont des risques à surveiller au second semestre. Nous recherchons donc des entreprises dotées d'un fort pouvoir de fixation des prix et de positions fortes sur le marché.
	Japon	=		La nature cyclique des marchés japonais orientés vers l'export, liée à la reprise mondiale, devrait être positive, mais nous percevons certains obstacles sous la forme d'une stabilisation de la dynamique économique.
	Marchés émergents	=	▼	Les marchés émergents constituent un monde hétérogène où une sélection minutieuse est cruciale. Nous pensons que la poursuite de la croissance et des campagnes de vaccination devrait soutenir les performances dans les pays comme le Brésil et la Russie. Certains vents contraires sont toutefois présents, comme la hausse des taux américains et les inquiétudes concernant la croissance chinoise ou encore l'action réglementaire, etc. Cette dernière devrait toutefois ouvrir la voie à une diminution des risques systémiques à long terme en Chine. Dans l'ensemble, nous nous concentrons sur les entreprises décotées/cycliques avec des flux de trésorerie importants.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Même si les chiffres de l'inflation sont en phase avec les prévisions élevées, les rendements des bons du Trésor américain (nominaux et réels) restent à des niveaux bas qui ne sont pas cohérents avec l'environnement de croissance économique, la dette élevée et les déficits. Nous restons globalement prudents sur les bons du Trésor américain et gérons cette conviction de manière tactique. Pour l'avenir, nous pensons que les rendements devraient augmenter, de manière non linéaire, mais cela dépendra des programmes d'achat d'actifs de la Fed, de la communication et de la croissance future. Les obligations indexées sur l'inflation (TIPS) continuent d'offrir des rendements corrects ajustés à l'inflation.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Les tendances du crédit restent favorables, soutenues par une reprise des fondamentaux, mais nous recommandons aux investisseurs de limiter la durée dans leurs portefeuilles en se concentrant sur les titres de crédit à échéance plus courte et sur ceux qui sont les moins sensibles à une hausse des taux core. Les prêts hypothécaires d'agence offrent des rendements attractifs, mais leurs valorisations élevées exigent une approche sélective.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les valorisations HY sont chères, mais les opportunités de sélection bottom-up existent. Étant donné que la reprise pourrait se heurter à quelques obstacles mineurs et que les faibles rendements core ont réduit les coûts d'emprunt même pour les émetteurs moins bien notés, il est essentiel de mettre l'accent sur les indicateurs de crédit et la solvabilité pour tirer parti des revenus excédentaires offerts par ce segment.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	<b>Govies Europe</b>	-/=		Nous sommes défensifs sur les obligations européennes core et semi-core dans un contexte d'amélioration de l'environnement économique, mais nous sommes conscients que la BCE maintiendra son soutien. À cet égard, nous suivons les prochaines élections françaises et allemandes, même si nous nous attendons à ce que la volatilité liée à ces événements soit faible. En revanche, la dette périphérique offre des rendements attractifs, principalement en Italie, compte tenu de ses nouvelles perspectives de croissance et de son potentiel de resserrement des <i>spreads</i> .
	<b>Euro Obligations d'entreprise IG</b>	=/+		L'environnement de l'IG euro demeure favorable, car les révisions à la hausse des notes sont plus nombreuses que les révisions à la baisse. Nous privilégions la dette à plus court terme et les instruments capables de résister à la hausse des rendements core. Il existe, en principe, un compromis en termes de rendement entre la détention de titres mieux notés et de titres moins bien notés. Toutefois, une sélection rigoureuse peut aider les investisseurs à faire face à cette situation pour bénéficier du redressement de l'économie conjugué au rebond cyclique. Nous pensons que les valeurs financières subordonnées et les obligations BBB sont des segments à privilégier, mais nous éviterions les crédits à durée plus longue.
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=		Les valorisations dans certains segments du HY sont élevées, mais certaines opportunités sélectives existent sur une base ajustée au risque. Il convient néanmoins de trouver un équilibre entre le rendement, la qualité et la liquidité afin d'éviter de se retrouver piégé sur des titres dont les paramètres de crédit sont médiocres. Nous suivons une approche sélective pour explorer les étoiles montantes et les titres notés BB présentant des profils risque/rendement symétriques.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous privilégions la dette en devises fortes avec un biais pour le HY, mais restons prudents en termes de durée dans tous nos portefeuilles. Il convient de noter que les fondamentaux des entreprises sont solides et que les valorisations sont attractives sur une base relative. En ce qui concerne la Chine, les mesures réglementaires semblent être le début d'un scénario social de « prospérité commune », une évolution que nous suivons attentivement.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous sommes attentifs à certains vents contraires pour les marchés émergents, sous forme de « taper tantrums » ou de hausse des rendements core américains. Nous sommes donc prudents à l'égard des devises émergentes, mais pensons qu'il existe des opportunités sélectives sur la dette en devises locales.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			La reprise économique vigoureuse et la demande ont été les principaux moteurs des matières premières cette année. À cet égard, les annonces relatives à la politique de la Fed - et leur impact sur les taux réels - pourraient affecter le prix des métaux précieux tels que l'or à court terme, et nous nous attendons à une certaine volatilité. Les métaux de base, en revanche, sont susceptibles d'être affectés par d'éventuelles pénuries d'approvisionnement.
	<b>Devises</b>			Le thème de l'exceptionnalisme du dollar perd un peu de sa force, pour autant, le ralentissement de la croissance mondiale et les anticipations de normalisation de la politique de la Fed pourraient soutenir la devise. À court terme, il semble opportun de conserver une légère exposition à certaines devises cycliques sélectionnées, mais une position plus défensive pourrait s'avérer nécessaire à l'approche de 2022.

### LÉGENDE



Source : Amundi, au 19 avril 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 31/08/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>Monde</b>	-3,3	5,8/6,4	3,9/4,6	2,6	3,6	3,6
<b>Pays développés</b>	-4,9	4,9/5,4	3,5/4,0	0,7	2,8	2,3
<b>États-Unis</b>	-3,4	5,8/6,2	3,3/3,9	1,3	4,3	3,2
<b>Japon</b>	-4,9	2,9/3,5	2,8/3,4	0,0	0,0	0,8
<b>Royaume-Uni</b>	-9,8	6,3/6,9	4,5/5,1	0,9	2,1	2,4
<b>Zone euro</b>	-6,5	4,4/5,0	3,8/4,4	0,3	2,2	1,8
<b>Allemagne</b>	-5,1	2,5/3,1	3,6/4,2	0,4	2,9	1,7
<b>France</b>	-8,0	6,0/6,6	3,5/4,1	0,5	1,9	2,0
<b>Italie</b>	-8,9	5,8/6,4	4,2/4,8	-0,1	1,4	1,7
<b>Espagne</b>	-10,8	6,0/6,6	5,9/6,5	-0,3	2,4	1,9

Source: Recherche Amundi

- États-Unis:** l'économie américaine poursuit sa reprise, malgré quelques signes de ralentissement. Compte tenu de la persistance des goulots d'étranglement de la production et de la perte de vitesse attendue de la demande intérieure, nous avons revu nos perspectives de croissance à la baisse. En parallèle, alors que l'inflation devrait atteindre un pic au deuxième et troisième trimestre, nos projections intègrent une persistance de l'inflation et une pression haussière plus importante, avec un IPC supérieur à 3 % jusqu'au milieu de l'année prochaine. Le *policy mix* restera accommodant, même si nous attendons plus de précisions de la part de la Fed, vers le milieu du second semestre, quant à la réduction progressive de ses dispositifs de soutien. Sur le plan budgétaire, nous attendons également, dans des délais similaires, une mise à jour concernant les nouvelles dépenses d'infrastructure.
- Zone euro:** après une contraction au premier trimestre, le PIB de la zone euro a rebondi au deuxième trimestre, les restrictions ayant globalement été levées. Nous prévoyons également une poursuite de cette dynamique au troisième trimestre, grâce à la progression des campagnes de vaccination et au regain de confiance des consommateurs et des entreprises. Le variant delta constitue un risque baissier significatif, en particulier pour les perspectives de reprise du secteur des services. Nous avons revu nos anticipations de croissance à la hausse, compte tenu des données du deuxième trimestre, notamment en Italie et en Espagne. Les politiques budgétaires et monétaires resteront accommodantes et soutiendront la reprise. L'inflation devrait évoluer selon une tendance haussière, en raison notamment des tensions sur les prix et des effets de base. Elle dépassera la cible au quatrième trimestre avant de retomber en dessous de la tendance en 2022.
- Japon:** la trajectoire de reprise qui se profile est devenue plus complexe pour le Japon. Alors que la croissance du deuxième trimestre était soutenue par les exportations, l'indice ISM américain et les exportations coréennes (baromètre du commerce régional) indiquent que la demande extérieure est en train de plafonner. Au niveau national, le rythme des vaccinations a fortement ralenti après les Jeux olympiques d'été, entraînant un surcroît d'incertitudes pour la consommation, qui était déjà en retard sur la reprise générale. Les pressions inflationnistes restent modérées, avec un écart de production négatif. L'inflation sous-jacente a oscillé autour de 0 % et devrait se renforcer de manière plus significative en 2022, lorsque l'effet des réductions des tarifs de téléphonie mobile s'estompera.
- Royaume-Uni:** l'économie britannique a progressé de 4,8 % au deuxième trimestre, laissant le PIB à 4,4 % en dessous de son niveau d'avant la pandémie. Au cours du troisième trimestre, l'économie devrait bénéficier de la poursuite de la levée des restrictions amorcée le 19 juillet. Le coup de pouce lié à la dernière phase de levée des restrictions sanitaires ne devrait pas suffire à réitérer les performances de redémarrage d'avril et mai. Nous envisageons donc un ralentissement de la croissance jusqu'à la fin de l'année, suivi d'une lente reprise du marché de l'emploi. L'inflation devrait s'accélérer en raison des effets de base en juillet et août et rester légèrement au-dessus de la cible pendant plusieurs mois en 2022. Le dosage macroéconomique restera globalement accommodant, malgré une volonté de normalisation progressive, tant sur le plan monétaire que budgétaire.

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



## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	25-08 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,12</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,19</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,52</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,06</b>
<b>RU</b>	<b>0,10</b>	<b>0,1</b>	<b>0,11</b>	<b>0,1</b>	<b>0,35</b>

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>9 septembre</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>22 septembre</b>
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>22 septembre</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>23 septembre</b>

Source : Recherche Amundi

- Fed** : lors du sommet de Jackson Hole, Jerome Powell a confirmé le message de la réunion du FOMC de juillet, à savoir que la réduction des dispositifs de soutien pourrait débuter avant la fin de l'année si, dans les grandes lignes, l'économie évoluait conformément aux prévisions. Le président de la Fed a souligné la forte progression, au cours des derniers mois, du marché de l'emploi, mais a rappelé que toute décision de réduire les achats d'actifs dépendrait fortement de l'évolution des données. L'attention des marchés sera donc concentrée sur la prochaine publication des chiffres de l'emploi. À noter que lors des précédentes réunions le FOMC a fait savoir que tout durcissement ferait l'objet d'un « avertissement préalable ». La réunion du FOMC de septembre pourrait être l'occasion d'un tel avertissement, l'annonce officielle étant faite en novembre ou en décembre. La normalisation du dispositif de QE devrait être très progressive. À court terme, le principal risque est celui que pose le variant Delta.
- BCE** : lors de sa réunion de juillet, à l'issue de sa revue stratégique, la banque centrale européenne, par l'intermédiaire de ses nouvelles orientations prospectives, a fortement insisté sur sa volonté de maintenir les taux bas aussi longtemps qu'il le faudra. Or, si les taux doivent rester bas longtemps, cela signifie également que les dispositifs de soutien seront prolongés, puisque le programme d'achat d'actifs est dépendant de la date de la première hausse des taux. La BCE se concentrera sur la composition et le calibrage du QE pour l'année prochaine à partir de la réunion de septembre, lorsque les nouvelles projections économiques seront disponibles.
- BoJ** : la banque centrale japonaise a prolongé son Programme de financement spécial de six mois supplémentaires lors de sa réunion de juin et a maintenu un optimisme prudent dans ses perspectives. La BoJ a annoncé en juillet un nouveau dispositif de financement vert. En l'absence d'une véritable reprise et de pressions inflationnistes, nous nous attendons à ce que la BoJ, contrairement à ses pairs, reste sur ses positions. La cote de popularité de Yoshihide Suga est tombée à 30 % en août (moyenne de six sondages), pour autant, le parti au pouvoir bénéficie toujours d'un large soutien par rapport au principal parti d'opposition. Les discussions sur une possible rallonge budgétaire devraient commencer en septembre, avant les élections d'automne.
- BoE** : la taille du dispositif de QE est restée inchangée lors de la dernière réunion, de même que l'orientation politique, car le pic d'inflation est considéré comme temporaire. L'accent a porté sur les prévisions de resserrement quantitatif. La banque centrale a confirmé que les taux d'intérêt demeureraient le principal levier de la politique monétaire et a évoqué le niveau de resserrement quantitatif, en lien avec les taux d'intérêt négatifs, comme option de politique active pour le prochain cycle. Les orientations prospectives prévoient qu'un « léger durcissement de la politique monétaire au cours de la période de prévision sera probablement nécessaire », mais comme le montre la décision sur le dispositif de QE, il est peu probable que le débat sur le calendrier et l'ampleur des futures hausses de taux soit près de commencer.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 01/09/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>Monde</b>	-3,3	5,8/6,4	3,9/4,6	2,6	3,6	3,6
<b>Pays émergents</b>	-2,1	6,4/7,2	4,2/5,1	3,9	4,2	4,5
<b>Chine</b>	2,3	8,4/9,0	5,1/5,7	2,5	1,1	2,4
<b>Brésil</b>	-4,1	5,1/6,1	0,9/2,9	3,2	7,7	5,5
<b>Mexique</b>	-8,3	5,7/6,7	1,6/3,6	3,4	5,5	4,7
<b>Russie</b>	-3,1	4,2/4,5	2,6/3,0	3,4	5,8	4,4
<b>Inde</b>	-7,1	8,0/9,2	5,8/7,2	6,6	5,3	6,2
<b>Indonésie</b>	-2,0	3,4/4,2	4,6/5,6	2,0	1,6	2,7
<b>Afrique de Sud</b>	-6,9	4,1/5,1	2,2/3,2	3,2	4,5	4,7
<b>Turquie</b>	1,6	7,3/8,3	3,9/4,9	12,3	17,0	12,7

Source : Recherche Amundi

- Chine :** les statistiques mensuelles de juillet ont mis en évidence un ralentissement général de l'économie chinoise en matière de production, de consommation et d'investissements. Ce ralentissement est principalement imputable à une diminution d'ensemble des politiques de soutien et d'un durcissement au niveau sectoriel. Les indicateurs du logement ont sensiblement baissé en juillet. Par ailleurs, les risques liés au variant Delta apparaîtront probablement plus clairement dans les chiffres de la consommation du mois d'août, étant donné le renforcement des mesures de distanciation sociale depuis la fin juillet. Nous avons, par conséquent, revu à la baisse nos prévisions de croissance annuelle pour 2021 d'une fourchette de 8,6 % à 9,2 % à une fourchette de 8,4 % à 9,0 %, tout en maintenant inchangées les prévisions de croissance pour 2022 entre 5,1 % et 5,7 %.
- Indonésie :** la croissance au troisième trimestre est médiocre, dans un contexte de pic d'infections, les restrictions des déplacements étant toujours en place. Malgré une trajectoire haussière, l'inflation sous-jacente et globale est maîtrisée et la BI devrait maintenir le statu quo jusqu'au moins mi-2022. Les comptes budgétaires sont bien orientés et les dépenses ont été réaffectées vers le secteur de la santé et l'assistance sociale, avec un impact négligeable sur le budget. Toutefois, les pressions liées à la pandémie ont incité la banque centrale à maintenir son programme de QE. Les pressions externes liées à un durcissement de la Fed sont à surveiller, même si les comptes extérieurs sont plus sains.
- Brésil :** l'économie se développe, se normalise et se synchronise grâce à une amélioration du contexte sanitaire et de la mobilité (les services ont notamment retrouvé leur niveau d'avant-crise) et nous anticipons une croissance du PIB supérieure à 5 % cette année. Les pressions inflationnistes, effet secondaire d'une croissance vigoureuse, ne faiblissent pas (actuellement à 9,3 % par an) malgré une réponse monétaire énergique. Nous pensons que la BCB vise désormais un niveau légèrement récessif, alors que les marchés sont nettement moins constructifs sur l'inflation. Un autre trilemme budgétaire a ébranlé les marchés, mais nous pensons que l'administration parviendra à une solution acceptable et trouvera un moyen de composer avec les « *precatórios* », tout en remaniant la « *Bolsa Família* » et, surtout, en respectant le plafond des dépenses.
- Mexique :** le ralentissement de l'activité en milieu d'année, imputable à la montée en puissance du variant Delta, aux contraintes d'approvisionnement affectant le secteur manufacturier et, plus récemment, aux perturbations de la production pétrolière, n'est, selon nous, qu'un léger trou d'air dans une reprise qui reste par ailleurs honorable, la croissance étant attendue à plus de 6 % cette année. L'inflation, quant à elle, est aux prises avec des obstacles temporaires du côté de l'offre et atteint des niveaux élevés, supérieurs à l'objectif sous l'effet de l'inflation sous-jacente des biens. Banxico a réagi aux pressions inflationnistes par quelques hausses de taux, mais, comme nous l'avons appris cette semaine, les éventuelles hausses futures dépendront en grande partie de l'évolution des chiffres — nous pensons que d'autres hausses seront nécessaires avant qu'une pause ne puisse être faite. L'idée « prudente » d'AMLO d'utiliser les ressources des droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds monétaire international (FMI) pour rembourser la dette publique est considérée comme un précédent regrettable et une violation de la BC.

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

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	02-09 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
<b>Inde</b>	4,00	4,00	4,05	4,50	4,30
<b>Brésil</b>	5,25	8,00	7,60	8,00	7,60
<b>Russie</b>	6,50	7,00	6,80	7,00	6,50

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>RBI (Inde)</b>	<b>8 octobre</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>10 septembre</b>
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 septembre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>22 septembre</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** compte tenu de l'affaiblissement de la dynamique de croissance et des risques d'inflation, le positionnement général de la politique chinoise devrait devenir plus accommodant. Cela étant, nous pensons que l'assouplissement politique viendra du côté du crédit et du budget, tandis que la PBoC devrait conserver une attitude accommodante en matière de liquidités sans baisser ses taux (les anticipations de baisse du ratio des réserves obligatoires [RRR] au quatrième trimestre 2021 sont de plus en plus fortes). Le taux de la facilité de prêt à moyen terme (MLF) et le taux de référence des prêts bancaires (LPR) devraient rester inchangés, le ratio de renouvellement de la MLF restant généreux, à peine inférieur au montant des échéances tandis qu'une réduction supplémentaire du RRR sera probablement annoncée fin octobre/début novembre, compte tenu du calendrier des échéances de la MLF.
- RBI (Inde) :** la dernière réunion de la RBI au début du mois d'août et les récentes allocutions du gouverneur ont mis en évidence une politique monétaire s'inquiétant davantage de la croissance que des pressions inflationnistes. Le positionnement de la RBI est resté accommodant. Après la réunion, l'IPC global a affiché une baisse sous la limite supérieure de l'objectif d'inflation (6 %), où il devrait évoluer pour le restant de l'année. Nous n'anticipons désormais plus de relèvement des taux avant 2022 (année calendaire). La normalisation de la politique monétaire commencera par des ajustements de la liquidité, probablement d'ici la fin de l'année calendaire en cours ou le début de l'année prochaine.
- BCB (Brésil) :** la réunion de début août de la BCB a été l'occasion d'une nouvelle hausse de 100 points de base (à 5,25 %) et d'une préannonce d'un nouveau resserrement de 100 points de base pour la réunion de septembre. De plus, la banque centrale a estimé que les taux directeurs devaient être relevés au-dessus du niveau neutre, les pressions inflationnistes ne faiblissant pas et une action monétaire supplémentaire étant nécessaire. Nous sommes du même avis et envisageons une hausse des taux à 8 %, ou à un niveau de légère contraction (7 à 7,25 % auparavant). Nous ne pensons pas, en revanche, que les hausses brutales anticipées par les marchés soient justifiées. Ces dernières seraient synonymes de « Désancrage » budgétaire et d'inflation supérieure à l'objectif (fourchette).
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau relevé son taux directeur de 100 points de base pour le porter à 6,5 % le 23 juillet, les pressions inflationnistes s'étant intensifiées et les prévisions d'inflation restant à des niveaux élevés sur plusieurs années. La croissance de la demande intérieure est en train de dépasser celle de l'offre. L'inflation a légèrement ralenti en juillet, passant de 6,5 % en juin en glissement annuel à 6,45 %, ce qui reste nettement au-dessus de la fourchette cible de 4 %. La CBR n'exclut pas de nouvelles hausses de taux à l'avenir. Pour l'heure, nous tablons sur 50 points de base de hausse d'ici la fin de l'année. La prochaine réunion aura lieu le 10 septembre. Le durcissement du positionnement de la CBR devrait contribuer à soutenir le rouble.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques (1 septembre 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>États-Unis</b>	<b>-3,4</b>	<b>5,8/6,2</b>	<b>3,3/3,9</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Japon</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,9/3,5</b>	<b>2,8/3,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-6,5</b>	<b>4,4/5,0</b>	<b>3,8/4,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>
Allemagne	-5,1	2,5/3,1	3,6/4,2	0,4	2,9	1,7
France	-8,0	6,0/6,6	3,5/4,1	0,5	1,9	2,0
Italie	-8,9	5,8/6,4	4,2/4,8	-0,1	1,4	1,7
Espagne	-10,8	6,0/6,6	5,9/6,5	-0,3	2,4	1,9
<b>Royaume-Uni</b>	<b>-9,8</b>	<b>6,3/6,9</b>	<b>4,5/5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
<b>Chine</b>	<b>2,3</b>	<b>8,4/9,0</b>	<b>5,1/5,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>
<b>Brésil</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,1/6,1</b>	<b>0,9/2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>7,7</b>	<b>5,5</b>
<b>Mexique</b>	<b>-8,3</b>	<b>5,7/6,7</b>	<b>1,6/3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>
<b>Russie</b>	<b>-3,1</b>	<b>4,2/4,5</b>	<b>2,6/3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>
<b>Inde</b>	<b>-7,1</b>	<b>8,0/9,2</b>	<b>5,8/7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>
<b>Indonésie</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,4/4,2</b>	<b>4,6/5,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>
<b>Afrique du Sud</b>	<b>-6,9</b>	<b>4,1/5,1</b>	<b>2,2/3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
<b>Turquie</b>	<b>1,6</b>	<b>7,3/8,3</b>	<b>3,9/4,9</b>	<b>12,3</b>	<b>17,0</b>	<b>12,7</b>
<b>Pays développés</b>	<b>-4,9</b>	<b>4,9/5,4</b>	<b>3,5/4,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>-2,1</b>	<b>6,4/7,2</b>	<b>4,2/5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
<b>Monde</b>	<b>-3,3</b>	<b>5,8/6,4</b>	<b>3,9/4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>

### Prévisions de taux directeurs

#### Pays développés

	25/08 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,12</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,19</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,52</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,06</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,10</b>	<b>0,1</b>	<b>0,11</b>	<b>0,1</b>	<b>0,35</b>

#### Pays émergents

	02/09 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
<b>Chine</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>
<b>Inde</b>	<b>4,00</b>	<b>4,00</b>	<b>4,05</b>	<b>4,50</b>	<b>4,30</b>
<b>Brésil</b>	<b>5,25</b>	<b>8,00</b>	<b>7,60</b>	<b>8,00</b>	<b>7,60</b>
<b>Russie</b>	<b>6,50</b>	<b>7,00</b>	<b>6,80</b>	<b>7,00</b>	<b>6,50</b>

### Prévisions de taux longs

#### Taux 2 ans

	25/08 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
<b>États-Unis</b>	<b>0,24</b>	<b>0,20/0,35</b>	<b>0,44</b>	<b>0,35/0,50</b>	<b>0,64</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,79</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,85</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,20/-0,10</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,20/-0,10</b>	<b>-0,13</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,14</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,23</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,25</b>

#### Taux 10 ans

	25/08 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
<b>États-Unis</b>	<b>1,29</b>	<b>1,4/1,6</b>	<b>1,41</b>	<b>1,6/1,8</b>	<b>1,53</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,46</b>	<b>-0,5/-0,3</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,4/-0,2</b>	<b>-0,38</b>
<b>Japon</b>	<b>0,03</b>	<b>0/0,20</b>	<b>0,07</b>	<b>0/0,20</b>	<b>0,10</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,56</b>	<b>0,7/0,8</b>	<b>0,69</b>	<b>0,8/0,9</b>	<b>0,75</b>

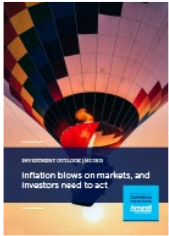
### Prévisions de change

	31/08/2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022
<b>EUR/USD</b>	<b>1,18</b>	<b>1,16</b>	<b>1,18</b>	<b>1,15</b>	<b>1,20</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>111</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,86</b>	<b>0,84</b>	<b>0,85</b>	<b>0,85</b>	<b>0,85</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,08</b>	<b>1,09</b>	<b>1,10</b>	<b>1,10</b>	<b>1,11</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>10,27</b>	<b>9,96</b>	<b>10,10</b>	<b>10,49</b>	<b>10,00</b>
	31/08/2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022
<b>EUR/SEK</b>	<b>10,18</b>	<b>10,17</b>	<b>10,10</b>	<b>10,38</b>	<b>10,03</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,26</b>	<b>1,23</b>	<b>1,24</b>	<b>1,27</b>	<b>1,23</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,73</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,70</b>	<b>0,71</b>	<b>0,72</b>	<b>0,67</b>	<b>0,72</b>
<b>USD/CNY</b>	<b>6,46</b>	<b>6,55</b>	<b>6,45</b>	<b>6,65</b>	<b>6,45</b>

Source: Recherche Amundi

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

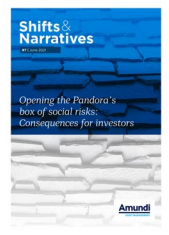
### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts - Q3 - 2021 (05-08-2021)**

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #7 - Opening the Pandora's box of social risks: Consequences for investors (14-06-2021)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst

#### **Shifts & Narratives #6 - Technology trends in Asset Management and Saving Industry (09-06-2021)**

SAUVAGE Romain, Head of Product Marketing & Communication, Amundi Technology - LESAGE Guillaume, Chief Operation Office - EL GHARIB Joseph, Head of Business Development, Amundi Technology

#### **Shifts & Narratives #5 - A unique crisis that opens the way to multiple regime shifts (08-06-2021)**

Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer - Didier BOROWSKI, Head of Global Views, Global Research

### INSIGHTS PAPERS



#### **European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

#### **Banks in the post-Covid-19 world (29-06-2021)**

Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer - Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence, Global Views, Global Research

#### **Biden agenda: tackling income inequality and its potential inflation impact (18-06-2021)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - AINOUIZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Research

### WORKING PAPERS



#### **Revisiting Quality Investing (30-06-2021)**

Frédéric LEPETIT, Amina CHERIEF, Yannick LY, Takaya SEKINE - Quantitative Research

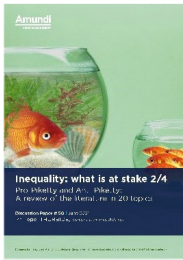
#### **Robo-Advising for Small Investors: Evidence from Employee Savings Plans (07-06-2021)**

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research



## PUBLICATIONS RÉCENTES

### DISCUSSION PAPERS



**Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

**Inequality: what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

### INVESTMENT TALKS



**Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer, HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

**European equities: look for the winners to play the reflation trade, value revenge, and ESG disruption (07-07-2021)**

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

**June FOMC review: the talk of talk of tapering has begun (17-06-2021)**

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US



## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 2 septembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 7 septembre 2021.

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

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MarianVejcik

#### 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

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

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DROZDIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**LETORT Valérie**, Global Views

**PERRIER Tristan**, Global Views

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

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche