



#03
Mars
2021

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

L'inflation est-elle sur le point de s'envoler ?

LE THÈME DU MOIS

**Chine et marchés émergents :
questions-réponses sur la croissance et
les politiques publiques**

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#03 - Mars 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

L'inflation est-elle sur le point de s'envoler ? p. 3

Le scénario d'un retour de l'inflation gagne du terrain, porté par les mesures budgétaires de grande envergure attendues aux États-Unis et la reprise de la demande, qui devrait intervenir au fur et à mesure de l'avancée de la campagne de vaccination. Les investisseurs devraient continuer à préférer les actions aux obligations, en maintenant un biais en faveur des marchés plus cycliques, tout en précisant que la sélection des titres demeure toutefois essentielle. Ils devraient par ailleurs chercher à protéger leurs portefeuilles de l'inflation, par le biais des points-morts, et à tester chaque cas d'investissement face à une éventuelle hausse des prix. Enfin, un certain appétit pour le risque sur les marchés du crédit permet de profiter de la protection des banques centrales et de la tendance croissante en faveur des obligations vertes et sociales.

Macro

Risque inflationniste dans un contexte d'atonie du marché de l'emploi et « voir les choses en grand » p. 5

L'amélioration des perspectives de croissance et un plan de relance budgétaire de grande ampleur aux États-Unis pourraient entraîner une hausse de l'inflation, mais l'atonie du marché de l'emploi permettrait de ne pas avoir un taux d'inflation excessif, au moins en 2021.

Gestion diversifiée

Tirer parti des stratégies de reflation et de valeur relative p. 7

Dans un environnement globalement favorable aux actifs risqués, avec l'affaiblissement de certains indicateurs, nous décelons des opportunités sélectives sur les marchés des changes pour miser sur des thèmes verts à long terme et sur un biais en faveur des valeurs cycliques.

Marchés obligataires

Discrimination progressive nécessaire dans un environnement de prise de risque p. 9

Dans un contexte de soutien des gouvernements aux marchés, les investisseurs devraient explorer les secteurs et les titres affichant une visibilité et une transparence sur les flux de trésorerie futurs.

Actions

Miser sur la reflation au moyen des actions value, cycliques et de petite capitalisation p. 11

La hausse des taux et l'exubérance du marché dans certains secteurs sont des conditions qui nous poussent à nous concentrer davantage sur les valorisations et les fondamentaux.

Thématique Global views

Toutes les bulles financières ne se ressemblent pas p. 13

Bien qu'elles soient une source importante de risque pour les investisseurs, l'histoire montre que toutes les bulles n'ont pas le même impact sur l'économie.

Le thème du mois

Chine et marchés émergents: questions-réponses sur la croissance et les politiques publiques p. 16

Réponses par nos stratégestes des marchés émergents à certaines des questions posées par nos clients.

Thématique

Les fondamentaux des entreprises sur une trajectoire positive pour les détenteurs d'obligations p. 20

Nous anticipons une amélioration des fondamentaux des entreprises dans les mois à venir, en particulier pour les entreprises moins bien notées. La dynamique des notations des titres à haut rendement, mesurée par le ratio des révisions à la hausse sur les révisions à la baisse, est devenue positive.

Thématique

Spreads de crédit et rendements obligataires dans le cycle actuel p. 22

Dans le contexte macroéconomique actuel, l'évolution des taux n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant influencer l'évolution des *spreads*. Mais, celui-ci ayant eu un impact certain dans les cycles précédents, il convient de s'y intéresser dans la phase de reprise actuelle.

Thématique

Bilan d'ensemble des résultats du 4^e trimestre: une résilience qui conforte nos vues pro-cycliques p. 25

Compte tenu du contexte, les résultats du 4^e trimestre 2020 ont fait preuve de résilience. Cependant, même dans les régions les plus touchées, les résultats se sont révélés largement supérieurs aux attentes; les progrès les plus nets provenant en particulier des secteurs cycliques.

Thématique

Covid, productivité et croissance de long terme: aggravation de la stagnation séculaire ou ré-accélération ? p. 27

L'érosion graduelle des gains de productivité dans les économies avancées, depuis plusieurs décennies, est un phénomène largement documenté pour lequel de nombreuses explications ont été proposées. Sans que cela soit certain, il est possible que la crise du Covid ait une incidence sur cette tendance de long terme.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 30
> Principaux risques	p. 31
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 33
> Points clés de la Recherche	p. 34

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 36
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 38
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 40
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 42
> Publications récentes	p. 43

CIO VIEWS

L'inflation est-elle sur le point de s'envoler ?



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Si le début de l'année 2021 a conduit les marchés à remettre en question le scénario de disparition définitive de l'inflation, le débat s'est intensifié en février, le point mort d'inflation à 10 ans aux États-Unis atteignant son plus haut niveau depuis 2014 et intégrant des anticipations d'inflation plus élevées. Nous observons également des pressions sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie. Malgré cette tendance à la hausse, les niveaux absolus d'inflation restent modérés. Certaines pressions inflationnistes sont notamment attendues cette année en raison des effets de base. Cependant, le problème n'est pas ce rebond à court terme de l'inflation, mais le changement de paradigme à venir. **Les questions qui se posent aujourd'hui concernent l'ampleur de la surprise en matière d'inflation pour 2021 et le caractère provisoire ou non de cette accélération.**

Ou à l'inverse, nous dirigeons-nous vers une période prolongée de hausse de l'inflation ? Le scénario de hausse de l'inflation semble se concrétiser, soutenu par le vaste plan de relance budgétaire américain attendu et le redressement de la demande qui devrait intervenir au fur et à mesure de l'avancée de la campagne de vaccination. Le plan proposé de 1 900 milliards de dollars US a conduit certains économistes (Summers, Blanchard) à alerter sur le fait que l'inflation marquera la fin de cet important coup de pouce budgétaire. Toutefois, d'autres affirment que cet ensemble de mesures est assorti d'une certaine marge de manœuvre, car la faiblesse du marché de l'emploi persiste et ne devrait pas se traduire par une hausse permanente de l'inflation, alors que la croissance des salaires devrait rester limitée.

Il est important de noter que le point de départ de cette récession est très différent de celui de 2008. Tout d'abord, il s'agit d'un choc temporaire énorme qui sera suivi d'un renversement brutal avec des conséquences moins permanentes par rapport à celles d'une crise financière. Ensuite, les niveaux élevés de liquidité au sein du système, la hausse des revenus des particuliers et de l'épargne ainsi que l'effet de richesse important vont probablement débloquent la demande insatisfaite, le tout constituant un cocktail qui pourrait stimuler davantage l'inflation. Enfin, il existe un risque que les banques centrales soient piégées dans leur rengaine de taux d'intérêt bas et de politiques accommodantes visant à restaurer les conditions économiques et s'attaquer aux thèmes sociaux stratégiques.

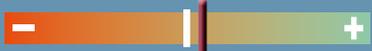
Les mesures de relance budgétaire importantes pourraient justifier un rebond de l'économie qui serait susceptible non seulement d'entraîner des pressions inflationnistes, **mais aussi d'accentuer les divergences entre les États-Unis et le reste des pays développés.** Par conséquent, la position vendeuse sur le dollar sera relativement difficile et renforcera l'attrait des obligations américaines dans le désert du rendement. **La Chine (et plus largement l'Asie) maintient un rythme de reprise solide**, ce qui s'est traduit par des marchés actions dynamiques en début d'année. La région asiatique demeure attrayante pour les investisseurs : elle est restée particulièrement résiliente l'année dernière en termes d'investissements directs étrangers dans un environnement globalement morose, alors que la Chine a pour la première fois dépassé les États-Unis sur ce front. Des signes de ralentissement apparaissent également, mais si l'on regarde l'évolution de l'indice PMI sur les trois derniers mois, la Chine et l'Inde figurent parmi les pays les plus performants, à l'instar des États-Unis. Le nouveau budget de l'Inde en faveur de la croissance devrait faciliter le retour des investisseurs dans le pays. Dans ce contexte, nos principales convictions sont :

- **Tant que le thème de la reflation reste d'actualité, les investisseurs devraient continuer à privilégier les actions aux obligations, en maintenant un biais en faveur des marchés plus cycliques** (Japon et Asie émergente), et commencer à prendre des positions sur certains marchés à la traîne ou sous-évalués (Russie). Toutefois, les investisseurs devraient surveiller l'impact de l'inflation sur les bénéficiaires par l'intermédiaire des prix des intrants, qui s'avèrent être un sujet de

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Appétit pour le risque, les actions étant privilégiées au crédit dans un contexte de reflation. Les taux américains à 10 ans supérieurs à 1,5 % constituent l'un des principaux risques à surveiller

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Renforcement de certains secteurs cycliques et des devises liées aux matières premières
- ▶ Plus optimistes à l'égard des points morts d'inflation aux États-Unis, prudents vis-à-vis des bons du Trésor américain sur les marchés obligataires internationaux
- ▶ Plus prudents vis-à-vis des obligations en devise locale des marchés émergents

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

discussion. Alors qu'un consensus semble se former sur le commerce cyclique avec la réouverture de l'économie, la pertinence de la sélection des actions gagne en importance. L'accent devrait être mis sur les entreprises saines, avec une préférence pour les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, et ce, dans le cadre d'une tendance de rééquilibrage pluriannuelle. À court terme, tout signe de ralentissement de l'activité économique pourrait marquer une pause de cette rotation, mais nous estimons que cela sera provisoire et renforcé par une pentification de la courbe des taux et un rebond des taux d'intérêt.

- **Conserver un appétit pour le risque sur les marchés du crédit pour bénéficier de la protection des banques centrales** et commencer à renforcer l'ISR dans le segment des obligations (vertes et sociales), car les banques centrales pourraient commencer à ajuster leurs programmes d'achat dans ce sens. Par exemple, en Europe, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a récemment proposé de commencer la décarbonisation du bilan de la BCE, tandis que la présidente de cette dernière, Christine Lagarde, a également fait part de sa volonté de prendre des mesures qui permettrait à l'institution de jouer un rôle plus actif dans la lutte contre le changement climatique. Ce n'est que le début d'une tendance qui devrait selon nous s'inscrire dans la durée à mesure que les mandats des banques centrales commenceront à s'adapter au nouveau paradigme post-Covid-19 (mesures de relance budgétaire de grande ampleur pour lutter contre la pandémie et évolution en faveur d'une économie plus verte et d'un modèle de croissance inclusive).
- **Commencer à construire des couvertures contre le risque d'inflation avec un point mort d'inflation** et plus généralement avec une approche d'investissement qui met chaque argumentaire d'investissement face à un scénario d'une hausse de l'inflation. Cela affectera l'allocation sectorielle avec une prédilection pour les secteurs liés aux actifs réels (matières premières, énergie, infrastructures) et la sélection de titres individuels, avec une préférence pour les entreprises présentant des niveaux d'endettement gérables, des valorisations réalistes et un pouvoir de fixation des prix.

MACRO



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

L'amélioration des perspectives de croissance et un plan de relance budgétaire de grande ampleur aux États-Unis pourraient entraîner une hausse de l'inflation, mais l'atonie du marché de l'emploi permettrait de ne pas avoir un taux d'inflation excessif, au moins en 2021

Risque inflationniste dans un contexte d'atonie du marché de l'emploi et « voir les choses en grand »

- **Le thème de l'inflation est de nouveau d'actualité. Nous maintenons notre préférence pour les actions sous-évaluées, les valeurs cycliques, les actifs émergents et les points morts d'inflation aux États-Unis.**
- **L'atonie du marché de l'emploi freinerait la dynamique de l'inflation cette année, malgré l'ampleur du plan de relance budgétaire américain et l'intervention de Janet Yellen qui incite à « voir les choses en grand ».**
- **Un environnement plus incertain pour le dollar US.**

Nous pensons qu'un début de campagne de vaccination plus réussi et les anticipations d'un vaste plan de relance budgétaire aux États-Unis favorisent la croissance américaine par rapport à celle de l'Europe. Dans ce contexte, un débat passionnant sur l'inflation est à l'œuvre. Notre indice Global Inflation Focus témoigne de cette tendance à la hausse de l'inflation, en particulier aux États-Unis.

Où en sommes-nous à l'égard de ce débat sur l'inflation ?

- **Marché de l'emploi** – L'indice des prix à la consommation devrait s'inscrire à la hausse, puis se stabiliser, et ne pas s'accélérer davantage. Un facteur important est le marché de l'emploi, pour lequel nous n'anticipons pas de redressement à ses niveaux d'avant la pandémie de Covid-19, pas même

en 2022. Il existe des divergences, en termes de taux de chômage dans différents secteurs, et un écart de compétences qui a creusé les inégalités. Une reprise du marché du travail sera inégale et prendra du temps, réduisant ainsi les pressions inflationnistes au moins en 2021.

- **Écart de production** – Nous estimons que l'écart de production aux États-Unis s'élève à 900 milliards de dollars, en tenant compte des données du marché de l'emploi. **La taille et en particulier les bénéficiaires du plan de relance budgétaire en 2022-2023 pourraient entraîner un changement structurel aux États-Unis** en termes de productivité et de dynamisme du marché de l'emploi.

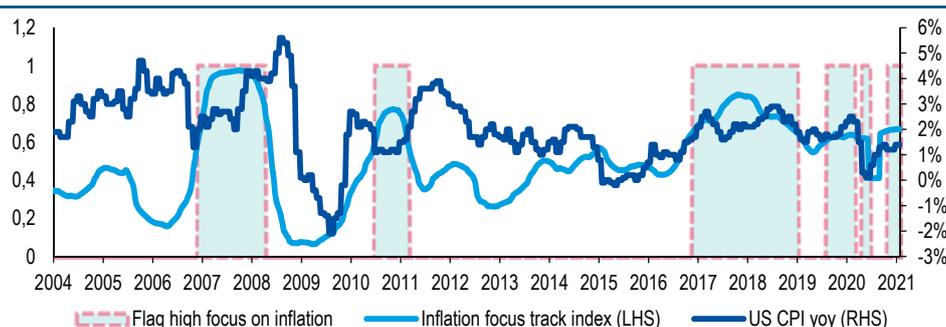
Nous pensons que les points morts d'inflation augmenteront sous l'effet des mesures de relance budgétaire et de l'amélioration de la croissance.

Par ailleurs, les courbes des taux réels à 5 et 30 ans pourraient encore se pentifier.

Les taux à 5 ans devraient baisser en raison de la position de la Fed consistant à maintenir des taux bas et à tolérer une inflation plus élevée, tandis que la partie longue intégrera les mesures de relance budgétaire supplémentaires et une reprise plus rapide.

Même si nous pensons qu'il existe un plafond à la partie longue de la courbe (le taux du bon du Trésor à 10 ans à 1,50 % reste essentiel pour nous), un

Indice Inflation Focus Track



Source : Amundi Cross-Asset Research, au 7 février 2021. Méthodologie : l'indice Inflation Focus Track est l'outil propriétaire d'Amundi Cross-Asset Research basé sur l'analyse du *big data* sur le Web (Google Trends). Les combinaisons de texte/mots pertinentes sur le thème de l'inflation sont identifiées et suivies de manière dynamique en fonction de la popularité des recherches sur le Web. Nous avons détecté deux régimes pertinents (attention élevée et faible attention) pour définir les implications les plus appropriées en matière d'investissement multi-actifs.

MACRO

taux d'inflation plus important pourrait être toléré par la Fed, car la dette sera finalement plus facile à rembourser (et contrebalancera une hausse modérée et lissée des taux).

C'est pourquoi nous pensons que les investisseurs devraient rester prudents vis-à-vis de la duration américaine et optimistes à l'égard des points morts d'inflation aux États-Unis.

En revanche, **la tolérance vis-à-vis d'un niveau d'inflation légèrement plus élevé de la part de la Fed, laquelle ne devrait pas empêcher un éventuel relèvement des taux, devrait soutenir les marchés actions.** Nous sommes optimistes à l'égard des valeurs cycliques, des actions sous-évaluées et de l'ensemble des marchés émergents. Évidemment, la gestion de la crise liée à la Covid-19 et la prévention de la propagation des nouveaux variants du virus constitueront des facteurs importants, étant donné que le marché n'envisage pas d'autres questions liées à la santé (il s'agit d'un risque majeur).

En outre, **les caractéristiques de couverture des actions lors des changements de régime soutiennent cette classe d'actifs.** Selon notre analyse, les actions devraient offrir

une bonne protection contre un changement de régime d'inflation fondé sur une croissance plus forte, une amélioration des fondamentaux des entreprises et une augmentation du coût unitaire de la main-d'œuvre, ce qui peut avoir des effets sur les consommateurs.

L'unique mise en garde. Selon notre analyse des performances mensuelles depuis 2000, la hausse des points morts d'inflation et la baisse des taux réels ont historiquement entraîné un repli du dollar américain. Pour l'heure, nous pensons que celui-ci restera faible par rapport aux devises liées aux matières premières et qu'il restera vigoureux par rapport à celles affichant un faible rendement (notamment le franc suisse et le yen).

Toutefois, au second semestre, cette tendance pourrait marquer une pause, l'environnement devenant plus contrasté pour l'USD. Lorsque les points morts d'inflation atteindront le point de bascule et chuteront (et que les taux réels augmenteront), l'USD pourrait alors s'apprécier.

Nous n'en sommes pas encore là, mais nous estimons qu'il s'agirait là d'un risque clé à surveiller.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Tirer parti des stratégies de reflation et de valeur relative



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Dans un environnement globalement favorable aux actifs risqués, avec l'affaiblissement de certains indicateurs, nous décelons des opportunités sélectives sur les marchés des changes pour miser sur des thèmes verts à long terme et sur un biais en faveur des valeurs cycliques

L'évolution de la confiance des entreprises, des anticipations d'inflation du marché et des rendements des bons du Trésor américain s'inscrit dans le sillage de l'amélioration du contexte économique dans les pays développés et émergents, et ce, à la faveur d'un *policy mix* économique stimulant. Alors que le secteur manufacturier continue d'afficher une certaine résilience, les services montrent des signes de divergence face aux mesures de restriction et aux nouveaux variants de la Covid-19. Des divergences apparaissent également au niveau régional (États-Unis et UE). Cet environnement confirme la dépendance des économies à une campagne de vaccination réussie, alors que les valorisations absolues et relatives font état d'une dichotomie. **Les investisseurs devraient conserver une approche active dans leur recherche d'opportunités sur l'ensemble et au sein des classes d'actifs**, tout en tenant compte de l'agitation et de la volatilité sur le front des taux et des tendances de l'inflation. Par conséquent, des ajustements sont nécessaires pour adopter un positionnement global de façon dynamique.

Des idées à conviction forte

Le rebond du secteur manufacturier, les révisions des bénéfices et l'assouplissement des conditions financières nous permettent de **conserver une opinion positive à l'égard des actions, même si nous**

reconnaissons que certaines poches sont tendues, ce qui conforte notre approche sélective et fondée sur la valeur relative. Nous restons neutres vis-à-vis de l'Europe et des États-Unis, et optimistes à l'égard du Japon et de l'Australie, car ces derniers devraient bénéficier de leur biais en faveur des secteurs cycliques. En ce qui concerne les marchés émergents, **nous demeurons optimistes vis-à-vis de l'Asie** par le biais de valeurs chinoises de la « vieille économie » et de titres du secteur de la consommation cyclique. Les investisseurs peuvent tirer parti des valeurs sous-évaluées/sous-performantes par l'intermédiaire de la Corée du Sud, de l'Amérique latine et de la Russie.

Ducôté de la duradurion, nous maintenons une opinion neutre sur les États-Unis (bons du Trésor à 10 ans) à des fins de diversification et privilégions les points morts d'inflation. Au Royaume-Uni, nous estimons que les investisseurs devraient désormais envisager des stratégies liées à la pentification de la courbe, notamment sur le segment 2-10 ans. Le ton accommodant de la Banque d'Angleterre (BoE) et la hausse de l'offre de l'or sur la partie longue de la courbe pourraient exercer des pressions haussières sur les rendements à long terme. En outre, le succès du pays sur le front de la vaccination et la hausse des prix à la consommation viennent étayer les anticipations de hausse de l'inflation. En Europe, même si les valorisations actuelles de la dette des

Convictions Amundi

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

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

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

GESTION
DIVERSIFIÉE

États périphériques offrent un potentiel de contraction plus faible, nous restons optimistes. C'est notamment le cas pour une stratégie de valeur relative sur l'emprunt italien à 30 ans contre celui de l'Allemagne, en raison de la puissance de feu de la BCE, de la demande des investisseurs étrangers pour la dette italienne et du nouveau gouvernement dirigé par l'ancien président de la BCE Mario Draghi.

Le **crédit** reste soutenu par les mesures d'assouplissement quantitatif. Nous anticipons un resserrement très limité des *spreads*, alors que la classe d'actifs offre toujours un certain niveau de rendement. Nous privilégions le crédit IG européen compte tenu de son niveau d'endettement plus faible par rapport à celui des créances IG américaines.

Nous restons positifs à l'égard des obligations émergentes, mais recommandons désormais aux investisseurs de couvrir pleinement l'exposition aux taux américains (USD et duration) afin de lisser les risques d'une accélération de la croissance/de l'inflation, soutenue par le renforcement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis. Nous pensons également qu'il existe un potentiel de resserrement des *spreads* plus élevé sur les titres HY que sur le segment IG. Même en ce qui concerne les taux locaux, où le principal moteur reste l'exposition aux devises, la marge de manœuvre pour une nouvelle contraction est limitée.

Sur le front des devises, un environnement favorable à la reflation,

associé aux opportunités de valeur relative au sein de ce segment, nous permet de **revoir à la hausse notre opinion sur la livre sterling et le dollar canadien** par rapport au franc suisse, et ce, en raison de valorisations attractives. Nous conservons notre opinion à l'égard des parités CAD/USD et NOK/EUR. Sur les marchés émergents, même si nous maintenons notre opinion positive vis-à-vis d'un panier de devises émergentes, nous avons revu à la hausse notre opinion sur le rouble russe. Par ailleurs, notre opinion sur le CNY et le KRW par rapport à l'EUR s'est améliorée, sous l'effet des anticipations d'afflux de capitaux vers les actifs libellés en CNY et de la possibilité de participer à la transition mondiale en faveur de l'énergie électrique verte, qui repose sur des métaux conducteurs, tels que les semi-conducteurs.

Risques et couvertures

Toute hausse significative des taux et de la dynamique d'inflation ainsi que des rendements des bons du Trésor américain pourrait avoir un impact sur l'attrait des actions par rapport aux obligations, en raison de l'augmentation du coût de financement. Par conséquent, nous restons vigilants et recommandons aux investisseurs de protéger les expositions aux actions, au crédit et à la duration par le biais de plusieurs stratégies de couverture. L'or pourrait également constituer une source de soutien dans un contexte de liquidité abondante dans l'environnement actuel.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte de soutien des gouvernements aux marchés, les investisseurs devraient explorer les secteurs et les titres affichant une visibilité et une transparence sur les flux de trésorerie futurs

Discrimination progressive nécessaire dans un environnement de prise de risque

Nous pensons que le développement de l'immunité collective et les anticipations d'un maintien des mesures de relance budgétaire entraîneront un rebond économique. Toutefois, les questions liées au rythme de cette reprise, à l'inflation, à la propagation de la pandémie et à la qualité du crédit restent sans réponse. Nous pourrions désormais être témoins d'une hausse de la valeur des actifs déjà chers, car les liquidités injectées par les banques centrales et la quête de rendement des investisseurs ont dopé les prix de certaines poches sur le marché du crédit. En revanche, les actifs moins onéreux et de faible qualité pourraient encore se replier. Par conséquent, **les investisseurs devraient compléter leur position vis-à-vis du risque par une approche prudente, sélective et axée sur la recherche pour ce qui concerne le crédit.**

Obligations internationales et européennes

Nous avons revu à la baisse notre opinion à l'égard de la durée américaine, face aux mesures de relance budgétaire de grande ampleur et au niveau particulièrement élevé de l'inflation, tout en restant globalement défensifs, y compris en Europe. Nous pensons que la courbe américaine

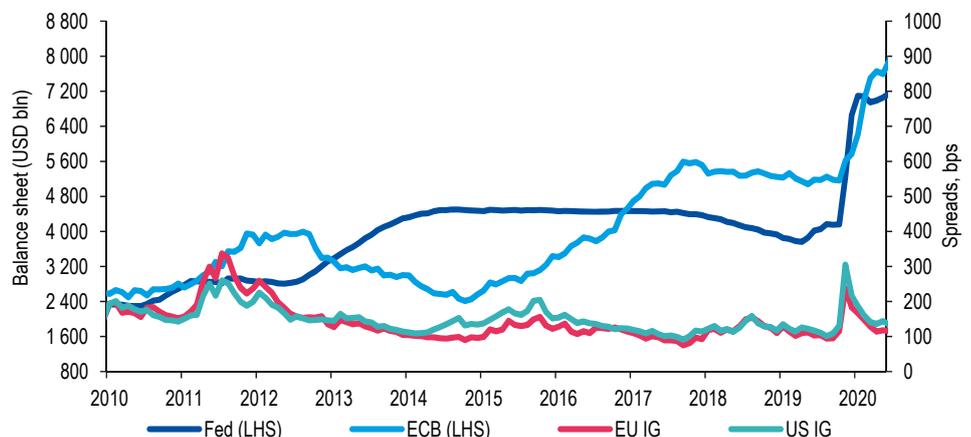
devrait se pentifier et, par conséquent, les investisseurs devraient maintenir une exposition « barbell » le long des courbes 2-10 ans et 30-10 ans. **En ce qui concerne les points morts d'inflation, notre opinion vis-à-vis des taux américains à 10 et 30 ans s'est améliorée** (tolérance de la Fed à une hausse de l'inflation, changements structurels, effets de base), tandis que nous avons adopté un positionnement neutre/positif à l'égard de l'Europe.

Concernant cette région, nous restons positifs à vis-à-vis de la dette des États périphériques, notamment sur les emprunts italiens, bien que des inquiétudes liées à la croissance subsistent. Le nouveau gouvernement a permis d'atténuer les risques politiques pour le moment, mais nous restons vigilants.

Nous restons positifs vis-à-vis du crédit, car la hausse des anticipations d'inflation affecte les rendements réels, **mais préférons la dette à court terme en général.**

Un resserrement des *spreads* est plus probable dans le segment High Yield (HY), en particulier sur les instruments de qualité inférieure et hybrides, ce qui pourrait également offrir des opportunités. Nous apprécions également la dette subordonnée

Les liquidités injectées par les banques centrales profitent à tous les segments



Source : Amundi, Bloomberg. Dernières données mensuelles au 17 février 2021.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

d'établissements financiers en euros, à condition qu'elle devienne éligible au programme d'achats d'obligations de la BCE.

Obligations américaines

La prodigalité budgétaire et les dépenses supplémentaires du secteur privé, ainsi que le soutien de la Fed (qui maintient des taux bas et des conditions financières accommodantes), laissent entrevoir une reprise économique. À cela s'ajoute la difficulté à trouver une main-d'œuvre qualifiée et une épargne excédentaire des ménages, vous obtenez ainsi une hausse des anticipations d'inflation et une pentification de la courbe des taux. **Cela explique notre opinion négative à l'égard des bons du Trésor américain et notre optimisme vis-à-vis des TIPS.** Toutefois, le double déficit et la détérioration budgétaire ne sont pas une bonne recette pour un USD fort à moyen terme (même si les investisseurs doivent surveiller une éventuelle hausse des taux).

Les actifs risqués – le crédit d'entreprise, le crédit titrisé et l'immobilier – constituent un élément clé de la performance. **Cependant, un niveau élevé de sélectivité est crucial dans l'ensemble, avec une attention particulière portée aux fondamentaux des entreprises.**

Le crédit titrisé, notamment lié au marché immobilier, affiche des

fondamentaux et des facteurs techniques solides. Enfin, le marché hypothécaire reste soutenu par les revenus et l'épargne des ménages.

Obligations des marchés émergents

Les évolutions liées à l'épidémie de Covid-19 font pression sur les anticipations de croissance, mais le différentiel de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés devrait encore se creuser. Nous maintenons notre opinion positive vis-à-vis de la dette en devise forte, en particulier sur le segment HY. **En ce qui concerne la devise locale et les devises, nous sommes plus prudents,** à la lumière des pressions haussières sur les taux américains et sur l'orientation du dollar. Nous pensons toutefois que certaines devises émergentes continueront de bien se comporter. Sur le plan géographique, la Russie et le Brésil constituent deux de nos principales convictions.

Devises

Nous adoptons désormais un positionnement neutre sur l'USD par rapport au JPY et au CNY dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance aux États-Unis et de hausse des taux américains. Nous sommes également optimistes à l'égard des devises liées aux matières premières par rapport à l'euro et au franc suisse.

ACTIONS

Miser sur la reflation au moyen des actions value, cycliques et de petite capitalisation



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La hausse des taux et l'exubérance du marché dans certains secteurs sont des conditions qui nous poussent à nous concentrer davantage sur les valorisations et les fondamentaux

Évaluation globale

Les marchés regardent au-delà des obstacles à court terme posés par la Covid-19 et du rythme peu soutenu de la campagne de vaccination dans toute l'Europe. Le sentiment des investisseurs semble être alimenté par les espoirs de maintien des mesures de soutien, ainsi que par l'éventualité de plus en plus forte d'une réouverture. Toutefois, la situation réelle est plus nuancée, car cette confiance s'est **transformée en exubérance sur certains segments**, ce qui entraîne une forte volatilité, notamment dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Nous sommes convaincus de la nécessité d'afficher un optimisme prudent vis-à-vis de cette exubérance. **Les investisseurs doivent s'appuyer sur l'analyse fondamentale et un processus rigoureux** pour identifier des entreprises présentant des flux de revenus et des bilans durables.

Actions européennes

Nous continuons de croire aux valeurs cycliques vs les défensives et aux actions sous-évaluées par rapport à celles de type croissance, mais il est important de reconnaître que certains segments ont déjà intégré une ouverture très favorable, ce qui justifie la nécessité d'une approche sélective.

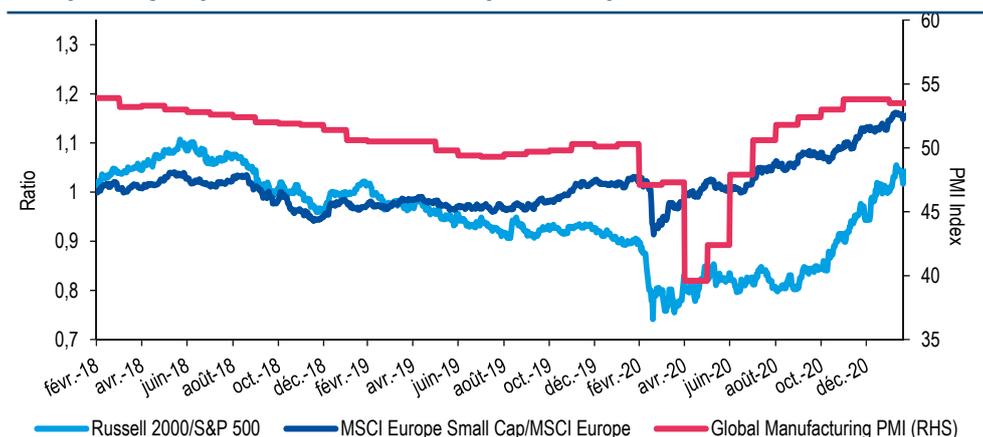
Nous apprécions plus particulièrement les valeurs bancaires, car il s'agit d'un secteur où la réouverture n'est pas

encore intégrée. Par ailleurs, nous maintenons notre biais en faveur des matériaux et de la santé. À l'inverse, nous avons revu à la baisse notre opinion sur les secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme l'immobilier et sommes prudents à l'égard des biens d'équipement, le secteur ayant très vite intégré une reprise. Nous sommes négatifs sur des segments tels que les technologies qui affichent des prix nettement supérieurs aux fondamentaux. Toutefois, nous considérons que les principaux risques résident dans l'inflation et le consensus de marché sur la reprise. Ainsi, nous conservons des positions sur certaines composantes défensives de l'économie comme les télécommunications pour lesquelles nous avons revu notre opinion à la hausse. Enfin, nous apprécions les petites capitalisations, car elles présentent des valorisations raisonnables et sont liées au thème de la reprise cyclique intérieure. Dans l'ensemble, nous restons attentifs aux valorisations.

Actions américaines

Les mesures de relance budgétaire de grande ampleur, les progrès sur le front de la vaccination et les résultats solides des entreprises placent les thèmes du rebond économique, du redressement des bénéfices et du scénario de reflation sur le devant de la scène à court terme. Cette réflexion conforte notre anticipation d'une

La reprise cyclique devrait soutenir les petites capitalisations



ACTIONS

rotation durable des principaux thèmes au détriment des valeurs à fort(e) croissance/momentum et à durée élevée, qui dépendent davantage des taux d'actualisation pour leurs cours élevés. La faiblesse des taux a entraîné une baisse du coût du capital ainsi qu'une hausse des multiples de valorisation, ce qui constitue un risque clé. Mais pour le moment, compte tenu de la pentification des courbes de taux et des anticipations d'inflation, leurs prix pourraient être affectés. **Au contraire, les actions sous-évaluées (titres « value » de grande qualité) et cycliques devraient gagner du terrain en raison de leurs valorisations attractives et de l'amélioration attendue des bénéfices des entreprises cycliques en 2021.** Nous sommes également optimistes à l'égard des secteurs cycliques, car ils intègrent progressivement la reprise économique. D'un point de vue sectoriel, une pentification de la courbe des taux devrait soutenir les valeurs financières et celles de l'énergie par rapport aux valeurs industrielles (multiples de bénéfices élevés), ce qui marque un changement comparé à 2020, lorsque les rendements étaient particulièrement bas. Il est important de noter que les investisseurs devraient

explorer des secteurs dont la reprise n'est pas encore intégrée dans les cours du marché. Dans l'ensemble, nous restons très sélectifs et pensons qu'il existe des opportunités dans les secteurs impactés par la Covid-19, mais l'apparition de nouveaux variants du virus pourrait présenter des risques.

Actions émergentes

Les difficultés rencontrées dans la production de vaccins et la propagation des variants de la Covid-19 ont affecté certains marchés émergents, mais cela ne modifie pas notre opinion positive à long terme sur la région, où la sélectivité reste importante. Nous maintenons une opinion favorable à l'égard des secteurs de la consommation cyclique, des technologies de l'information et de l'immobilier. Bien que nous restions prudents à l'égard des biens de consommation de base, nous avons légèrement renforcé le secteur par l'intermédiaire d'idées ascendantes en Chine. Toutefois, nous sommes préoccupés par certaines valeurs financières chinoises en raison de leurs valorisations élevées, et nous continuons à rechercher des actions sous-évaluées présentant des caractéristiques cycliques, de croissance et de qualité.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment
Intelligence

*Un mini-boom
inflationniste soutiendra
les profits de certains
secteurs*

*Des signes de bulle sont
observables dans de
nombreux aspects du
marché d'actions*

Toutes les bulles financières ne se ressemblent pas

Prévoir le gonflement et l'éclatement des bulles financières est une tâche difficile, que certains considèrent même comme impossible. En fait, les bulles peuvent persister longtemps et ne nous apparaissent vraiment que lorsqu'elles éclatent. Se prémunir des bulles trop tôt peut entraîner une allocation sous-optimale. Il existe cependant des signes d'exubérance du marché, notamment dans le secteur des valeurs technologiques. Les valorisations élevées se justifient à la fois par des anticipations de croissance soutenue mais surtout par des taux de d'actualisation extrêmement faibles, dont la normalisation pourrait déclencher l'éclatement de la bulle. Bien qu'elles soient une source importante de risque pour les investisseurs, l'histoire montre que toutes les bulles n'ont pas le même impact sur l'économie.

Les cycles sur les segments des marchés financiers (actions, immobilier ou crédit) jouent un rôle important dans la formation des phases de récession et de reprise. La reprise actuelle est à peine amorcée que **la croissance pourrait surprendre à la hausse à court terme**. Aux États-Unis, le plan de relance budgétaire de 1 900 milliards de dollars (9 % du PIB) du président Biden fait craindre une surchauffe au second semestre 2021. En Chine, le PIB pourrait progresser de 9 % cette année. L'Europe devrait elle aussi bénéficier de deux années consécutives de forte croissance. L'inflation devrait également augmenter, en particulier aux États-Unis. Bien que de courte durée selon nous, un mini-boom de l'inflation devrait également dopper les prévisions de bénéfices des entreprises et la confiance des investisseurs. **La forte dynamique des marchés d'actions pourrait donc se poursuivre pendant un certain temps, soutenue par une croissance nominale solide.**

La caractéristique la plus frappante de ce nouveau cycle est le niveau d'endettement. Après le début de la crise du Covid-19, la dette privée et publique a dépassé les plus hauts historiques atteints à la fin de la Seconde Guerre mondiale. Une croissance plus élevée du PIB nominal pourrait soutenir les détenteurs d'emprunts, mais devrait dans le même temps entraîner une hausse des taux d'intérêt à long terme. Elle pourrait également pousser les banques centrales, et la Réserve fédérale en particulier, à retirer leurs politiques monétaires accommodantes. Toutefois, comme nous l'avions affirmé dans notre publication du mois dernier (« Taper or not taper »), il est peu probable que la Fed stabilise son bilan et relève les taux

directeurs tant que l'économie ne sera pas clairement engagée sur la bonne voie: le retour au plein-emploi prendra beaucoup plus de temps que le retour aux niveaux de PIB d'avant la crise. La morosité du marché de l'emploi devrait empêcher tout rebond des salaires (la courbe de Phillips est plate) et, dans tous les cas, la Fed a adopté une nouvelle stratégie (objectif d'inflation moyenne) lui permettant d'attendre de voir si l'inflation surprend à la hausse.

Enfin, **le maintien des rendements obligataires bien en dessous de la croissance potentielle du PIB nominal est une condition préalable à la soutenabilité de la dette publique.**

L'une des conséquences possibles de cette reprise inhabituelle, dans laquelle le bilan des banques centrales devrait continuer de croître même si la croissance s'accélère, est donc une bulle des prix des **actifs**, à commencer par **ceux dont la valorisation est très sensible aux bénéfices à venir dans un futur lointain.**

Les signes d'une bulle

Les valorisations des valeurs de technologie ont grimpé en flèche depuis le milieu de l'année dernière, et le comportement des investisseurs semble de plus en plus incompatible avec des approches d'investissement raisonnables, à moins que le cadre décrit précédemment ne dure encore longtemps. Des signes de bulle sont observables dans de nombreux aspects du marché d'actions. Les investisseurs particuliers qui négocient activement des options à la hausse, la capitalisation boursière toujours croissante d'un nombre limité d'actions, ainsi que les flux d'introductions en bourse sont

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'histoire montre que les bulles peuvent avoir un impact différent sur l'économie

autant de signes d'une bulle dans le secteur numérique. Des valorisations historiquement gonflées amènent les analystes optimistes à modifier leurs méthodes d'évaluation¹. Le contexte fondamental est quant à lui bien réel: nous assistons en effet à une nouvelle phase de la révolution numérique, exacerbée par les restrictions imposées à la mobilité et aux interactions humaines. Mais l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas amène visiblement les valorisations à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la bulle technologique des années 2000.

Une étincelle presque impossible à prévoir

Les bulles financières sont difficiles à prévoir car ce sont des concepts *ex post*. Celle-ci pourrait durer encore quelques années, et l'histoire montre que l'exubérance du marché peut persister sur une longue période. Le célèbre discours prononcé par Alan Greenspan date de 1996 et la bulle Internet a mis 4 ans avant d'éclater. Dans un contexte caractérisé par un excès d'épargne par rapport aux investissements, les taux d'intérêt peuvent rester très bas pendant plusieurs années tandis que la transition numérique s'accélère. À terme, l'endettement élevé pourrait peser sur la demande intérieure, le boom de l'inflation pourrait ne durer que quelques trimestres, tandis que les dispositifs de relance budgétaire pourraient tout aussi bien s'avérer de courte durée. Ceux-ci soutiendraient les bulles des prix des actifs dans les secteurs à croissance durable, tels que l'écologie et le numérique. Comme ces conditions pourraient s'inscrire dans la durée, il est difficile de prévoir quelle sera l'étincelle qui déclenchera l'explosion, et donc probablement sous-optimal d'alléger ses expositions trop tôt.

Toutes les bulles n'ont pas le même impact sur l'économie

Il se peut que nous ne soyons pas en mesure de déterminer à quel stade de l'évolution de la bulle nous sommes², et encore moins quand elle pourrait éclater. Mais nous pouvons toujours émettre des hypothèses quant à ses répercussions sur les marchés financiers et l'économie en fonction de sa nature. L'histoire montre que les bulles peuvent avoir un impact différent sur l'économie une fois qu'elles ont éclaté, quelle que soit l'ampleur du choc financier initial. **En effet, la bulle immobilière au Japon dans les années quatre-vingt-dix, la bulle du crédit asiatique en 1997 et la bulle des subprimes en 2008 ont eu un impact bien plus significatif que la bulle Internet des années 2000 ou l'éclatement de la bulle financière chinoise en 2015.**

Bien que chaque situation soit différente et qu'il ne soit pas possible d'établir des catégories bien tranchées, les bulles peuvent être réparties en deux groupes: les bulles liées aux actions et les bulles liées au crédit.

- Les bulles d'actions sont basées sur un excès de capitaux entrants vers les actions ou titres équivalents. Elles ont un impact principalement sur les ménages les plus aisés et les entreprises à croissance rapide, mais peu d'incidence sur la grande majorité des ménages³ et les secteurs hors bulle spéculative. Par ailleurs, elles peuvent être perçues comme un excès d'épargne lié à un excès d'optimisme et à un surinvestissement dans les innovations malgré une rentabilité qui reste encore à prouver. Par conséquent, lorsque la bulle éclate, il s'agit surtout d'une perte d'opportunité pour l'avenir.

¹ « L'exubérance irrationnelle est la base psychologique d'une bulle spéculative. Je définis une bulle spéculative comme une situation où des nouvelles sur une hausse des prix stimulent l'enthousiasme des investisseurs. Cet enthousiasme se propage alors par contagion psychologique d'une personne à l'autre et amplifie les rumeurs qui pourraient justifier les hausses de prix. Ceci attire des classes de plus en plus importantes d'investisseurs qui malgré leurs doutes quant à la valeur réelle de l'investissement, sont envieux du succès des autres d'une part et séduits par l'excitation liée au jeu d'autre part. » Shiller, Robert J., *Irrational Exuberance*, mars 2000, Princeton University Press.

² Cf. *Les cinq étapes de l'évolution d'une bulle d'actifs financiers décrites par Hyman P. Minsky, Stabiliser une économie instable (1986)*

³ *Alors qu'une majorité d'Américains possède plus ou moins d'investissements sur les marchés boursiers par le biais de leurs comptes de retraite, on estime que 84 % de l'ensemble des actions détenues aux États-Unis appartiennent aux 10 % les plus riches. Cf. Household wealth trends in the US, 1962 to 2016: has middle class wealth recovered?, E. Wolff, NBER WP (2017).*

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

- Les bulles de crédit sont également dues à un excès de liquidités, mais le moteur de la croissance porte ici sur l'excès d'endettement sur les actifs corporels. Ce phénomène repose sur un optimisme excessif et un surinvestissement dans la valeur des actifs réels ayant un usage et une utilité économiques. Ces bulles ont tendance à se propager à un large éventail d'agents économiques, y compris les ménages à faibles revenus. Leur éclatement génère une perte de valeur économique présente et non future. Par définition, ces bulles comportent un élément de levier financier qui se diffuse au secteur bancaire.

Les implications à très court terme des deux groupes de bulles sont globalement similaires (krach boursier et ventes paniques, faillites et récession économique), **mais l'impact économique de moyen terme est très différent.** En effet, la bulle d'actions réduira principalement l'excès d'épargne des personnes aisés et restera dans la sphère financière avec peu d'impact sur l'économie réelle, tandis que la bulle de crédit pénalisera les classes moyennes et de nombreux segments de l'économie. De plus, le capital peut être rééquilibré vers d'autres secteurs ou thèmes, ou simplement épargné pendant un certain temps après un krach boursier. L'impact sur la croissance est temporaire. Les bulles Internet de 2000 ou chinoise de 2015 ont été suivies de plusieurs années de croissance économique solide malgré d'importantes pertes au niveau des portefeuilles⁴, sans compter que certains segments des marchés d'actions ont résisté au krach. En revanche, une spéculation axée sur le crédit et marquée par un endettement excessif entraîne des capitaux propres négatifs, une déflation par la dette et donc un retrait des capitaux disponibles de l'économie, ce qui a un **impact profond et durable sur la croissance potentielle.**

Les banques centrales devraient tenter de contenir le krach

La situation actuelle pourrait être un mélange de bulle d'actions et de crédit ; les implications pourraient donc ne pas être aussi simples que nous venons de les décrire. Toutefois, **certains signes semblent indiquer qu'il s'agit probablement d'une bulle de type actions**, du moins pour l'instant. La réponse des pouvoirs publics peut également venir modifier le processus en lui-même. L'éclatement d'une bulle d'actions qui reste cantonnée à la sphère financière, avec des conséquences limitées pour le système bancaire par exemple, ne devrait théoriquement pas déclencher d'intervention d'urgence de la part des banques centrales. En fait, elle pourrait être perçue comme le dommage collatéral d'une politique monétaire accommodante prolongée. Cependant, si ce choc devait avoir des répercussions plus étendues sur l'économie, jusqu'à affecter les ménages, les entreprises, puis les banques et enfin les États, les banques centrales s'efforceraient de le contenir. Les États endettés n'utiliseront pas l'argent des contribuables pour protéger les spéculateurs. Mais si cela se transforme en risque systémique, ils n'auront plus le choix. La hausse des *spreads* de crédit, associée au repli des marchés d'actions, pourrait alors déclencher une « récession par les bilans ».

On peut donc en déduire que les responsables politiques devraient suivre attentivement l'explosion ou éclatement de ce qui ressemble à une bulle d'actions, et agir de manière préventive pour éviter que la situation ne devienne ingérable. **Les conséquences en termes d'investissement sont un rééquilibrage progressif du secteur technologique hautement valorisé vers d'autres segments dans la phase actuelle, et un positionnement à contre-courant pendant toute la durée du « feu d'artifice ».**

Achévé de rédiger le 25 février 2021

Les bulles liées aux actions ont un impact temporaire sur la croissance

⁴ Il faut cependant noter que le PIB réel des États-Unis n'a pas enregistré un seul repli en glissement annuel après l'éclatement de la bulle Internet ! (sur une base trimestrielle, le PIB réel n'a que légèrement diminué aux premier et troisième trimestres 2001)

LE THÈME DU MOIS

**Chine et marchés émergents :
questions-réponses sur la croissance
et les politiques publiques**

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



Claire HUANG,
*Macrostratégiste, Marchés
Émergents*

Q1. La Chine a enregistré une recrudescence des cas de Covid-19 en janvier, la pire flambée en dix mois. Quel devrait être l'impact de cette vague hivernale sur les perspectives de croissance ?

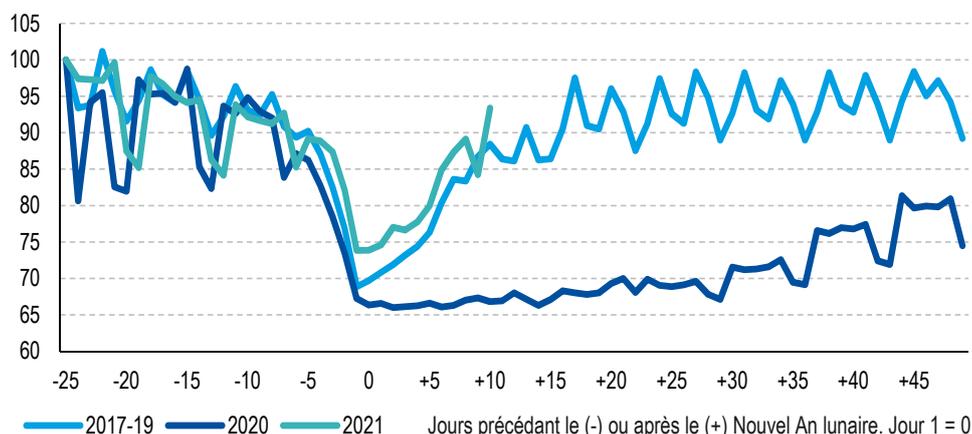
Face à la résurgence des cas de Covid-19 dans trois villes du nord de la Chine, le gouvernement a dû intensifier de manière drastique les mesures de lutte contre la pandémie juste avant le Nouvel An lunaire, ce qui a entraîné une nette baisse des voyages pendant cette période de fête.

Malgré la forte diminution des voyages entre provinces, la mobilité et la consommation locales ont été peu touchées. Les ventes de détail et les revenus dans la restauration enregistrés durant la Golden Week du Nouvel An lunaire (du 11 au 17 février) ont augmenté de 28,7 % par rapport à l'année dernière, et de 4,9 % par rapport à 2019. Les ventes de billetterie ont atteint un niveau record, tandis qu'elles se sont maintenues dans l'automobile et l'immobilier. Néanmoins,

les services dans le transport et le tourisme ont été durement touchés, entraînant une contraction plus importante de l'IPC correspondant.

Dans le même temps, comme la majorité des travailleurs migrants ne se sont pas déplacés, le temps de travail pendant cette période de vacances devrait potentiellement s'en trouver prolongé. Le retour au travail se fait également plus en douceur et plus tôt que les années précédentes (graphique 1). En fait, les données haute fréquence sectorielles, notamment le taux d'exploitation des raffineries, le trafic de fret dans les ports et le niveau élevé de pollution atmosphérique, indiquent que les activités de production ont été plus soutenues que d'habitude durant les vacances du Nouvel An lunaire.

1/ Congestion du trafic en ville en Chine pendant la fête du Printemps



Source : Wind, Gaode, Recherche Amundi au 25 février 2021

Globalement, la vague hivernale de contaminations ayant été rapidement contenue, nous n'anticipons qu'un léger recul de la reprise dans le secteur des services. Quant au secteur industriel et aux exportateurs, la nature particulière de ces « vacances à la maison » devrait leur donner un léger élan du fait d'une interruption moindre des activités due aux déplacements pendant les vacances et de l'allongement des heures de travail. Jusqu'à présent,

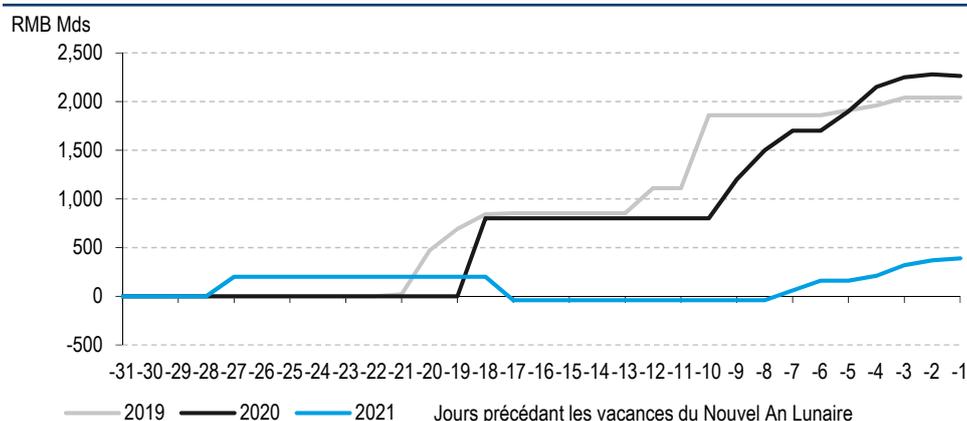
les éléments dont nous disposons semblent indiquer que l'économie chinoise pourrait éviter de retomber dans une contraction séquentielle, une perspective plus positive que nos prévisions précédentes. Le faible niveau de l'année dernière signifie que le PIB du premier trimestre pourrait aisément afficher une croissance élevée à deux chiffres.

LE THÈME DU MOIS

**Q2. Que s'est-il passé sur le marché interbancaire chinois ?
La politique monétaire de la PBoC a-t-elle changé d'orientation ?**

Habituellement, avant le Nouvel An lunaire, la PBoC maintient une position accommodante sur le marché interbancaire, afin de répondre à l'augmentation saisonnière de la demande de liquidités. Au lieu de recourir quotidiennement au taux de mise en pension (« reverse repo ») sur 7 jours, elle devrait se tourner vers des dispositifs à plus long terme, notamment les *reverse repos* sur 14 ou 28 jours, les MLF/TMLF à 1 an (similaires aux LTRO/TLTRO) ou encore des réductions ciblées des ratios de réserves obligatoires (RRR).

Néanmoins, la PBoC n'a injecté que le strict minimum cette année (graphique 2). Malgré des liquidités déjà limitées, elle a commencé les retraits nets deux semaines avant la pause du Nouvel An lunaire, ce qui a fait grimper le taux d'emprunt au jour le jour à son plus haut niveau depuis juillet 2013. Le *spread* à terme (à 10 ans - au jour le jour) est devenu négatif durant plusieurs jours, ce qui ne s'était produit qu'en avril 2018 et en juin 2013, lorsque les pics des taux courts étaient principalement liés à la politique monétaire.

2/ Injection cumulative de liquidités par la PBoC avant le Nouvel An lunaire

Source : PBoC, Wind, Nomura, Recherche Amundi au 18 février 2021

Nous pensons donc que cette série de resserrements inattendus des liquidités n'a rien d'accidentel. Les raisons de la PBoC restent à déterminer, qu'il s'agisse du marché d'actions, du marché immobilier ou d'arbitrages financiers / opérations à effet de levier sur le marché interbancaire. Mais le message est clair : **la banque centrale est en train de normaliser sa politique à l'aide d'un biais de resserrement.**

Nous pensons toujours que la PBoC devrait la plupart du temps ancrer les taux interbancaires autour de ses taux « open market » tout au long de l'année 2021, c'est-à-dire avec un taux

de prise en pension (« repo ») à 7 jours à 2,2 %, et un taux MLF à 1 an à 2,95 %. Il ne serait toutefois pas surprenant qu'elle s'éloigne parfois brièvement et sensiblement de ces points d'ancrage. Selon nous, la banque centrale devrait maintenir ces taux directeurs, ainsi que le taux de référence des prêts bancaires (LPR) à un an, inchangés afin d'éviter d'adresser un message de resserrement excessif au marché. Une hausse des taux demeure peu probable cette année, les mesures d'assouplissement des politiques ayant commencé à être retirées de toutes parts.

Q3. Quelles sont vos anticipations concernant la politique budgétaire de la Chine en 2021 ?

L'objectif global étant de contrôler le ratio dette/PIB, nous pensons que la dette publique devrait augmenter plus lentement en 2021, et la politique budgétaire devrait être moins expansionniste. Plus précisément, nous

tablons sur une réduction du déficit budgétaire global de 3,6 % à 3,2 %, ce qui devrait être annoncé lors de l'Assemblée populaire nationale du 5 mars.

Le message est clair : la banque centrale est en train de normaliser sa politique à l'aide d'un biais de resserrement

La croissance du crédit à l'économie devrait poursuivre une tendance baissière progressive

Le renforcement des mesures budgétaires, comprenant la vente des droits d'utilisation des terres dans les dépenses publiques, sera au centre de l'attention. En 2020, le quota d'obligations spéciales des administrations locales (« LGB ») visant à financer les dépenses publiques a été augmenté de manière significative, passant de 2 150 milliards RMB en 2019 à 3 750 milliards RMB, contribuant ainsi à hauteur d'environ 1,5 pp à l'augmentation du déficit prévue au budget. Le consensus prévoit une réduction à 3 000 voire 3 500 milliards RMB en 2021. Il est selon nous plus probable que ce chiffre se situe dans la fourchette haute, compte tenu des pressions croissantes de refinancement de la dette des administrations locales et de l'augmentation des cas de défaut d'entreprises publiques locales.

Q4. Sur la base des dernières évolutions sur le plan macro-financier, les actifs des marchés émergents sont-ils toujours attractifs ?

L'un des principaux moteurs de l'investissement sur les marchés émergents est la croissance : en premier lieu la croissance intérieure au niveau national, mais également la croissance mondiale, qui reflète une demande extérieure toujours solide, que ce soit pour les matières premières ou les produits manufacturés.

Parmi les principaux moteurs de la croissance mondiale figurent les États-Unis et la Chine. La dynamique économique chinoise a déjà largement été abordée ici. Quant aux États-Unis, nous prévoyons une performance économique solide en 2021, grâce aux mesures budgétaires de grande envergure qui seront bientôt dévoilées et approuvées (entre 1 000 et 1 900 milliards USD). Par ailleurs, les discussions en cours concernant un vaste projet d'infrastructure d'environ 2 000 milliards USD, censé démarrer début 2022, représente un risque supplémentaire pour la croissance.

La reprise actuelle profite aux exportateurs de pétrole et de matières premières, les conditions commerciales s'améliorant nettement dans certains pays d'Amérique latine (notamment Chili et Pérou), ainsi qu'aux exportateurs de produits manufacturés dans le monde entier, et surtout pour les pays plus exposés au secteur informatique

et aux EPI (équipements de protection individuelle), tels que l'Asie et principalement l'Asie du Nord.

Du côté des services, en particulier le tourisme et l'accueil, la reprise est beaucoup plus lente et nous devrions assister à un rebond plus marqué lorsque le déploiement de la campagne de vaccination sera plus avancé au niveau mondial. Certains pays, comme la Thaïlande, dont environ 11 % du PIB dépendent du tourisme, ont encore des difficultés à se redresser. Globalement, au sein de l'Union européenne, la mobilité est stable voire en légère progression, en l'absence de restrictions importantes comme celles appliquées dans certaines économies développées.

Parallèlement à la réévaluation plus optimiste de la croissance économique, l'autre facteur important à prendre en considération est la capacité des principales banques centrales à naviguer dans un environnement caractérisé par une politique monétaire extrêmement accommodante et par des anticipations d'inflation en hausse en raison d'une surchauffe perçue de l'économie. Il convient de rappeler qu'un environnement financier mondial favorable est essentiel pour la poursuite des investissements sur les marchés émergents.

Les classes d'actifs des marchés émergents offrent toujours une exposition à des rendements élevés ainsi qu'une certaine exposition à la croissance à un prix raisonnable

Bien que nous constatons une certaine pression sur les prix provenant des coûts (matières premières, denrées alimentaires, tarifs d'expédition), la demande reste modérée; en effet, la grande majorité des pays n'ont pas encore renoué avec leurs niveaux de croissance de 2019 et il leur faudra du temps pour y parvenir. Par conséquent, nos perspectives en matière d'inflation ne sont pas préoccupantes; cela devrait permettre aux banques centrales de retirer très progressivement leur soutien aux liquidités et de modifier l'orientation de leur politique monétaire de manière encore plus graduelle.

Avec toute la diversification nécessaire (en gardant à l'esprit que l'univers des marchés émergents présente des profils très hétérogènes en termes de forces et de faiblesses), les classes d'actifs des marchés émergents offrent toujours une exposition à des rendements élevés dans un environnement de taux d'intérêt très bas voire négatifs, ainsi qu'une certaine exposition à la croissance à un prix raisonnable.

Achévé de rédiger le 18 février 2021

Principaux fournisseurs asiatiques de biens et équipements médicaux

Classement en Asie (données 2019)	Plastique (HS 39)	Caoutchouc (HS 40)	Verre et ouvrages en verre (HS 70)	Produits chimiques organiques (HS 29)	Produits pharmaceutiques (HS 30)	Aiguilles tubulaires (HS 901832)	Seringues (HS 901831)	Équipement de réfrigération (HS 8418)
1	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Chine (1 ^{er})	Inde (11 ^e)	Chine (4 ^e)	Chine (2 nd)	Chine (1 ^{er})
2	Corée du Sud (4 ^e)	Thaïlande (3 ^e)	Japon (5 ^e)	Corée du Sud (7 ^e)	Chine (15 ^e)	Japon (6 ^e)	Singapour (8 ^e)	Corée du Sud (6 ^e)
3	Japon (6 ^e)	Japon (5 ^e)	Hong Kong (6 ^e)	Inde (8 ^e)	Singapour (17 ^e)	Thaïlande (8 ^e)	Philippines (15 ^e)	Thaïlande (7 ^e)
4	Taiwan (10 ^e)	Corée du Sud (6 ^e)	Corée du Sud (12 ^e)	Japon (9 ^e)	Japon (18 ^e)	Singapour (10 ^e)	Hong Kong (16 ^e)	Singapour (14 ^e)
5	Singapour (12 ^e)	Malaisie (7 ^e)	Taiwan (13 ^e)	Singapour (11 ^e)	Corée du Sud (21 ^{er})	Corée du Sud (11 ^e)	Japon (17 ^e)	Japon (15 ^e)

Le classement entre parenthèses correspond au classement mondial en termes de valeur des exportations en dollars américains en 2019

Sources: ITC, The Economist Intelligence Unit, Recherche Amundi au 25 février 2021

THÉMATIQUE

Les fondamentaux des entreprises sur une trajectoire positive pour les détenteurs d'obligations



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



Mickael BELLAICHE,
Stratégiste Taux et Crédit

La dynamique des notations en HY, mesurée par le ratio des révisions à la hausse sur les révisions à la baisse, est devenue positive

Nous anticipons une amélioration des fondamentaux des entreprises dans les mois à venir, en particulier pour les entreprises moins bien notées. La dynamique des notations des titres à haut rendement, mesurée par le ratio des révisions à la hausse sur les révisions à la baisse, est devenue positive.

En plus d'un rebond de leurs bénéfices, les entreprises devraient continuer à bénéficier de conditions de financement historiquement attractives. La demande pour les obligations d'entreprise de la part des investisseurs en quête de rendement est forte. Les émetteurs moins bien notés, notamment dans les secteurs cycliques, devraient faire preuve d'une plus grande discipline en matière de bilan et entamer un cycle de désendettement. À l'inverse, l'activité de fusions-acquisitions sera une variable clé à surveiller cette année pour les entreprises bien notées.

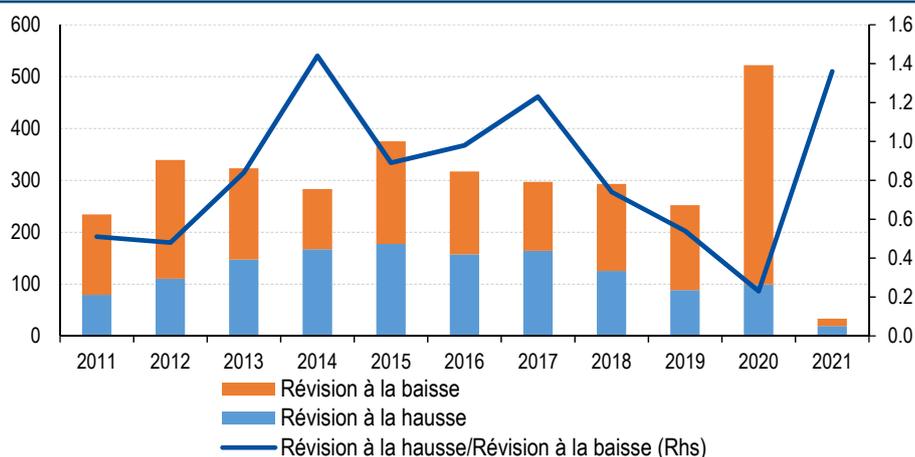
Défauts d'entreprises bien moins nombreux qu'initialement attendu

La crise actuelle a été caractérisée par des conditions de crédit contracycliques, grâce à l'action coordonnée et très efficace des gouvernements et des banques centrales. Les conditions favorables des marchés financiers ont permis aux entreprises les plus fragiles de se procurer des liquidités et d'éviter les défauts en 2020 malgré la chute exceptionnelle de l'activité économique. L'offre de dette d'entreprises et d'émetteurs souverains a été massive.

De nombreuses entreprises ont accumulé des stocks de liquidités sans précédent. Les échéances se sont allongées, en particulier pour les entreprises de qualité investment grade. Cette offre plus abondante que prévu a été bien absorbée par les investisseurs et les rendements des nouvelles émissions ont atteint des plus bas historiques, ce qui est très différent par rapport à la crise précédente.

En conséquence, le taux de défaut est resté nettement en deçà des estimations initiales. Le taux de défaut sur 12 mois des entreprises du secteur financier et non financier à l'échelle mondiale s'élevait à 6,6 % en fin 2020, soit moins que les 10,6 % envisagés au début de la pandémie. Le pic des défauts devrait avoir lieu au premier trimestre 2021, 12 mois après le début de la crise. Une trajectoire baissière est ensuite attendue pour le deuxième trimestre et les mois suivants. Les défauts se concentrent dans certains secteurs spécifiques et touchent principalement les entreprises notées CCC dont le profil économique est vulnérable, c'est-à-dire dont la capacité structurelle à générer des bénéfices est faible.

1/ Euro HY: évolution des notations de crédit en nombre



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 25 février 2021

THÉMATIQUE

Les fondamentaux des émetteurs les moins bien notés devraient s'améliorer

Nous anticipons une reprise de l'activité des entreprises au fur et à mesure que l'économie mondiale se redressera au second semestre de l'année sous l'effet du redémarrage des économies et des campagnes de vaccination. Le rebond de la croissance devrait être soutenu par les politiques budgétaires et monétaires, l'épargne abondante des ménages et la reconstitution des stocks dans le secteur manufacturier. En parallèle, nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent de mener des politiques monétaires extrêmement accommodantes sans velléités de durcissement préventif. Les principales banques centrales devraient continuer à soutenir les économies avec des taux bas et leurs programmes d'achat d'actifs.

Nous nous attendons également à ce que les entreprises — notamment celles qui sont mal notées et qui appartiennent à des secteurs cycliques — fassent preuve d'une plus grande discipline en matière de bilan et qu'elles entament un cycle de désendettement. Ces émetteurs ont accumulé les dettes en raison du ralentissement de l'activité économique et sont désormais plus fortement dépendants de leur endettement.

De plus, les entreprises devraient continuer à bénéficier de conditions de financement historiquement attractives. Les coûts de financement historiquement bas réduisent la charge de la dette et améliorent la solvabilité des entreprises. L'activité sur le marché primaire reste soutenue et concerne essentiellement des opérations de refinancement. Le niveau élevé de liquidités dans le bilan des entreprises réduit les besoins de financement supplémentaire à court terme.

En revanche, en cas de reprise lente, l'amélioration du profil de crédit des entreprises moins bien notées se verra freinée. L'accès continu aux liquidités reste crucial pour les entreprises confrontées à des échéances de dettes imminentes afin d'éviter les défauts.

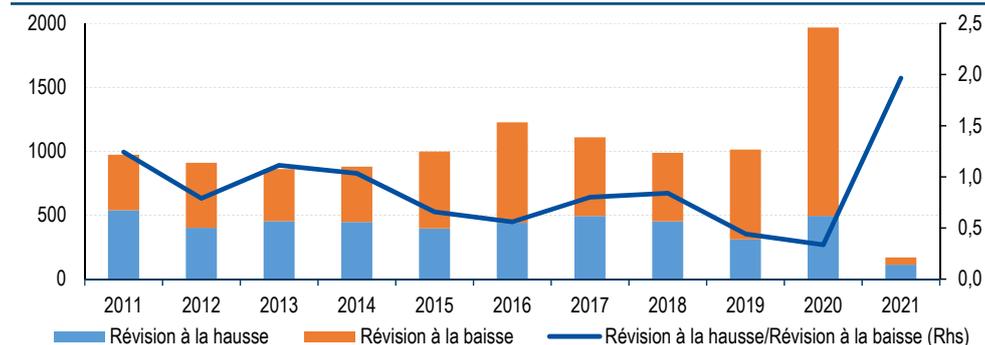
Fort rebond des opérations de fusions-acquisitions porté par le secteur de la technologie

Malgré la crise, l'activité de fusions-acquisitions se maintient aux États-Unis et en Asie. Elle reste cependant encore modeste en Europe. Les fusions-acquisitions se sont fortement accélérées au cours du second semestre 2020, qui aura été le second semestre avec les plus gros volumes depuis 2015.

Ce rebond des activités de fusions-acquisitions a principalement été porté par les secteurs de la technologie, de la consommation non cyclique et de la communication. Les entreprises de ces secteurs ont surperformé au cours des dernières années, ont été les grands gagnants de la crise et sont pour la plupart bien notées et bien capitalisées. Elles mènent des stratégies offensives et poursuivent une croissance externe pour gagner en taille et en diversité (produit, région, client).

Les activités de fusions-acquisitions ont également repris dans les entreprises les plus durement touchées par la pandémie et la crise économique, notamment dans le secteur de l'énergie. La principale motivation de ces entreprises pour réaliser des acquisitions est une rationalisation basée sur les coûts plutôt que sur la croissance externe.

Achévé de rédiger le 24 février 2021

2/ US HY: évolution des notations de crédit en nombre

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Spreads de crédit et rendements obligataires dans le cycle actuel

Dans le contexte macroéconomique actuel, l'évolution des taux n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant influencer l'évolution des *spreads*. Mais, celui-ci ayant eu un impact certain dans les cycles précédents, il convient de s'y intéresser dans la phase de reprise actuelle. De fait, on peut dire que ce cycle de crédit a été nettement raccourci du fait de l'action sans précédent des banques centrales et des mesures de soutien budgétaire considérables, ce qui a finalement entraîné les importantes divergences par rapport aux crises passées décrites dans le présent document. Ces divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici.

Corrélation historique entre hausses des rendements obligataires et *spreads* de crédit lors des reprises post-récession

Les données rétrospectives montrent que les *spreads* ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un redressement du marché du crédit et à une hausse des rendements souverains, tandis que les marchés obligataires commencent généralement à anticiper une hausse des taux de croissance réelle, une accentuation du risque d'inflation et une modification de l'orientation

des politiques monétaires. Le tableau ci-dessous, qui reprend les cycles des quarante dernières années aux États-Unis, confirme que les rebonds du marché du crédit consécutifs à des phases de récession se sont toujours accompagnés d'une hausse marquée des rendements obligataires. De plus, les redressements du marché du crédit après une récession apparaissent plus vigoureux et s'essouffent plus vite quand les rendements obligataires enregistrent des hausses brutales, comme cela s'est produit dans les années 1980 et en 1994.

Récession		Spread BBB					Rendement T-note US 10 ans		
Début	Fin	Pic	Spreads au pic	Minimum	Spreads au min.	Variation des spreads (pb)	Au pic des spreads	Au min. des spreads	Variation des rendements (pb)
Dec-69	Nov-70	Dec-70	284	Aug-73	92	-192	6.39	7.40	101
Nov-73	Mar-75	Feb-75	294	Mar-78	101	-193	7.39	8.04	65
Jan-80	Jul-80	Jun-80	282	Sep-81	185	-97	9.78	15.32	554
Jul-81	Nov-82	Oct-82	376	May-84	131	-245	10.91	13.41	250
Jul-90	Mar-91	Jan-91	227	Jul-91	163	-64	8.09	8.47	38
Mar-01	Nov-02	Oct-02	273	Apr-04	130	-143	4.29	4.35	6
Dec-07	Jun-09	Dec-08	525	Apr-10	172	-353	2.20	3.66	146

Au-delà des données rétrospectives, il est logique d'observer une corrélation négative entre les *spreads* et les rendements lors de phases consécutives à une récession, puisqu'un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie, même si la réduction de l'endettement est pour l'essentiel déjà passée à ce moment-là du cycle. L'augmentation des prévisions d'inflation, qui tire les rendements à la hausse, est également synonyme d'amélioration du pouvoir de fixation des prix des entreprises et les premières hausses de taux des banques centrales ne

pénalisent généralement ni les actions ni les obligations d'entreprise. En outre, les *spreads* protègent des effets néfastes en termes de duration exercés par la hausse des rendements obligataires, ainsi, lors de ces phases, les investisseurs jugent toujours attractive la dette d'entreprise par rapport aux emprunts d'État.

Qu'en est-il du cycle actuel ?

Le graphique 1 illustre la corrélation entre les rendements souverains à 10 ans et les *spreads* des obligations d'entreprises américaines notées BBB au cours du dernier cycle, d'avant la crise du Covid-19 jusqu'à aujourd'hui, soit sur exactement

THÉMATIQUE

Contrairement aux crises précédentes, le pic des spreads de crédit s'est produit bien plus tôt que d'habitude, à savoir au tout début de cette courte récession, soit environ un mois après son début

un an. Les divergences par rapport aux cycles précédents sont importantes non seulement en termes de dynamique macroéconomique, mais aussi de comportement des marchés et apparaissent très clairement dans le graphique. Voici un bref récapitulatif des trois principales divergences par rapport au passé :

Premièrement, malgré une contraction du PIB bien plus sévère que dans le passé, la récession de 2020 a également été assez courte dans le temps, puisqu'elle n'a duré que quatre mois entre fin février et juin.

Deuxièmement, contrairement aux crises précédentes, le pic des *spreads* de crédit s'est produit bien plus tôt que d'habitude, à savoir au tout début de cette courte récession, soit environ un mois après son début.

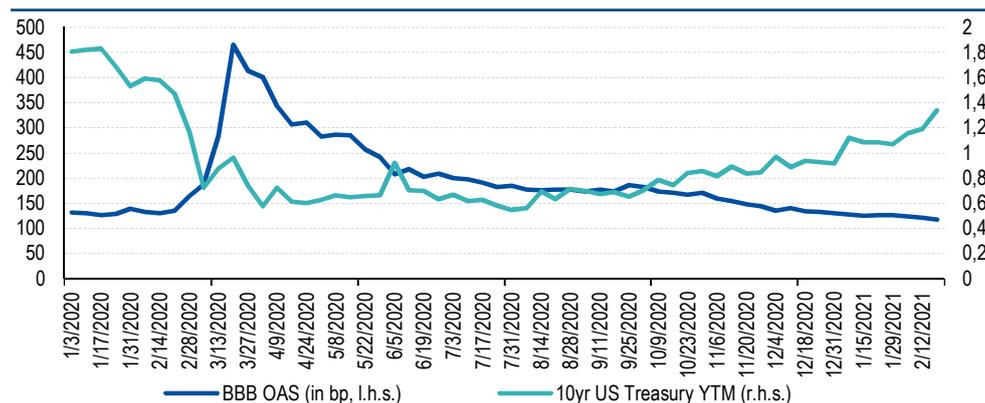
Enfin, les *spreads* ont commencé à se normaliser plus tard que d'habitude, puisqu'entre février et novembre, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a évolué dans une fourchette étroite, ne commençant à se redresser qu'en décembre, sous l'effet de l'actualité positive sur les vaccins et la relance budgétaire. Cette tendance s'est ensuite accélérée en janvier et février, sous l'effet des nouvelles anticipations de mesures de relance budgétaire plus importantes et de la reprise plus rapide, à la suite du changement de majorité au Sénat américain.

Si l'on regarde les chiffres plus en détail, les *spreads* BBB se sont comprimés de manière impressionnante, passant d'un pic de 465 points de base au plus fort de la crise, le 20 mars à 140 points de base fin novembre, pour un rétrécissement total de 325 points de base. Sur cette même

période, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a légèrement diminué, passant de 96 à 84 points de base, évoluant donc dans une fourchette de négociation très étroite. Par la suite, les *spreads* se sont encore resserrés, mais dans une bien moindre mesure que lors de la phase précédente, passant de 140 à 122 points de base au moment où nous écrivons ces lignes, soit un niveau inférieur à celui d'avant la crise. Au cours de cette dernière phase, les obligations du Trésor américain ont enregistré une hausse significative, le rendement à 10 ans progressant de plus de 40 points de base.

Pour résumer, une période de normalisation des *spreads* a eu lieu avant que les rendements ne commencent à augmenter, les politiques monétaires et budgétaires étant parvenues à écourter ce cycle de crédit, en limitant l'ampleur du pic des *spreads* et en déclenchant une compression très rapide des primes de risque dès le premier mois suivant le début de la crise. Autrement dit, le meilleur du cycle de crédit semble être derrière nous (en termes de resserrement des *spreads* et de surperformance des emprunts d'État) puisque la normalisation des primes de risque de crédit a déjà eu lieu, notamment en ce qui concerne les rendements obligataires. Pour autant, une tendance haussière plus modérée des rendements obligataires pourrait se dessiner à l'avenir, si les banques centrales continuent à maintenir des conditions financières favorables et compte tenu de l'évolution déjà observée sur les marchés obligataires. Par conséquent, même si les valorisations du crédit semblent défavorables à une compression des *spreads* et à une réplique de la corrélation habituelle avec les taux, on

1/ Spreads de crédit vs rendements obligataires au cours du cycle actuel



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 19 février 2021

THÉMATIQUE

Les divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici entre rendements obligataires et spreads de crédit

peut également s'attendre à ce que les banques centrales maintiennent leur politique accommodante pour éviter une pentification extrême de la courbe, qui, en définitive, pourrait compromettre la reprise en causant un resserrement des conditions de financement et une plus grande volatilité des marchés financiers. L'héritage de la crise du Covid-19, comme nous l'avons souligné à maintes reprises, est le volume bien plus important de dettes publiques et privées. Mais, une autre particularité de ce cycle très rapide est le démarrage tardif du processus de désendettement des entreprises. Ce dernier point est également lié au succès des politiques monétaires et budgétaires, qui ont permis d'éviter une crise du crédit et de maintenir un flux abondant de crédit vers les entreprises, par le biais, principalement, des marchés des obligations d'entreprises aux États-Unis et par le biais des prêts bancaires dans la zone euro. Le retour à des niveaux d'endettement moins élevés sera facilité par la reprise économique, mais aussi par l'utilisation progressive des énormes réserves de liquidités accumulées pour résister aux effets économiques et financiers de la crise. Ce processus prendra toutefois un certain temps, car les entreprises sont entrées dans la crise avec des niveaux d'endettement déjà relativement élevés par rapport aux normes historiques.

Rendements obligataires et flux d'investissement dans les marchés du crédit

Dans le passé, la corrélation entre les flux d'investissement et les rendements des produits de crédit a été positive, car les rendements et les flux ont tendance à aller de pair, les hausses soudaines et importantes des taux affectant les rendements des produits de crédit et déclenchant une décollecte. Le niveau, mais aussi la volatilité des rendements obligataires doivent être considérés comme un vecteur potentiel des flux d'investissement des investisseurs, en particulier pour les instruments de crédit à bêta élevé. Compte tenu de cette corrélation et de la forte croissance des fonds destinés aux particuliers au cours des derniers trimestres, le risque d'impact

de la hausse des taux sur les flux est très réel, d'autant que cette fois, la marge de contraction des *spreads* pour compenser la hausse des rendements obligataires semble plus faible, comme nous l'avons déjà souligné. Pour autant, dans notre scénario central, nous tablons sur une hausse des rendements obligataires, mais dans une mesure limitée pour les raisons déjà évoquées tandis que l'attractivité accrue des valorisations absolues pourrait finalement entraîner une demande accrue de la part des investisseurs institutionnels. En outre, nous anticipons une pentification de la courbe des taux, mais avec un ancrage des taux à court terme pour un bon moment du fait des politiques de taux zéro, ce qui en réduirait l'impact et aurait pour effet d'absorber les taux plus élevés sur les segments de crédit de faible durée, comme ceux de catégorie spéculative.

Conclusion

Dans le contexte macroéconomique actuel, l'évolution des taux n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant influencer l'évolution des *spreads*. Mais, celui-ci ayant eu un impact certain dans les cycles précédents, il convient de s'y intéresser dans la phase de reprise actuelle. De fait, on peut dire que ce cycle de crédit a été nettement raccourci du fait de l'action sans précédent des banques centrales et des mesures de soutien budgétaire considérables, ce qui a finalement entraîné les importantes divergences par rapport aux crises passées décrites dans le présent document. Ces divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici. Cependant, même si les valorisations ne semblent pas offrir la marge de compression habituelle et donc le potentiel d'absorption partielle des effets d'une nouvelle hausse des taux, le soutien des mesures de relance monétaire et les évolutions récentes de la fonction de réaction de la politique de la Fed aux facteurs macroéconomiques devraient permettre de contenir toute volatilité excessive non souhaitée des marchés obligataires, afin de maintenir des conditions financières souples.

Achévé de rédiger le 19 février 2021

THÉMATIQUE



Ibra WANE,
Stratège Actions Senior



Debora DELBO',
Macro-Stratège Marchés
Emergents

Des résultats à plusieurs vitesses selon les régions, mais partout supérieurs aux attentes

Bilan d'ensemble des résultats du 4^e trimestre : une résilience qui conforte nos vues pro-cycliques

Compte tenu du contexte, les résultats du 4^e trimestre 2020 ont fait preuve de résilience. Les régions les moins impactées par la pandémie comme les Émergents (+25 %) ou le Japon (+20 %) ont connu des progressions notables. Dans le reste du monde, où la pandémie a été plus virulente, les États-Unis sont tout de même parvenus à afficher une progression positive (+4 %) alors que l'Europe a été plus impactée (-20 %). Cependant, même dans les régions les plus touchées, les résultats se sont révélés largement supérieurs aux attentes ; les progrès les plus nets provenant en particulier des secteurs cycliques.

S&P 500 : des résultats du T4 bien meilleurs que prévu avec les Financières et les GAFAM en première ligne

Aux États-Unis où au 19 février, 80 % des entreprises du S&P 500 avaient déjà publié, les résultats se sont avérés nettement supérieurs aux attentes. Ainsi, le consensus table désormais sur des résultats du T4 en hausse de +3,7 %, ce qui est beaucoup mieux que ce qui était prévu en début d'année (-10,3 % au 1^{er} janvier 2021). De même, c'est sensiblement mieux qu'au 3^e trimestre (-6,5 %) ce qui n'avait rien d'évident a priori compte tenu du ralentissement de l'économie américaine en fin d'année. D'un secteur à l'autre, les évolutions ont été toutefois très fragmentées avec notamment trois secteurs qui se sont distingués à la hausse (Technologie +19 %, Financières +21 % et Matériaux +22 %) et deux à la baisse (Industrie -37 % et Énergie -105 %). Mais c'est surtout l'analyse des écarts qui a été révélatrice. Ainsi, alors que bons ou mauvais, les résultats avaient été bien anticipés dans la plupart des secteurs, ce sont principalement les Financières et la Technologie au sens large qui ont déjoué (à la hausse) tous les pronostics. Entre la bonne tenue des activités de marché et des provisions moins lourdes que prévu, les résultats des Financières ont progressé ainsi de +21 % au lieu des -7 % attendus. Mais c'est une fois de plus des fameux GAFAM que la surprise est venue. Ces derniers que l'on retrouve à la fois dans l'IT (Apple et Microsoft), la Consommation discrétionnaire (Amazon) et les Services de Communication (Google et Facebook) ont en effet vu bondir leurs résultats de +41 % au 4^e trimestre contre +12 % attendus.

Stoxx 600 : des résultats du T4 résilients compte tenu du contexte. Le fort rebond attendu en 2021 devrait surtout se manifester au 2nd semestre

En Europe, où près de 45 % des entreprises ont publié au 16 février, les résultats du Stoxx 600 se sont améliorés au fil des publications. Alors qu'au 1^{er} janvier, le consensus tablait sur une baisse de -27 % au T4, celle-ci n'était plus que de -20 % au 16 février. De même, la part des résultats supérieurs aux attentes s'est établie très au-dessus de l'ordinaire avec 66 % en brut et 32 % en net (solde des résultats supérieurs vs. inférieurs ou égaux) contre respectivement 51 % et 2 % (!) en moyenne depuis dix ans. Les progressions les plus importantes ont été enregistrées dans des secteurs cycliques comme les Matériaux de base (+60 %) et la Consommation Discrétionnaire (+22 %). Ces deux secteurs ressortent également très favorablement en termes d'écarts par rapport aux attentes initiales avec +26 % et +31 % de mieux que ce qui était attendu au 1^{er} janvier. Par ailleurs, d'autres secteurs cycliques dont les résultats ont baissé au T4, comme les Financières (-40 %) ou les Industrielles (-45 %) ont tout de même fait beaucoup mieux qu'attendu, avec, respectivement +11 et +9 %. Compte tenu des effets de base et de l'amélioration attendue de l'environnement économique, les résultats du Stoxx 600 devraient fortement rebondir en 2021. Mais entre la lenteur de la campagne de vaccination (à l'exception du Royaume-Uni) et le maintien de nombreuses restrictions, ce rebond pourrait être moins fort que prévu et en partie décalé sur le second semestre. Au total cependant, même

THÉMATIQUE

Moins affectés par la pandémie, le Japon et les marchés émergents ont pris une longueur d'avance

Compte tenu des perspectives d'accélération de la reprise, l'engouement pour les valeurs de croissance devrait diminuer

si la reprise européenne devait être un peu différée, elle devrait s'affirmer. C'est pourquoi selon nous, sans se départir complètement de la qualité, il convient d'ores et déjà de s'intéresser aux secteurs cycliques.

Relativement épargnés par la pandémie, les résultats des sociétés japonaises au T4 ont été impressionnants

Au Japon, où 98 % des sociétés du MSCI ont déjà publié, les progrès ont été encore plus impressionnants avec une hausse des résultats de +38 % en déclaré - mais en réalité plus proche de 20 % une fois retraitée des profits exceptionnels de Softbank - alors qu'au 1^{er} janvier le consensus tablait encore sur une baisse de 15 % ! Par secteur, ce sont là encore les secteurs cycliques où la progression des résultats a été la plus forte avec une progression moyenne de +23 %, et des pointes au-delà de 50 % dans la Technologie, les Banques ou les Matériaux de Construction, alors que les secteurs réputés défensifs enregistraient une progression moyenne de +11 % hors Softbank.

La saison des résultats parmi les marchés émergents n'est pas encore très avancée mais s'annonce fort bien

Enfin, bien que les publications sur les marchés émergents soient encore peu avancées, avec seulement 27 % des sociétés du MSCI qui ont publié au 17 février (Source Capital IQ), les premières indications sont très encourageantes avec, dans l'ensemble des hausses de résultats à deux chiffres (en USD +45 % sur les bénéfices publiés et +25 % en intégrant les estimations), soit +7,5 % de mieux qu'au 1^{er} janvier. Par pays, les progressions bénéficiaires les plus fortes ont été observées en Malaisie (+400 % grâce à la Santé, mais avec seulement 21 % des entreprises ayant déclaré), en Corée (+ 99%, avec 60 % des entreprises) et en Arabie Saoudite (+89 % et 39 % des entreprises). En revanche, la Pologne, les Émirats, le Qatar, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande ont continué d'afficher des croissances négatives. Sur le plan

sectoriel, dans l'ensemble de l'univers émergent, la Santé, les Matériaux et la Consommation Discrétionnaire ont connu les plus fortes progressions. Sur 2021, nos prévisions de bénéfice ont été revues à la hausse, passant de +16 % à +24 % en USD. Sur le plan géographique, au premier semestre 2021 la croissance des bénéficiaires demeurera concentrée en Asie émergente. La région étant plus sensible à la reprise et bénéficiant à plein de l'explosion des bénéficiaires de l'e-commerce. Les retardataires, qu'il s'agisse de la zone EMEA (Russie) ou du Latam, ne devraient revenir à des chiffres positifs qu'à partir du second semestre 2021.

Accueillis sans grand enthousiasme, ces bons résultats pourraient offrir des opportunités...

Dans l'ensemble, les publications du T4 2020 se sont donc avérées remarquablement résilientes. Ces bons résultats ont toutefois été accueillis de façon mitigée. C'est notamment le cas aux États-Unis où, en quelques semaines la préoccupation du marché s'est déplacée des doutes quant à la reprise à une possible surchauffe, voire un réveil de l'inflation. En réaction, les taux longs se sont tendus. Ainsi, le taux à 10 ans est passé de 0,9% en début d'année à 1,20 mi-février et pourrait même s'établir entre 1,5% et 1,8% en fin d'année selon notre scénario central. Si on s'en tient là, ceci devrait amplifier les rotations thématiques et sectorielles mais ne devrait guère entraver les marchés d'actions. Aux États-Unis, sur le plan thématique, ceci conforterait notre préférence pour les Small Caps et la Value qui devraient être les grands bénéficiaires de la reprise. À l'inverse, dans un tel contexte la Croissance et la Qualité seraient moins recherchées. En Europe, les Small Caps et la Value devraient également tirer parti de la reprise. Celle-ci étant toutefois moins avancée qu'aux États-Unis (restrictions de plus grande ampleur et retards dans la vaccination) et vouée à demeurer moins forte (moins de stimulus), on continuera également d'y miser sur la Qualité.

Achévé de rédiger le 21 février 2021

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Global Views

Covid, productivité et croissance de long terme : Aggravation de la stagnation séculaire ou ré-accélération ?

L'érosion graduelle des gains de productivité dans les économies avancées, depuis plusieurs décennies, est un phénomène largement documenté pour lequel de nombreuses explications ont été proposées. Sans que cela soit certain, il est possible que la crise du Covid ait une incidence sur cette tendance de long terme. Cependant, les effets pourraient être à double sens : si, à bien des égards, les conséquences durables de la crise actuelle pourraient venir aggraver la « stagnation séculaire » en pesant sur la productivité ou les autres composantes de la croissance potentielle, il existe aussi des canaux via lesquels elles pourraient jouer positivement.

Depuis les années 1970, les gains de productivité ont progressivement décéléré dans les économies développées (d'environ 2 % alors à moins de 1 % au cours de la décennie 2010), malgré des rebonds cycliques intermédiaires (notamment à la fin des années 1990).

De nombreuses causes ont été avancées pour expliquer ce ralentissement, certaines liées à l'**offre** (déshindustrialisation et sous-investissement, faible apport en productivité des technologies de l'information), d'autres à la **demande** (vieillesse, perte de confiance suite aux crises, surendettement, inégalités) d'autres encore à des **problèmes de mesure** (difficulté à comptabiliser l'apparition de plus en plus rapide de nouveaux produits et services).

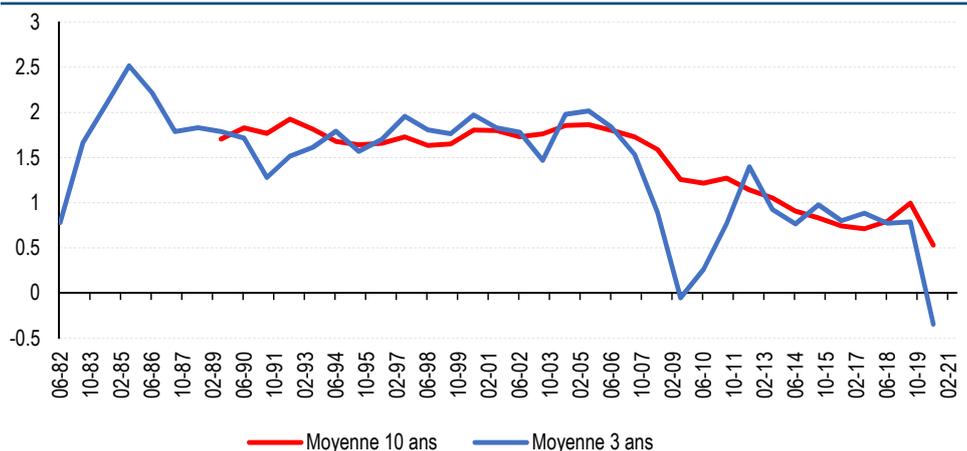
Rien ne dit, à ce stade, que la crise actuelle aura nécessairement un effet durable, positif ou négatif, sur la croissance de la productivité. Malgré

son caractère spectaculaire, propice à des extrapolations excessives, le choc de 2020-21 pourrait ne pas suffire à altérer des tendances reposant sur de nombreux facteurs ancrés dans le temps longs.

Cependant, incertain ne signifie pas impossible, et certains aspects de la crise du Covid semblent tout de même suffisamment importants pour que l'on s'interroge sur leurs éventuels effets de long terme. La crise pourrait en effet durablement altérer chacune des composantes d'une fonction de production classique : productivité générale des facteurs (PGF : productivité combinée du travail et du capital, et non pas du seul travail), stock du capital et quantité de travail. Certains de ces changements pourraient être négatifs, d'autres positifs.

Du point de vue de la PGF, certains effets négatifs pourraient affecter la croissance de long terme de la

1/ Pays de l'OCDE : gains ann. de productivité, % moyennes mobiles 3 et 10 ans



Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à fin janvier 2020

THÉMATIQUE

Le contexte de l'après-crise pourrait être peu propice aux réformes politiques « pro-offre »

Les perturbations du système éducatif durant la crise pourraient avoir des conséquences durables

productivité, d'autres simplement générer une perte « en niveau » (c'est-à-dire n'empêchant pas la productivité de continuer de croître à la même vitesse, mais à partir d'une base plus faible):

- **La possibilité que la crise entraîne des tensions sociales ou des changements politiques, qui réduiraient la volonté ou la capacité des gouvernements à mettre en œuvre des politiques « pro-offre ».** Ces politiques, consistant généralement à réduire la protection des acteurs déjà installés face à de nouveaux concurrents sur les marchés du travail, des biens et des services, sont en général considérées comme générant des incitations durablement favorables à la productivité.
- **La possible accélération du phénomène de démondialisation,** par lequel les entreprises seraient moins exposées à la concurrence internationale, et donc moins incitées à maintenir leur compétitivité et moins en situation de réaliser d'importantes économies d'échelle.
- **Le processus de « zombification »** lié au maintien prolongé du soutien public à des entreprises peu viables et compétitives, entraînant une allocation durablement suboptimale des ressources en capital et en travail, voire une détérioration des compétences. Notons toutefois qu'il faudrait qu'une telle situation perdure pendant plusieurs années pour avoir davantage que des effets cycliques et de niveau (frein à la reprise, après que ce même soutien public a permis d'atténuer le choc récessif). Maintenu pendant plusieurs années, le processus de « zombification » rejoindrait alors le thème de l'affaiblissement des politiques « pro-offre »).
- **La possibilité que les perturbations du système éducatif durant la crise aient une incidence négative sur les compétences professionnelles d'ici quelques années.** Notons cependant, qu'il s'agit là d'un autre facteur davantage susceptible d'affecter le niveau de la productivité que sa croissance de long terme (il est établi qu'une population est d'autant plus productive qu'elle est instruite, beaucoup moins qu'elle est

en mesure de faire progresser plus rapidement sa productivité à partir d'un niveau donné).

Du point de vue du stock de capital, deux facteurs au moins pourraient jouer négativement :

- Les **niveaux élevés d'endettement,** de possibles **tensions financières** et une **confiance durablement ébranlée** pourraient être préjudiciables à la prise de risque et à l'investissement, et donc au rythme de formation du nouveau capital productif. Une **montée des faillites** en sortie de crise générerait un choc négatif en niveau via une attrition prématurée du capital qui ne trouverait pas de repreneur.

Concernant la quantité de travail, au moins trois risques peuvent également être identifiés :

- Une **moindre immigration,** liée au fait que les professions employant une forte proportion d'immigrés ont été fortement touchées par la crise, ou encore (de façon plus durable) à la possibilité que les tensions sociales ou politiques consécutives à la crise aboutissent à des politiques anti-immigration.
- La crise pourrait aussi ajouter un choc en niveau du fait de la sortie définitive de la population active de certains travailleurs suite à une période d'activité prolongée.
- Des **conséquences négatives sur la natalité** pourraient être observées, avec une incidence de long terme sur la population active.

Enfin, en plus des facteurs d'offre constitutifs d'une fonction de production, il est possible que la croissance soit également durablement affectée par un affaiblissement structurel de la demande. Ceci pourrait provenir (comme la réduction de l'investissement), de comportements de prudence (préférence pour l'épargne) ou de l'endettement élevé. L'hausse des inégalités sociales (plus forte concentration des revenus et richesses auprès de populations à fort taux d'épargne) pourrait également y contribuer.

Cependant, d'autres conséquences de la crise pourraient, à l'inverse, jouer favorablement sur la croissance de long terme, notamment via la

THÉMATIQUE

Le télétravail pourrait avoir d'importantes implications de long terme sur le logement et les transports

hausse de la PGF. De tels facteurs pourraient inclure :

- L'occasion fournie par la crise de **réaliser des progrès techniques et de tester et développer de nouvelles formes d'organisation.** Le recours massif au télétravail, à l'éducation et au commerce en ligne, ainsi que les innovations médicales, en sont les illustrations les plus évidentes. En référence aux théories portant sur les cycles d'innovation, il est possible, par exemple, que la crise accélère la phase dite « de diffusion large » de technologies de l'information qui n'étaient jusqu'à présent qu'en phase dite « de découverte » et donc n'avaient pas encore généré tous leurs apports potentiels en termes de productivité.
- **Les implications étendues du télétravail** (bien au-delà du gain ou de la perte de productivité de l'employé passé au télétravail lui-même) sur les **entreprises** (baisse des coûts, accès à un pool plus large de compétences, nouvelles possibilités de délocalisations) et sur les **infrastructures territoriales** (transports et logement, entre autres).
- La possibilité que les importants **plans de relance publics soient efficacement ciblés sur l'innovation** (une ambition clairement affichée du plan européen NGEU).
- **Un possible effet de « sélection naturelle » par élimination des entreprises les plus fragiles** (présumées moins productives) lorsque les protections publiques seront retirées. Ce processus pourrait toutefois moins jouer que lors des crises passées, le Covid étant un facteur exogène touchant avant tout

les entreprises, même bien gérées en fonction de leur secteur d'activité.

La crise du Covid peut donc, en plus de générer des chocs ponctuels « en niveau » sur la TFP, le capital et la quantité de travail, être porteuse de forces très contradictoires pour la productivité et la croissance à long terme. Il est trop tôt pour quantifier chacun de ces effets et, encore plus, pour en déterminer le solde net, et ce d'autant plus que la crise du Covid n'est pas terminée (si elle devait se prolonger, ses conséquences négatives ponctuelles en seraient accrues, mais ses conséquences durables n'en deviendraient probablement qu'encre plus ambiguës).

On peut toutefois avancer que les politiques menées par les gouvernements dans l'immédiat après-crise joueront un rôle important pour départager ces forces contraires. Au vu des éléments présentés ci-dessus, les principaux défis, pour les autorités publiques, afin de maximiser les chances que la crise du COVID soit, in fine, une source de transformations positives, seront probablement : 1/de veiller à ce que la dynamique de réformes « pro-offre » ne s'éteigne pas ; 2/de maintenir durablement un soutien conséquent à la demande, mais sans cristalliser les rigidités ; 3/d'être très attentifs à ce que les plans de relance soient bien ciblés vers l'innovation productive (dans un contexte où les tentations seront probablement nombreuses, du point de vue politique, de les utiliser à d'autres fins).

Achevé de rédiger le 18 février 2021

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Ce mois-ci, nous maintenons les probabilités et le narratif de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs. Nous confirmons notre opinion constructive à moyen terme quant au « régime de rétablissement financier », avec davantage de prudence à court terme vis-à-vis des marchés financiers, compte tenu de l'actualité dépendante du virus et des préoccupations liées à l'inflation ..

SCÉNARIO BAISSIER
15 %**Stagnation à long terme****Analyse**

- La pandémie échappe à tout contrôle en raison d'une mutation génétique du virus et entraîne des chocs de croissance négatifs, prolongeant la durée de la crise
- Les erreurs politiques et le risque d'exécution des mesures budgétaires compromettent la reprise
- Interruption ou retrait des politiques monétaires accommodantes, en raison de contraintes internes (bulle d'actifs) ou externes (devises)
- Ralentissement économique prolongé, dû à l'incertitude et au manque de visibilité, affectant le moral des entreprises et des consommateurs
- Évolution de la crise économique en crise financière
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain
- Privilégier l'or, le franc suisse et le yen
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum

SCÉNARIO CENTRAL
75 %**Reprise multi-vitesses et pluri-annuelle****Analyse**

- Processus pluriannuel pour remettre l'économie mondiale sur les rails, en suivant une trajectoire de reprise chaotique
- Plusieurs phases de recul de la croissance dues aux flambées épidémiques et aux mesures de confinement jusqu'au T4 2021
- Campagnes de vaccination massives au S1 2021, mais inégales d'une région à l'autre
- Volonté politique forte pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées, mais la capacité à les déployer en temps opportun constitue un risque
- Les politiques monétaires accommodantes sont maintenues, afin d'accompagner la reprise, faire face aux risques déflationnistes et à l'augmentation de la dette publique
- Dynamique positive des bénéfices des entreprises et diminution des risques de solvabilité
- Le rapport entre commerce mondial et PIB mondial continue de baisser, mais les tensions géopolitiques s'atténuent après les élections américaines
- La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses (risque de tensions sociales accrues)

Répercussions sur les marchés

- Pentification contenue de la courbe des bons du Trésor américain
- Rotation progressive du crédit HY vers les actions
- Thématiques actions : secteurs cycliques et entreprises portées par leurs marchés intérieurs.
- Maintien de poches de revenus avec les obligations ME et le crédit IG
- Privilégier l'or du fait de l'incertitude généralisée, de la déflation et des craintes de récession

SCÉNARIO HAUSSIER
10 %**Reprise en forme de V****Analyse**

- Crise sanitaire résolue à la fin du premier semestre 2021, grâce à des campagnes de vaccination de masse et à des mesures de confinement efficaces
- Reprise durable portée par les vaccins
- Productivité accrue grâce aux nouveaux projets numériques et écologiques
- Normalisation plus rapide de l'activité économique
- L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- Croissance durable et besoin moindre de nouvelles mesures de soutien (budgétaire)

Répercussions sur les marchés

- La courbe des bons du Trésor américain se pentifie en raison de la hausse rapide de la croissance et des prévisions d'inflation
- Privilégier les actifs risqués exposés à l'évolution du cycle, mais pouvant saper les valeurs de croissance
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et l'or comme couvertures contre l'inflation

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Les grandes lignes restent inchangées, mais nous modifions les probabilités de certains risques compte tenu des évolutions récentes.

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

– Difficultés liées au déploiement du vaccin contre le Covid-19

- Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus des vaccins pourraient avoir un impact très négatif sur le sentiment des investisseurs et des entreprises, qui s'est nettement amélioré depuis novembre 2020
- Un ou plusieurs *variants* du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs d'une fin prochaine de la pandémie

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

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

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

- Le risque est faible à court terme, mais les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier avec le temps, à mesure que l'épidémie recule
- Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque l'inflation entrera dans l'équation

RISQUE FINANCIER
15 %

– Risque de solvabilité des entreprises

- À l'aube de la crise du Covid-19, l'endettement des entreprises avait atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise financière de 2008
- L'ampleur de la récession a exacerbé les risques de solvabilité, quels que soient l'action des banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements
- Désancrage des anticipations d'inflation conduisant à la dislocation du marché obligataire

– La faiblesse significative du dollar pourrait pousser la Fed à interrompre son programme d'achat d'actifs et avoir un impact négatif sur le marché des bons du Trésor américain, entraîner une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettre la reprise dans les pays émergents

– 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

RISQUE (GEO)POLITIQUE
10 %

– Guerre froide sino-américaine

- Au lendemain des élections américaines, le ton belliciste des démocrates maintient les incertitudes concernant les relations avec la Chine
- La radiation de la cote d'entreprises chinoises pourrait déclencher des mesures équivalentes en représailles
- Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan

– Instabilité dans et entre pays émergents en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques

– L'évolution de la pandémie demeure l'un des risques les plus importants pour la croissance des marchés émergents, car le déploiement des vaccins est lent.

– Le resserrement des conditions financières mondiales, principalement par le biais des rendements américains, pourrait remettre en question la fragilité externe des marchés émergents alors que la politique monétaire intérieure reste extrêmement accommodante

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est proche de l'objectif des banques centrales
- Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de celle-ci pourrait entraîner un deuxième « taper tantrum » semblable à celui d'avril 2013

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

RISQUE FINANCIER
15 %

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

RISQUE (GEO)POLITIQUE
10 %**– Post-Brexit**

- L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre pourrait s'avérer bien plus perturbatrice qu'anticipé
- La City pourrait perdre des parts de marché plus rapidement que prévu
- Frictions à la frontière de l'Irlande et des tensions au sein de l'Union (Élections en Écosse)
- Le RU en exploitant les divergences et en recherchant un comportement concurrentiel dans l'UE pourrait compromettre la cohésion de l'UE

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

METHODOLOGIE**– Scénarios**

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

– Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories: risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épices 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.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

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

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique dans la zone euro reste fortement affectée par les restrictions liées au Covid-19, comme le confirment les données prospectives et de haute fréquence. Les divergences tant au niveau national que sectoriel restent évidentes, l'Espagne s'en sortant mieux que l'Italie, l'Allemagne et la France grâce à des restrictions moins sévères. De même, le secteur manufacturier continue de surperformer celui des services. Le consensus s'infléchit progressivement à la baisse, tandis que les surprises économiques se stabilisent après les hausses consécutives aux publications du T4 meilleures qu'attendues
- Aux États-Unis, après une décélération au quatrième trimestre 2020, l'activité économique reprend progressivement, soutenue par les nouvelles mesures de relance budgétaire. La bonne santé de l'activité du secteur privé est mise en évidence tant par les données à haute fréquence que par les données prospectives, les producteurs manufacturiers et les prestataires de services faisant état d'une expansion de leur activité. Le consensus s'ajuste progressivement et les indices de surprise économique suivent la même tendance.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Après une bonne performance depuis le début de l'année, les actifs risqués intègrent des perspectives de croissance solides et un rebond des bénéfices..
- Les ratios cours/bénéfices en termes absolus des actions restent supérieurs à leur moyenne historique, même s'ils devaient se replier à mesure que les bénéfices se redressent.
- Les primes de risque sur les actions et les ratios cours/bénéfices ajustés en fonction des injections de liquidités des banques centrales sont moins favorables aux actions en termes de valeur relative, les taux d'intérêt s'étant relevés à des niveaux importants.

ALLOCATION
D'ACTIFS
DÉFENSIVE

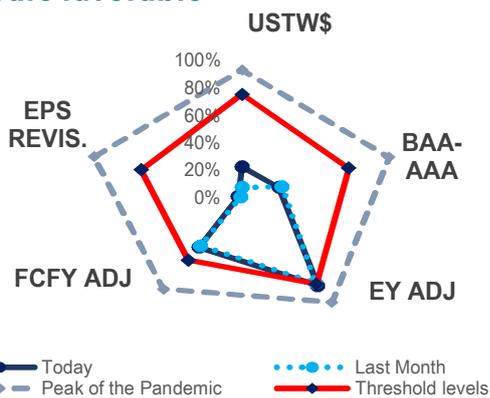
FACTEURS TECHNIQUES

- Le ton « risk on » qui a débuté avec le plan de relance prévu aux États-Unis, puis confirmé par l'Administration Biden, devrait se poursuivre en 2021.
- Les signes de surachat des marchés risqués, apparus il y a quelques semaines, se sont quelque peu dissipés, car les indicateurs RSI semblent désormais moins tendus et les marchés sont en phase de consolidation.

SENTIMENT

- Les conditions financières restent favorables malgré quelques timides signes de normalisation des banques centrales liés à la reprise économique et aux campagnes de vaccination.
- La tendance baissière du dollar et l'amélioration de la perception des conditions de crédit sont les principaux supports de notre indicateur CAST, qui signale une probabilité limitée de correction (probabilité CAST OFF < 10 %).
- Notre indicateur du risque basé sur les flux vient également étayer l'hypothèse selon laquelle l'appétit des investisseurs reste élevé sur l'ensemble des classes d'actifs (en particulier sur les segments des actions et des matières premières).

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



Source : Recherche Amundi, Données au 24 février 2021

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.

POINTS CLÉS

1 Economie américaine : évaluer l'impact du plan de relance sur la croissance et l'inflation

- La mise en place d'un nouveau plan de relance budgétaire ambitieux pourrait relever les perspectives de croissance au-dessus de 6 % aux États-Unis cette année, et entraîner une hausse de l'inflation moyenne, mais sans conséquence sur la dynamique, atténuée par la persistance d'une profonde atonie du marché de l'emploi.
- Alors que l'écart de production devrait se résorber d'ici fin 2021, la morosité du marché du travail est quant à elle absorbée plus lentement, ce qui devrait limiter les pressions inflationnistes intérieures sous-jacentes. Le dépassement du PCE sous-jacent devrait être seulement temporaire
- Une enveloppe de 1 900 milliards de dollars entraînerait une accentuation des risques pesant sur la croissance réelle et permettrait de relever de manière plus durable le PCE sous-jacent au niveau de l'objectif de la Fed.

2 Les rendements à long terme des bons du Trésor américain présentent encore un potentiel haussier

- La politique budgétaire pro-cyclique, prochainement complétée par de nouvelles mesures de relance, et la politique monétaire accommodante devraient soutenir le thème de la reflation, permettant aux taux réels (à long terme) et aux points-morts d'inflation de progresser.
- Les dernières projections du CBO publiées en septembre 2020 prévoient un déficit d'environ 8 % du PIB pour 2021. En y ajoutant les 900 milliards de dollars convenus et potentiellement les 1 000 milliards de dollars supplémentaires, le déficit pourrait atteindre 17 % du PIB en 2021.
- Les *spreads* 2-10 ans et 5-30 ans devraient encore s'accroître, sous l'effet de la courbe réelle et de l'augmentation des émissions de dette.
- L'objectif de taux déterminé par Amundi concernant les bons du Trésor américain à 10 ans pour 2021 se situe dans une fourchette de 1,5 % à 1,8 %.
- Les points-morts d'inflation à long terme présentent un potentiel de hausse plus important à moyen terme en raison de l'ampleur et de la rapidité de la reprise économique et du passage de la Fed à un objectif flexible d'inflation moyenne.
- Nous pensons que l'objectif à long terme sera plus élevé. Par conséquent, nous n'excluons pas la possibilité que la Fed mette en œuvre un contrôle de la courbe des taux.

3 Les actifs risqués devraient demeurer en bonne posture sur les 12 prochains mois

- Nous prévoyons des rendements à un chiffre sur la base de nos hypothèses en termes de cycle économique et de valorisations.
- La phase actuelle de reprise du cycle économique est favorable aux actifs risqués, bien qu'elle comporte des éléments extrêmes plus importants que par le passé en raison des incertitudes liées à la pandémie.
- Les valorisations sont plus élevées que lors des cycles de reprise précédents du fait du soutien continu des politiques monétaires menées par les banques centrales, ce qui laisse moins de marge à une revalorisation.
- Compte tenu des projections macro-financières (Advanced Investment Phazer) et des évaluations top-down (modèles de juste valeur), nous prévoyons une progression à un chiffre pour la plupart des actifs risqués

POINTS CLÉS

4 Super Mario aux commandes pour relancer la croissance économique italienne

- La nomination de Mario Draghi et les technocrates affectés aux rôles stratégiques (ministère de l'économie numérique, de l'infrastructure, de l'environnement...) ont été bien accueillis par le marché. Cela sécurisera le processus de mise en œuvre du plan de relance Next Generation EU.
- Le spread BTP-Bund est au plus bas, ce qui renouvelle l'appétit des investisseurs pour les actions.
- Principaux défis : avoir un gouvernement de rassemblement et maintenir la cohésion dans un gouvernement aux multiples facettes..
- L'Italie présidera le prochain G20. Mario Draghi jouera un rôle clef pendant ce sommet. Le retour du multilatéralisme, l'environnement et les inégalités seront les principales priorités à l'ordre du jour.

Point sur le Covid-19 : mutations du virus et efficacité des vaccins

Pierre BLANCHET, *Responsable Investment Intelligence*

L'épidémie continue de se propager à travers le monde et compte au moins trois variants actifs, plus de 110 millions de cas confirmés et 2,5 millions de décès, selon l'OMS. Le continent américain a dépassé l'Europe en nombre de cas, le nombre de décès ayant franchi la barre des 500 000 aux États-Unis. Cependant, la tendance est en train de s'inverser depuis plusieurs semaines, ce qui donne un peu d'espoir à l'administration Biden, malgré les risques d'une nouvelle vague.

En effet, le déploiement de la campagne de vaccination se poursuit. Israël est en tête de peloton, plus de la moitié de sa population ayant reçu au moins une première dose de vaccin, suivi par le Royaume-Uni (25 % d'après le site OWD¹). La campagne de vaccination ne progresse pas à la même vitesse selon les pays, et l'Europe continue de pâtir de retards de production et de problèmes logistiques.

Plus de 15 vaccins sont d'ores et déjà disponibles, et Johnson & Johnson devrait bientôt obtenir l'approbation de la FDA aux États-Unis pour son vaccin réfrigéré à dose unique (logistique simple), avec des capacités de production de plus de 1 milliard de doses pour l'année. Des études montrent que les vaccins Pfizer et Moderna sont moins efficaces contre les nouveaux variants du coronavirus, mais qu'ils confèrent un certain niveau de protection immunitaire.

Pour illustrer la géopolitique de la vaccination, nous avons défini un échantillon de pays ayant réservé suffisamment de doses pour vacciner plus de la moitié de leur population (de plus de 15 ans). Les pays développés dépendent entièrement des fournisseurs nord-américains et européens. Quant aux pays émergents, plus de la moitié des doses livrées proviennent également d'Amérique du Nord et d'Europe, suivies de la Chine (32 %) et de la Russie (14 %). Au niveau mondial, les entreprises nord-américaines et européennes répondent à 88 % de la demande provenant de cet échantillon, tandis que la Chine et la Russie représentent ensemble moins de 12 %².

¹ Oxford's Our World in Data

² Source : Duke Global Health Innovation Center, données au 15 février 2021

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		Le succès de la campagne de vaccination, les anticipations liées aux mesures de relance et la capacité des entreprises à répercuter la hausse des prix des intrants sur les consommateurs sont de bon augure pour un redressement des bénéficiaires cette année, une éventualité qui semble également être indiquée par la saison de publication des résultats qui bat actuellement son plein. Tout cela contribue à soutenir la rotation en faveur des actions sous-évaluées et cycliques. Toutefois, les valorisations excessives dans certains segments, la possibilité d'une hausse des impôts et l'apparition de nouveaux variants du virus sont des facteurs clés à prendre en compte. Dans l'ensemble, les investisseurs devraient rester sélectifs
	Europe	=		Nous continuons de penser qu'il devrait s'agir d'une année caractérisée par une reprise, mais la nécessité de rester sélectif est d'autant plus importante que les marchés intègrent pleinement un rebond, malgré les progrès restants à faire sur le front de la vaccination. Par conséquent, tout en se positionnant pour une reprise, les investisseurs devraient également être exposés aux valeurs défensives de qualité et se concentrer sur l'analyse fondamentale. Les actions sous-évaluées et cycliques continuent d'offrir des opportunités, ainsi que les petites capitalisations étroitement liées à la reprise.
	Japon	+		Nous restons positifs à l'égard du Japon compte tenu de l'amélioration de la situation économique mondiale, mais également en raison du biais du marché en faveur des secteurs cycliques et industriels. L'importance accrue accordée aux actionnaires nationaux et la rentabilité croissante des capitaux propres n'ont pas encore été intégrées par le marché.
	Marchés émergents	++		Malgré certaines inquiétudes liées à l'épidémie de Covid-19, les marchés émergents offrent des opportunités ascendantes attrayantes (en particulier en Asie émergente), car les perspectives de croissance de la région restent intactes. Cependant, l'évolution des relations sino-américaines constitue un facteur important. Nous restons actifs dans l'univers hétérogène des marchés émergents, en nous concentrant sur la sélection de titres et les valorisations, mais aussi en recherchant des catalyseurs de rendements du dividende durables et des entreprises solides. Sur le plan géographique, nous privilégions l'Inde, la Russie et la Grèce.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	-/=	▼	Nous sommes désormais prudents vis-à-vis des bons du Trésor américain parmi les obligations mondiales, en raison des discussions sur les mesures de relance budgétaire de grande ampleur et des anticipations de hausse de l'inflation, même si nous pensons que la Fed ne cautionnera pas une hausse excessive des rendements. Par conséquent, un positionnement actif nous paraît nécessaire. Nous sommes encore plus optimistes sur les TIPS désormais. Du point de vue des États-Unis, nous pensons que la pentification de la courbe va se poursuivre dans un contexte de redressement de l'économie.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous restons neutres/positifs à l'égard des titres IG, mais privilégions des opportunités spécifiques par rapport à une exposition totale au marché, ce qui indique notre préférence pour un style actif et sélectif. Dans le segment du crédit titrisé, le marché des crédits hypothécaires reste très dynamique en raison de la demande, mais également de la solidité des revenus et de l'épargne des ménages.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le haut rendement continue d'offrir un portage attractif dans un environnement axé sur les rendements. Toutefois, ce revenu excédentaire doit être protégé par le biais d'un processus robuste de sélection des titres et des secteurs. Le nombre de défauts au sein du segment HY américain devrait enfin baisser par rapport aux plus hauts affichés au deuxième trimestre, mais devrait rester supérieur aux moyennes historiques à long terme.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents à l'égard des obligations des États « core » de la zone euro et optimistes vis-à-vis de celles des États périphériques, car ces dernières offrent toujours un rendement modeste, mais positif. Concernant la dette des États périphériques, nous restons modérément positifs à l'égard de l'Italie étant donné que « l'effet Draghi » devrait stabiliser la situation politique, bien que la compression des spreads ait été très prononcée et que leur attractivité ait diminué par rapport au mois précédent

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Dans un contexte marqué par les mesures prises par la BCE pour venir en aide aux marchés, les taux devraient rester bas plus longtemps, ce qui justifie une recherche continue de portage sur le segment IG en EUR, notamment dans la catégorie BBB. Toutefois, les investisseurs peuvent tirer parti de légers ajustements en privilégiant les instruments à court terme et ceux soutenus par la BCE.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous cherchons à trouver un équilibre entre les titres à haut rendement et ceux de qualité supérieure grâce à un processus axé sur la recherche, car nous pensons que les marchés distingueront davantage le crédit de faible qualité à celui de qualité supérieure à l'avenir. Par conséquent, une approche sélective est importante.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La dette en devise forte des marchés émergents continue d'offrir des rendements attractifs, mais nous pensons qu'il existe un meilleur profil risque/rendement sur le marché HY, et, même si les spreads se resserrent, il reste une marge de compression. Le segment HY est mieux placé pour amortir l'effet de creusement des rendements des bons du Trésor américain, mais une approche sélective est importante.
	Émergents Dette en devise locale	=/+	▼	Tout en restant globalement positifs à l'égard de la devise locale, nous reconnaissons l'appréciation de l'USD ainsi que la hausse des taux, et nous sommes légèrement plus sélectifs. Nous estimons avoir atteint une fin de cycle de baisse des taux sur les marchés émergents et certaines banques centrales devraient durcir leur ton. Concernant les taux locaux, nous restons sélectifs en raison des pressions inflationnistes.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques et les métaux de base devraient progresser compte tenu de la dynamique économique positive, et ce, malgré certaines vulnérabilités liées à la pandémie. Le pétrole devrait en effet se maintenir proche de ses niveaux actuels au cours des prochains mois, mais pourrait sortir, à court terme, de cette fourchette à la hausse. Parmi les métaux précieux, l'or devrait continuer à bénéficier du ton accommodant des banques centrales, même s'il existe quelques inquiétudes quant à la normalisation de la politique monétaire et à la hausse des taux réels.
	Devises			Différentes forces sont à l'œuvre sur le marché des changes. Même si les forces réflationnistes laissent entrevoir une certaine marge de manœuvre quant à la baisse de l'USD, l'exceptionnalisme du billet vert semble déjà revenir sur le devant de la scène. Nous sommes positifs à l'égard du CAD (par rapport à l'USD et au CHF) et de la NOK (contre l'EUR), en raison des anticipations d'un rebond de l'économie mondiale et des avantages liés aux taux d'intérêt. Les devises à faible rendement, comme le CHF, pourraient être les plus pénalisées dans l'environnement actuel, tandis que le succès de la campagne de vaccination au Royaume-Uni constitue un facteur positif pour la livre sterling. Par conséquent, nous sommes optimistes à l'égard de la parité GBP/CHF.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au mercredi 20 février 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 16/06/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,6/-3,4	5,2/5,9	3,5/4,3	2,6	2,8	2,9
Pays développés	-5,3/-5,3	4,3/4,9	2,7/3,3	0,7	1,5	1,8
États-Unis	-3,6/-3,6	5,7/6,3	2,7/3,3	1,3	2,4	2,4
Japon	-5,2/-4,6	3,5/4,1	0,9/1,5	0,0	0,1	0,2
Royaume-Uni	-9,9/-9,9	3,4/4,0	3,4/4,0	0,9	1,8	1,8
Zone euro	-6,8/-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	0,9	1,5
Allemagne	-5,0/-5,0	2,5/3,1	2,8/3,4	0,5	1,3	1,7
France	-8,3/-8,3	4,0/4,6	3,1/3,7	0,5	1,2	1,6
Italie	-8,9/-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	0,8	1,6
Espagne	-11,0/-11,0	3,8/4,4	4,2/4,8	-0,3	1,0	1,2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** le rétablissement de l'économie américaine reposera sur le soutien combiné des leviers monétaires et budgétaires, avec notamment une enveloppe budgétaire supplémentaire de 1 000 à 1 200 milliards de dollars attendue en début 2021. Par conséquent, nous révisons à la hausse nos prévisions de croissance et d'inflation. Cette actualisation ne remet pas en cause notre hypothèse d'une politique monétaire toujours accommodante, d'autant que nous nous attendons à ce que le ralentissement du marché du travail ne se résorbe que progressivement, dans un contexte où l'inflation ne change pas de régime et ne surpasse son objectif que de manière temporaire.
- Zone euro :** après une récession technique au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021, nous anticipons une accélération de la croissance de la zone euro à partir du second semestre, grâce aux progrès des campagnes de vaccination et au déploiement du fonds de relance NGEU. Au cours du premier semestre, cependant, les performances économiques restent tributaires des restrictions de l'activité liées au risque de propagation du virus. L'inflation suivra une trajectoire ascendante, avec une grande volatilité liée à des facteurs transitoires et aux effets de base tout en restant en deçà de l'objectif. Les politiques budgétaires et monétaires continueront d'appuyer la reprise.
- Japon :** la reprise économique s'est poursuivie au quatrième trimestre et en dépit de la flambée épidémique hivernale, tous les secteurs ont réussi à progresser par rapport au trimestre précédent. Les exportations se sont avérées exceptionnellement fortes et leur croissance s'est encore renforcée. Compte tenu de ces chiffres meilleurs qu'attendu pour le quatrième trimestre, nous avons revu à la hausse nos prévisions pour le premier trimestre 2021 à légèrement positives, car la résistance de la demande extérieure devrait compenser la faiblesse de la consommation privée. Nous nous attendons à ce que l'inflation repasse en territoire positif grâce au raffermissement de la demande, mais la moyenne annuelle restera faible et proche de zéro.
- Royaume-Uni :** compte tenu de la prolongation des restrictions sur la mobilité et l'activité qui s'étendent aux premiers mois de l'année, nous anticipons une contraction de l'économie britannique au premier trimestre. Le déploiement rapide de la campagne de vaccination contribuera à relever le moral et à nourrir les espoirs de redémarrage, mais nous n'envisageons pas d'accélération importante de la dynamique économique avant le second semestre. L'inflation devrait être soutenue à la hausse, avec des dépassements temporaires, sans toutefois compromettre l'orientation favorable de la politique monétaire, qui de pair avec la politique budgétaire devrait appuyer la reprise de manière résolue, tandis que l'impact économique du Brexit reste à déterminer.

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

	26-02 2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,15
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon	-0,10	-0,1	-0,05	-0,1	-0,07
RU	0,10	0,1	0,10	0,1	0,10

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	17 mars
BCE Conseil des gouverneurs	11 mars
Banque du Japon MPM	19 mars
Banque d'Angleterre MPC	18 mars

Source : Recherche Amundi

- Fed :** Le dernier FOMC n'a donné lieu à aucun changement au niveau de la politique monétaire, mais le ton de la réunion était globalement dovish, confirmant l'orientation accommodante actuelle. La Fed devrait soutenir l'économie jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée, avec un net rebond de l'inflation attendu au deuxième trimestre comme facteur transitoire. Pour l'instant, la politique monétaire reste principalement axée sur la reprise du marché de l'emploi, plutôt que sur ses effets ultérieurs sur les prix des actifs. Jerome Powell a écarté l'idée d'un tapering précoce, déclarant qu'il faudrait un certain temps avant que les conditions propices à une telle réduction ne soient réunies.
- BCE :** Lors de sa réunion de janvier, la BCE n'a pas procédé à un changement de sa politique, mais le ton est resté accommodant, car les risques à court terme vis-à-vis du scénario de base restent orientés à la baisse. La banque dispose selon nous d'une marge limitée pour abaisser davantage les taux, alors même que l'ampleur de l'assouplissement quantitatif (QE) implique une présence sur le marché et une flexibilité suffisantes pour atteindre l'objectif de maintien de conditions financières favorables. La symétrie dans la flexibilité de la gestion du QE perdure, et la puissance de feu du dispositif de la BCE semble plus qu'adéquate pour couvrir les émissions nettes attendues en 2021.
- BoJ :** La banque centrale devrait annoncer la révision de sa politique monétaire lors de sa réunion de mars. Les marchés, y compris le nôtre, suivent de près les changements possibles dans deux domaines : 1) l'orientation de la courbe des taux, en particulier pour les titres à 10 ans et/ou à plus long terme, le gouverneur Kuroda ayant récemment confirmé qu'une baisse des rendements sur les échéances très longues n'était pas souhaitable ; et 2) les achats d'ETF, car nous avons noté que la Banque du Japon a commencé à les réduire depuis mai 2020, puis à un rythme beaucoup plus lent au cours des trois derniers mois (près de 200 milliards JPY par mois contre des prévisions de 6 000 milliards JPY par an, soit 500 milliards JPY par mois).
- BoE :** Comme anticipé, la Banque d'Angleterre a maintenu sa politique inchangée lors de sa dernière réunion. Les révisions à la baisse des prévisions de PIB pour 2021 ont été compensées par des anticipations de rebond plus marqué à partir de 2022. Même si le Comité de politique monétaire insiste sur la nécessité de se préparer à des taux négatifs, afin de leur laisser le champ libre, ceci ne semble pas envisageable à court terme. Du fait de prévisions de rebond de la croissance économique plus élevées que celles du consensus, et de la réticence à l'égard des taux négatifs pour le moment, la banque centrale reste concentrée sur son dispositif de QE.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 21/02/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,6/-3,4	5,2/5,9	3,5/4,3	2,6	2,8	2,9
Pays émergents	-2,4/-2,1	5,8/6,6	4,1/5,1	3,9	3,6	3,7
Brésil	-4,4/-4,2	3,0/4,0	1,1/3,1	3,2	5,5	3,8
Mexique	-8,3	4,1/5,1	1,5/3,5	3,4	3,3	3,3
Russie	-3,1	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	4,2	3,8
Inde	-7,6/-6,6	8,4/9,6	4,3/5,7	6,6	5,3	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,3	3,3
Chine	2,3	8,3/8,9	5,5/6,1	2,5	1,4	1,8
Afrique de Sud	-7,8/-6,8	2,6/3,6	1,6/2,6	3,0	3,7	4,3
Turquie	0,5/1,5	2,4/3,4	3,7/4,7	12,3	13,9	11,0

Source : Recherche Amundi

- Chine :** les dernières statistiques à haute fréquence suggèrent que l'économie chinoise a mieux résisté que prévu à l'épidémie hivernale. Malgré une forte diminution des voyages entre provinces, la mobilité et la consommation locales ont été peu touchées. Les ventes au détail et les ventes dans le secteur de la restauration pendant la « Golden Week » (du 11 au 17 février) ont augmenté de 28,7 % par rapport à l'année dernière et de 4,9 % par rapport à 2019. Ces « vacances locales » pourraient donner un coup de fouet à la production industrielle, le retour au travail étant plus facile qu'après les vacances précédentes. Avec la reprise en cours, nous nous attendons à ce que l'inflation renoue avec une trajectoire haussière au premier semestre.
- Inde :** le 1^{er} février, le gouvernement indien a annoncé un budget étonnamment favorable à la croissance pour l'exercice 2022 (qui se termine en mars 2022). En effet celui-ci intègre une hausse de son objectif de déficit budgétaire pour l'exercice en cours et le prochain exercice et assouplit la trajectoire de retour à la rigueur budgétaire. Les hypothèses qui sous-tendent la loi budgétaire semblent raisonnables, comme l'anticipation de croissance du PIB nominal d'environ 14,5 % en variation annuelle. Les dépenses budgétaires devraient privilégier une hausse des investissements, ce qui témoigne de la volonté du gouvernement de promouvoir une croissance plus durable. La dette devrait se résorber grâce aux niveaux de croissance élevés.
- Brésil :** la croissance s'est sensiblement ralentie et l'activité devrait se contracter au premier trimestre en raison principalement des difficultés liées au Covid et au resserrement budgétaire. Les décideurs politiques ont pris note du ralentissement et travaillent actuellement sur une petite extension de l'aide d'urgence - plafonnée en volume et en durée et venant en contrepartie d'une mini réforme budgétaire. Ceci permettra à l'économie de bénéficier d'un soutien contracyclique bien nécessaire, de réancrer la politique budgétaire et même d'alléger la pression que subit la BCB.
- Russie :** à -3,1 % en variation annuelle la croissance du PIB en 2020 s'est avérée meilleure que prévu. La banque centrale russe table sur une croissance du PIB de 3 à 4 % en 2021 et de 2,5 à 3,5 % en 2022. L'inflation connaît actuellement une tendance haussière provisoire en raison des répercussions de la dépréciation du rouble ainsi que des goulets d'étranglement découlant du Covid et de l'augmentation des prix des denrées alimentaires. La banque centrale russe anticipe un pic de l'inflation en février-mars 2021 qui sera suivi d'un début de repli, l'inflation moyenne attendue en 2021 se situant entre 3,7 % et 4,2 %. Après cela, l'inflation devrait rester autour de sa fourchette cible de 4 %. Les pressions à la hausse sur l'inflation, combinées aux conditions monétaires accommodantes, nous amènent à penser que les taux resteront inchangés en 2021.

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

	24-02 2021	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4	4	3,85	4	3,8
Brésil	2,00	3,25	2,60	4,25	3,55
Russie	4,25	4,25	4,2	4,25	4,25

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	22 mars
RBI (Inde)	7 avril
BCB (Brésil)	17 mars
CBR (Russie)	19 mars

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** l'assèchement inattendu des liquidités à l'approche du Nouvel An chinois montre que la PBoC est en train de normaliser sa politique avec un biais au resserrement. À la suite de cet incident, nous pensons toujours que les taux interbancaires s'ancreront la plupart du temps autour du taux de prise en pension à 7 jours (repo) de 2,2 % de la PBoC et du taux à un an de 2,95 % de la facilité de paiement à moyen terme (MLF). En revanche, des écarts à court terme sont probables. Le taux de référence des prêts bancaires (LPR) à un an sera laissé inchangé à 3,85 % pour éviter tout durcissement excessif. Les risques de hausse des taux cette année restent faibles, car les mesures d'assouplissement des politiques commencent à être abandonnées sur tous les fronts.
- RBI (Inde) :** le 5 février, le comité de politique monétaire de la RBI a voté à l'unanimité le maintien inchangé du taux des prises en pension à 4 %. Cette décision était largement attendue par les intervenants du marché, malgré la forte baisse de l'inflation globale en décembre, qui est passée de 6,9 % à 4,6 % en variation annuelle, pour finalement se situer dans la fourchette cible. Nous nous attendons à ce que l'inflation s'inscrive en hausse à partir de mars (sans dépasser l'objectif comme en 2020) et donc que la RBI maintienne le statu quo durant le reste de l'année. La normalisation devrait, dans un premier temps, porter sur les injections de liquidités dans le système plutôt que sur les taux directeurs afin de contrebalancer les poussées inflationnistes du budget.
- BCB (Brésil) :** la BCB a déjà cédé et supprimé ses orientations prospectives en janvier et mène désormais le peloton des politiques monétaires hors des positionnements ultra-accommodants. La BCB est prête à augmenter ses taux assez prochainement pour maintenir l'inflation (et les anticipations) en ligne avec sa cible. Le passage à vide du premier trimestre suggère qu'une hausse n'est pas imminente (mars), mais l'extension des aides d'urgence est un facteur important dans la fonction de réaction de la banque centrale (surtout si elle n'est pas de nature délétère). L'un dans l'autre, nous estimons toujours que la BCB haussera ses taux bien moins que ce qu'anticipent les marchés.
- CBR (Russie) :** le 12 février, conformément aux anticipations, la CBR a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 %. La CBR a indiqué que l'accélération de l'inflation en décembre et janvier était due à différents facteurs et notamment à la reprise plus rapide que prévu de la demande, aux goulets d'étranglement liés au covid du côté de l'offre et des répercussions continues de la dépréciation du rouble. Par conséquent, selon la CBR, les risques de recul de l'inflation ne dominant plus et les prévisions d'inflation pour 2021 ont été revues à la hausse. En outre, les conditions monétaires restent accommodantes. Compte tenu de tous ces éléments, nous tablons sur un maintien inchangé des taux jusqu'en 2021 (fin de l'écart de production) et sur un début de cycle haussier après cette date, avec une hausse de 75 à 100 points de base en 2022, ce qui ramènerait le taux directeur dans une fourchette neutre de 5 à 6 %.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(16 février 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
États-Unis	-3,6/-3,6	5,7/6,3	2,7/3,3	1,3	2,4	2,4
Japon	-5,2/-4,6	3,5/4,1	0,9/1,5	0,0	0,1	0,2
Zone euro	-6,8/-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	0,9	1,5
Allemagne	-5,0/-5,0	2,5/3,1	2,8/3,4	0,5	1,3	1,7
France	-8,3/-8,3	4,0/4,6	3,1/3,7	0,5	1,2	1,6
Italie	-8,9/-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	0,8	1,6
Espagne	-11,0/-11,0	3,8/4,4	4,2/4,8	-0,3	1,0	1,2
Royaume-Uni	-9,9/-9,9	3,4/4,0	3,4/4,0	0,9	1,8	1,8
Brésil	-4,4/-4,2	3,0/4,0	1,1/3,1	3,2	5,5	3,8
Mexique	-8,3	4,1/5,1	1,5/3,5	3,4	3,3	3,3
Russie	-3,1	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	4,2	3,8
Inde	-7,6/-6,6	8,4/9,6	4,3/5,7	6,6	5,3	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,3	3,3
Chine	2,3	8,3/8,9	5,5/6,1	2,5	1,4	1,8
Afrique du Sud	-7,8/-6,8	2,6/3,6	1,6/2,6	3,0	3,7	4,3
Turquie	0,5/1,5	2,4/3,4	3,7/4,7	12,3	13,9	11,0
Pays développés	-5,3/-5,3	4,3/4,9	2,7/3,3	0,7	1,5	1,8
Pays émergents	-2,4/-2,1	5,8/6,6	4,1/5,1	3,9	3,6	3,7
Monde	-3,6/-3,4	5,2/5,9	3,5/4,3	2,6	2,8	2,9

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	26/02 2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,15
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon	-0,10	-0,1	-0,05	-0,1	-0,07
Royaume-Uni	0,10	0,1	0,10	0,1	0,10

Pays émergents

	24/02 2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4	4	3,85	4	3,8
Brésil	2,00	3,25	2,60	4,25	3,55
Russie	4,25	4,25	4,2	4,25	4,25

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	26/02 2021	Amundi T2 2021	Forward T2 2021	Amundi T4 2021	Forward T4 2021
États-Unis	0,15	0,15/0,25	0,24	0,20/0,35	0,39
Allemagne	-0,65	-0,70/-0,50	-0,66	-0,70/-0,50	-0,66
Japon	-0,12	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,11
Royaume-Uni	0,13	0/0,25	0,18	0/0,25	0,27

Taux 10 ans

	26/02 2021	Amundi T2 2021	Forward T2 2021	Amundi T4 2021	Forward T4 2021
États-Unis	1,48	1,4/1,7	1,55	1,5/1,8	1,66
Allemagne	-0,25	-0,50/-0,30	-0,23	-0,40/-0,20	-0,20
Japon	0,16	0/0,20	0,18	0/0,20	0,21
Royaume-Uni	0,81	0,7/0,9	0,86	0,9/1,1	0,93

Prévisions de change

	22/02/2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
EUR/USD	1,22	1,23	1,23	1,18	1,24
USD/JPY	105	106	104	109	104
EUR/GBP	0,86	0,87	0,88	0,88	0,89
EUR/CHF	1,09	1,11	1,09	1,09	1,10
EUR/NOK	10,32	9,83	10,22	10,25	10,03
	22/02/2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
EUR/SEK	10,05	9,97	10,00	10,00	9,86
USD/CAD	1,26	1,24	1,27	1,25	1,25
AUD/USD	0,79	0,80	0,77	0,76	0,78
NZD/USD	0,73	0,72	0,72	0,70	0,73
USD/CNY	6,46	6,39	6,45	6,50	6,38

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

MARKET OUTLOOK


Perspectives d'investissement 2021 Des rotations de marché dans un contexte de reprise inégale (23-11-2020)

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe - MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe avec la contribution des équipes de recherche, les pôles d'investissement - équipes dirigeantes et l'équipe Investment Insights

INVESTMENT TALKS


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

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

Biden et les démocrates aux commandes malgré les manifestations pro-Trump (08-01-2021)

TODD Christine, Directrice de la Gestion taux US - UPADHYAYA Paresh, Directeur de la stratégie devises, gérant US

Répit temporaire pour les actifs britanniques sur fond d'accord ténu et de dernière minute sur le Brexit (06-01-2021)

ELMGREEN Kasper, Responsable Actions - GERMANO Matteo, Responsable de la Gestion Diversifiée - PERRIER Tristan, Analyste Global Viewst

INSIGHTS PAPERS


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

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

Emerging markets investment opportunities for 2021 (08-02-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of EM Macro and Strategy Research - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - D'ROSARIO Colm, Co-Head of EM Corporate and HY - VYDRINE Maxim, Co-Head of EM Corporate and HY - LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity - LAW Esther, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - AKSOY Hakan, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt

European insurers: the case for going global in the credit allocation (13-01-2021)

DAUPHINE Gilles, Head of Euro Fixed Income - MUNERA Romain, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance

WORKING PAPERS


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

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

The market measure of carbon risk and its impact on the minimum variance portfolio (26-01-2021)

RONCALLI Théo, Master BIBS - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - Quantitative Research

Responsible Investing and Stock Allocation (13-01-2021)

Marie BRIÈRE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

THE DAY AFTER


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

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

The day after #12
Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

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, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit