

Research

#05
Mai
2021

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Une frontière bien mince entre confiance et euphorie

LE THÈME DU MOIS

**Poursuite, au-delà du potentiel,
de la reprise en 2021**

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#05 - Mai 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Une frontière bien mince entre confiance et euphorie

p. 3

Les progrès de la reprise économique seront probablement le principal moteur du marché à l'avenir, ce qui creusera les divergences, la croissance américaine tirant celles des pays développés. Nous pensons qu'il convient de jouer la rotation des actifs risqués en privilégiant les valeurs cycliques et sous-évaluées tout en évitant les segments trop exubérants. Dans certaines régions comme l'Europe, le redémarrage économique entraînera une accélération plus marquée qui n'a pas encore été intégrée dans les prix, mais la sélection reste essentielle. Côté obligations, la valeur relative est reine. Il convient de faire preuve de prudence en termes de duration et de surpondérer le crédit. De manière générale, le climat d'investissement reste favorable, toutefois le consensus autour des perspectives de reprise pourrait lui-même constituer un risque.

Macro

Perspectives de défaut du HY asiatique: rester sélectif

p. 5

Bien que le pic des défauts du HY asiatique soit attendu plus bas que lors des crises précédentes, la sélectivité et la recherche restent de mise.

Gestion diversifiée

Jouer les « rotations » pour profiter de la prochaine vague de reprises

p. 7

Opportunités de rotation de l'exposition actions vers l'Europe pour tirer profit de la dynamique de reflation et, côté crédit, en faveur d'une exposition au high yield.

Marchés obligataires

Divergences, malgré l'amélioration des fondamentaux

p. 9

Avec l'accélération de la reprise économique, le pic des défauts est probablement derrière nous, pour autant que les banques centrales restent accommodantes.

Actions

Les bénéfiques, moteur de la performance des actions

p. 11

La croissance des bénéfiques devrait rester vigoureuse au cours des deux prochaines années et devrait tirer la performance des actions à mesure que les marchés se recentrent sur les fondamentaux.

Thématique Global views

Fin de la « Grande Modération » et retour de la volatilité

p. 13

Depuis le milieu des années 1980, la volatilité macroéconomique a décliné pour tomber à son plus bas niveau depuis la fin de la guerre. La crise du Covid-19 a provoqué l'un des plus grands chocs économiques de l'histoire moderne et pourrait marquer la fin de la « Grande Modération », avec une hausse de la volatilité économique et le passage à un régime d'inflation plus élevé. Ces facteurs sont susceptibles d'entraîner une plus grande volatilité des marchés financiers qu'au cours des deux décennies précédentes.

Le thème du mois

Poursuite, au-delà du potentiel, de la reprise en 2021

p. 18

Le scénario « Boucle d'or » (ni trop chaud, ni trop froid) permet encore de prendre un risque modéré en matière de positionnement. À plus long terme, la croissance reviendra probablement à son potentiel dans un contexte d'inflation normalisée (du moins aux États-Unis).

Cet environnement permet de maintenir une approche constructive des actifs risqués, alors qu'en termes relatifs, le crédit ne pourrait être mis à mal que plus tard si l'inflation se stabilise au-dessus de 3%. Ce n'est pas notre scénario central, mais une couverture via des obligations indexées sur l'inflation pourrait s'avérer utile.

Thématique

Analyse approfondie des mesures de relance et du soutien de la BCE aux marchés obligataires de la zone euro

p. 24

La BCE a augmenté ses achats au titre du PEPP en mars et a injecté davantage de liquidités qu'anticipé grâce au succès de son dispositif de TLTRO. Nous nous intéressons, dans cette analyse, aux chiffres récemment publiés du QE, à l'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés obligataires de la zone euro et aux tendances prévisionnelles du PEPP. La BCE va continuer à jouer un rôle de premier plan en soutenant la dette souveraine et celle des entreprises.

Thématique

Géopolitique du vaccin

p. 29

Dix-huit mois après l'apparition des premiers cas de Covid-19 en Chine, l'épidémie n'est toujours pas contrôlée au niveau mondial et reste la principale source d'incertitude économique en dehors de l'Asie du Nord. Tant qu'il n'y a pas de traitement, l'accès à des vaccins efficaces est le principal moyen permettant de retrouver une vie « normale ». Les pays capables de produire des vaccins à grande échelle ne sont qu'une poignée. Or nous savons déjà qu'il faudra des années pour parvenir à l'immunité de groupe. Les vaccins ont par conséquent acquis un certain pouvoir géopolitique, qui exacerbe ou redéfinit l'influence des États-Unis, de l'Europe, de la Chine et de la Russie.

Scénarios de marché et risques

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

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 39
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 41
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 43
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 45
> Publications récentes	p. 46

CIO VIEWS



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Une frontière bien mince entre confiance et euphorie

Le mois d'avril a débuté sur une note positive pour les marchés financiers, après un premier trimestre exceptionnel marqué par les fortunes divergentes des actions et des obligations mondiales. **À l'avenir, les progrès de la reprise seront probablement le principal moteur du marché, ce qui creusera les divergences.** L'an dernier, le thème du « premier entré, premier sorti » a profité à la Chine, qui se trouve à présent clairement sur la voie de la croissance et continuera de jouer le rôle de moteur de la croissance mondiale à moyen terme. Dans les trimestres à venir, il faudra veiller à éviter les bulles spéculatives. L'objectif est d'assurer une croissance stable des prêts, en ciblant certains secteurs donnés, tels que les technologies innovantes et l'industrie manufacturière, afin de continuer à accompagner la reprise économique en évitant toute surchauffe.

Tandis que les marchés digèrent la prochaine phase de la stratégie de croissance de la Chine, **le relais de la reprise a été transmis aux États-Unis, où la croissance du PIB semble en passe d'atteindre des niveaux jamais vus depuis les années 1980.**

Toutefois, l'expansion extraordinaire des États-Unis sera également une source supplémentaire de divergences. La hausse des rendements des bons du Trésor et le renforcement du dollar pèseront sur les perspectives de croissance des pays émergents les plus vulnérables, qui risquent de se voir (encore plus) distancés au lendemain de la crise. Certaines situations idiosyncrasiques refont également surface (en Turquie, Argentine et, dans une moindre mesure, en Russie, en raison des sanctions, et au Brésil).

La Chine se trouvant en phase de « contrôle » et les États-Unis étant déjà bien avancés au regard des anticipations du marché, la prochaine zone qui pourrait bénéficier d'une intensification du sentiment haussier est l'Europe. D'un point de vue macroéconomique, l'Europe restera à la traîne des deux moteurs de la croissance mondiale et mettra des années pour renouer avec ses niveaux de PIB d'avant-crise. Du point de vue du marché, les actions européennes devraient bénéficier de la forte croissance mondiale. En outre, la réaccélération des campagnes de vaccination et les prévisions optimistes en matière de bénéfices pourraient à présent déclencher une hausse supplémentaire.

Pour ce qui est des thèmes d'investissement, **voici nos principales convictions :**

- 1. Maintenir l'appétit pour le risque au niveau de l'allocation des actifs. Ne pas accentuer le niveau de risque, mais privilégier la rotation pour exploiter les nouvelles vagues de reprises.** Dans ce contexte de reprise cyclique et en raison de l'attitude toujours accommodante des banques centrales des pays développés, les actifs risqués continuent d'être privilégiés. Ceci est de bon augure pour les actions, et notamment pour les actions les plus cycliques et les régions (comme l'Europe) où le redémarrage des économies entraînera une accélération supplémentaire qui n'a pas encore été prise en compte dans les cours. Les marchés américains peuvent encore enregistrer de bonnes performances, mais il est primordial d'éviter les segments en hypercroissance et de ne pas se laisser piéger par l'euphorie excessive qui s'installe. Il convient de surveiller de près le risque de hausse de l'impôt sur les sociétés qui pourrait avoir un impact sur la rentabilité de certains secteurs et entreprises.
- 2. Côté obligations, la valeur relative est reine. Il convient de faire preuve de prudence en matière de durée et de surpondérer le crédit.** Le principal mouvement du premier trimestre a été la correction des obligations américaines. Dans les semaines à venir, le climat pourrait devenir moins difficile, car la réévaluation des rendements a en partie déjà eu lieu. Pour autant, la dynamique positive du contexte économique continue de plaider en faveur d'une position prudente sur la durée et d'une approche positive sur le crédit, notamment sur le *high yield* (HY), qui a continué à bénéficier de

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Budget de risque au même niveau. Préférence pour les actions cycliques et *value* et, côté obligataire, pour le crédit (HY).

Gestion flexible de la durée sur fond de pressions sur les taux.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Renforcement des actions européennes aux dépens des actions émergentes.
- ▶ Conviction plus élevée sur l'appréciation du dollar et prudence face à la faiblesse des devises et des obligations émergentes.

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

l'amélioration des fondamentaux. Les prévisions de croissance et d'inflation divergentes pour les États-Unis et l'Europe se traduisent par des ajustements de taux à des rythmes différents, ce qui crée des opportunités de valeur relative pour les investisseurs actifs. Les obligations émergentes constituent toujours un segment porteur dans la quête de rendements plus élevés, mais la sélectivité devient de plus en plus importante à mesure que les divergences s'intensifient.

3. Concernant les actions, il convient de continuer à jouer la rotation vers les titres *value* et les cycliques. Cette tendance à la rotation vers les actions va se poursuivre. La saison de publication des résultats de l'été sera l'occasion de vérifier la trajectoire de la reprise, mais d'ici là, les campagnes de vaccination et le redémarrage économique seront les principaux catalyseurs de la poursuite du mouvement haussier actuel. Concernant les actions émergentes, l'Asie reste la région privilégiée pour jouer la cyclicité.

De manière générale, le climat d'investissement reste favorable, toutefois le consensus autour des perspectives de reprise pourrait lui-même constituer un risque. La confiance est élevée et l'euphorie se limite à certains segments de marché (cryptomonnaies, introductions en Bourse, SPAC). Cette situation pourrait perdurer un certain temps grâce à l'abondance de liquidités dans le système. Aucun catalyseur de changement de direction à court terme n'est en vue. Une dégradation de la situation épidémique pourrait constituer un tel catalyseur, mais cette hypothèse semble très improbable compte tenu de l'accélération des campagnes de vaccination dans le monde. Un autre catalyseur pourrait prendre la forme d'une surprise en matière d'inflation, les banques centrales étant en retard sur la courbe. Ce risque est à prendre au sérieux par les investisseurs, notamment lorsque la confiance s'érodera et que l'essentiel du potentiel d'accélération sera derrière nous.

MACRO

Perspectives de défaut du HY asiatique :
rester sélectif

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Debora DELBO,
Macrostratège Senior,
Marchés émergents



Claire HUANG
Macrostratège Senior,
Marchés émergents

Bien que le pic des défauts du HY asiatique soit attendu plus bas que lors des crises précédentes, la sélectivité et la recherche restent de mise

Le taux de défaut des obligations à haut rendement d'Asie émergente a augmenté pour atteindre 3,7 % au premier trimestre, contre moins de 2 % il y a un an, mais, contrairement aux prévisions baissières pour les États-Unis et l'Europe, nous pensons, en raison de plusieurs facteurs de marché, que ce taux de défaut asiatique va se stabiliser autour de ses niveaux actuels durant les six prochains mois.

D'un point de vue positif, nous pensons que l'Asie va continuer à se remettre de la pandémie en 2021. Malgré la lenteur des campagnes de vaccination en Asie par rapport aux États-Unis et à l'Europe, les exportations asiatiques ont fortement rebondi dans toute la région, soutenant les perspectives de bénéfiques. Les conditions financières mondiales restent favorables et les principales banques centrales devraient maintenir le *statu quo* tout au long de l'année. En outre certaines variables du marché semblent favorables au haut rendement à court terme : **le taux des swaps sur défaut de crédit (CDS) de la région est stable (le plus bas des pays émergents), la volatilité des marchés actions reste faible et la dynamique des matières premières se redresse.**

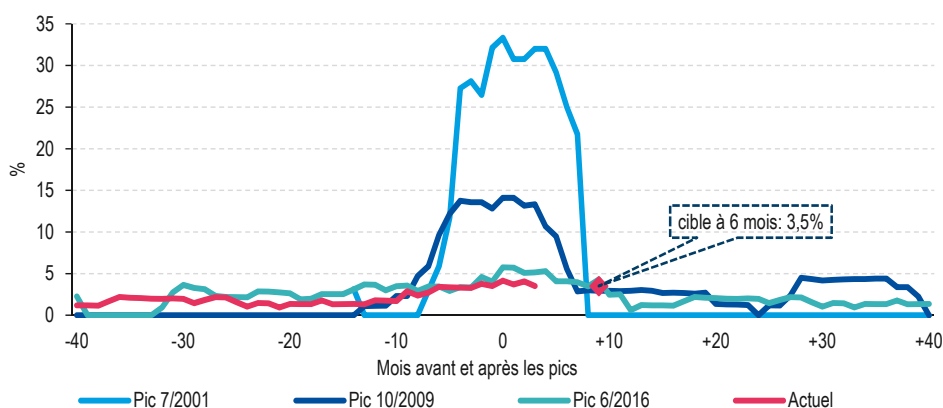
En revanche, nous observons plusieurs facteurs qui assombrissent les perspectives de crédit. Tout d'abord, l'endettement net des émetteurs à haut rendement asiatiques est relativement élevé, compte tenu de la part importante des promoteurs immobiliers chinois

sur ce segment, qui a été le principal moteur des émissions en 2020 et représente la plus grande partie des échéances jusqu'en 2025 (>50 %). De plus, la note de crédit moyenne des pays d'Asie est la plus mauvaise des marchés émergents, et les *spreads* risquent de s'élargir à partir de niveaux déjà élevés. Enfin, les pressions sur les refinancements à court terme dans la région sont également les plus élevées des pays émergents.

La réduction du soutien politique en Chine ne facilite pas non plus les choses et ajoute une pression supplémentaire sur les obligations d'entreprises. À mesure que la reprise économique se poursuit à un rythme soutenu, l'attention des pouvoirs publics s'est déplacée vers la gestion du risque lié à la dette. La politique monétaire a ainsi commencé à se normaliser à partir de mai 2020 et, l'objectif premier étant le contrôle de l'endettement macroéconomique, la croissance du crédit s'est ralentie. Plus important encore, les responsables politiques ont continué à durcir les conditions du marché du logement, en imposant des règles de financement plus strictes aux promoteurs et en limitant la demande pour les achats spéculatifs au niveau local. Le durcissement des politiques de crédit a entraîné une recrudescence des défauts en Chine.

Dernièrement le cas du risque de défaut d'une entreprise IG a constitué

% de défaut HY en Asie : tendance actuelle vs cycles précédents



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, avril 2021. Données pour ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index de Bloomberg.

MACRO

un autre choc pesant sur le sentiment général du marché. Il s'agit de Huarong Asset Management Company, une entreprise détenue à 57 % par le ministère chinois des Finances et l'une des quatre structures de défaillance ou « *bad bank* » contrôlées par l'État qui a retardé la publication de ses rapports financiers pour 2020 et qui, selon les informations disponibles, fera l'objet d'une restructuration qui affectera à la fois les détenteurs d'obligations onshore et offshore. Le marché a même, un temps, envisagé le pire des scénarios, en négociant les obligations offshore en USD de Huarong avec de fortes décotes. Les déclarations des autorités de réglementation financière ont été positives et la situation demeure fluide, mais l'étendue du soutien qu'elles apporteront reste incertaine et compte tenu de l'importance systémique de Huarong (170 milliards de dollars US

de dettes), le traitement de ce dossier pourrait être mené avec une lenteur prudente. Par conséquent, quelle qu'en soit l'issue, cet événement de crédit est susceptible de durer de longs mois et de prolonger l'aversion au risque sur le marché du crédit chinois.

Nous estimons donc qu'un désengagement au profit d'autres économies asiatiques est probable, mais l'Asie étant une région peu homogène, où la consommation intérieure et les exportations sont les moteurs des marchés, la différenciation et la sélectivité sont fortement recommandées.

Les investisseurs devront privilégier une sélection bottom-up des crédits et l'analyse fondamentale pour éviter les segments risqués et exploiter de manière sélective les opportunités offertes par le crédit asiatique.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Opportunités de rotation de l'exposition actions vers l'Europe pour tirer profit de la dynamique de reflation et, côté crédit, en faveur d'une exposition au high yield

Jouer les « rotations » pour profiter de la prochaine vague de reprises

Nous confirmons notre **positionnement favorable au risque et notre préférence pour les actions par rapport au crédit**. Les indicateurs à court terme sont favorables, tout comme les données économiques et les banques centrales. Les valorisations restent chères et pourraient être remises en question par l'optimisme élevé déjà intégré dans les prix. Elles ne devraient toutefois pas être le catalyseur d'une réduction structurelle du risque. La séquence de reprise et les divergences qui se creusent au niveau mondial plaident en faveur d'une rotation de l'exposition au risque **vers de nouveaux thèmes en phase avec l'évolution de la confiance des marchés**, tout en maintenant le budget de risque global inchangé pour l'instant. Nous sommes néanmoins conscients de l'euphorie excessive qui règne dans certains segments et nous guetons les premiers signes de fatigue du marché pour adopter un positionnement légèrement prudent en fonction des données futures.

Des idées à conviction forte

Nous pensons qu'il convient de rester **constructif sur les actions**, mais de procéder à une rotation entre les régions en **préférant les pays développés**. Nous confirmons notre positionnement optimiste sur le **Japon** en tant que marché procyclique, mais nous pensons désormais que l'Australie n'offre plus d'opportunités. En revanche, **les actions européennes pourraient à présent bénéficier de la nouvelle vague de reprises**, d'une

accélération des vaccinations, de valorisations relatives favorables, d'une forte croissance des BPA et de facteurs techniques solides. **Nous confirmons notre opinion positive du marché intérieur britannique**, où le rythme de la campagne de vaccination mène à un redémarrage précoce de l'économie. Les actions britanniques constituent également un pari attractif sur le thème de la reflation (exposition à l'énergie, aux mines, aux banques), avec un profil potentiellement asymétrique en raison de la forte pondération des valeurs défensives, qui offrent une certaine protection face au scénario de reprise du consensus. **Nous recommandons une certaine exposition aux actions émergentes**, mais avec une conviction moins forte maintenant, sachant que la volatilité récente et la force du dollar constituent des vents contraires à court terme. Les actions chinoises continuent de nous intéresser, mais nous préférons l'option Hong Kong.

Pour ce qui est des obligations, nous restons **neutres sur les taux nominaux des États-Unis et de l'UE**, mais positifs sur l'inflation américaine, car nous pensons que le thème de la reflation a encore du potentiel après l'approbation du plan de relance post-Covid de 1 900 milliards de dollars.

Côté périphériques, nous restons **constructifs sur le spread du 30 ans italien vs allemand**, compte tenu des facteurs techniques et des valorisations favorables, mais aussi de l'augmentation des achats de la

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 = Investment Grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds. Programme d'achat d'urgence pandémique. (PEPP).

GESTION
DIVERSIFIÉE

BCE en mars, qui pourrait limiter la volatilité des obligations et encourager les investisseurs à rechercher du rendement sur les segments de marché à plus longue échéance. Nous restons **modérément constructifs sur la dette des pays émergents**, mais les investisseurs sont invités à se protéger contre le risque de hausse de la croissance et de l'inflation.

Le crédit reste notre principale conviction en termes d'allocation obligataire, grâce à une combinaison de facteurs techniques, de valeur relative et, en Europe, d'indicateurs de crédit, malgré des valorisations plus serrées. Cette conviction s'appuie sur la hausse en mars des achats d'obligations d'entreprises par la BCE. Plus généralement, nous recommandons **un positionnement sur le crédit HY plutôt que sur l'IG**, car les coûts de financement des entreprises HY restent proches de leurs plus bas historiques. **Les marchés HY américains et européens bénéficient tous deux d'une faible durée moyenne.**

Il est également possible de **jouer le thème de la reflation par le biais des devises** en préférant notamment le dollar canadien au dollar américain et à

la couronne norvégienne, la livre sterling et le dollar canadien à l'euro et au franc suisse. Dans un scénario de reprise, **les devises liées aux matières premières** devraient continuer à surperformer, tandis que la hausse des rendements américains a un effet négatif sur les devises à faible rendement. **Il est important de se montrer sélectif sur les devises émergentes.** Nous continuons par exemple à privilégier le peso mexicain, compte tenu des liens économiques étroits entre les États-Unis et le Mexique, le rouble par rapport à l'euro, grâce à ses fondamentaux favorables, ainsi que le won coréen et le yuan chinois par rapport à l'euro, car la Chine est le principal moteur géopolitique du commerce régional intra-asiatique, tandis que l'économie coréenne est exposée au cycle mondial des semi-conducteurs.

Risques et couvertures

Les principaux risques découlent de la hausse extraordinaire des taux américains qui pourrait affecter les taux européens et réduire la valeur sur les segments où les *spreads* sont déjà très resserrés (IG). Les investisseurs devraient donc rechercher une protection dans ces domaines.

MARCHÉS
OBLIGATAIRESDivergences, malgré l'amélioration
des fondamentaux

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Avec l'accélération de la reprise économique, le pic des défauts est probablement derrière nous, pour autant que les banques centrales restent accommodantes

La forte augmentation des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, la pentification de la courbe des rendements et la réévaluation rapide des anticipations d'inflation reflètent toutes les perspectives de forte accélération de l'économie américaine et de hausse de l'inflation. **Les marchés ont probablement réagi trop rapidement en réévaluant leurs anticipations** en matière de hausse des taux de la Fed. Nous pourrions à court terme assister à une pause dans la progression des rendements. Pour autant, nous restons conscients du risque de surchauffe et d'erreur politique aux États-Unis qui pourrait entraîner une hausse des taux, notamment au second semestre. Les investisseurs pourront ainsi miser sur les trajectoires divergentes des taux des pays développés et sur les disparités entre obligations émergentes. Le crédit reste un actif à privilégier dans le cadre d'une reprise cyclique, même si les valorisations sont serrées, notamment dans l'IG.

Obligations mondiales et
européennes

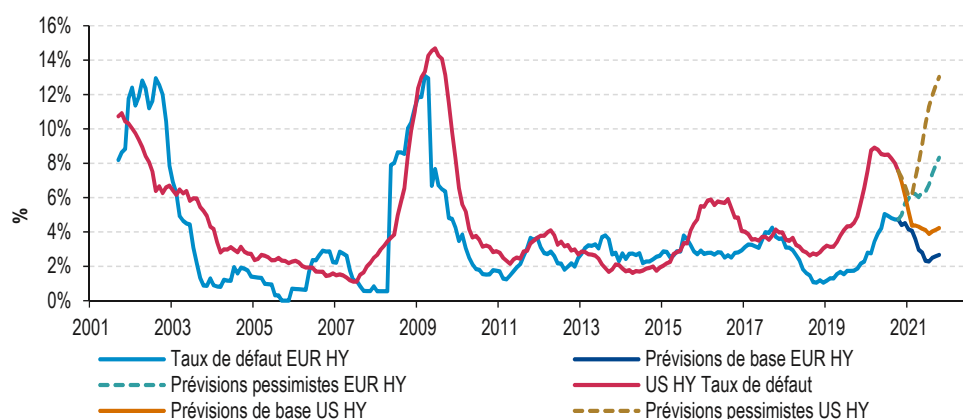
La hausse des taux de l'UE est une source d'inquiétude pour la BCE, qui a récemment intensifié ses achats dans le cadre de son dispositif de QE pour éviter tout durcissement importé et

intempestif des conditions financières. **Le rôle de la BCE est également crucial pour les marchés du crédit. Les fondamentaux du crédit de l'UE s'améliorent modérément**, malgré certaines disparités manifestes entre les secteurs les plus résilients, qui ont déjà bien récupéré et les secteurs les plus vulnérables, tels que le commerce de détail, les jeux et les matériaux de construction, qui comptent également une part élevée de crédits plus fragiles et qui pourraient subir de nouvelles pressions si les performances du deuxième et du troisième trimestre s'avéraient moins bonnes que prévu. D'un point de vue plus global, **les arguments plaident pour une durée plus courte (en particulier les bons du Trésor américain) se sont encore renforcés**, de même que ceux en faveur du **point mort d'inflation américain et européen**. Dans l'UE, nous maintenons une préférence pour la dette périphérique, notamment celle de l'Italie, qui dispose d'une plus grande marge de compression par rapport à ses pairs. **Au regard de certains défis liés à la dette émergente, nous avons adopté une approche plus prudente.**

Obligations américaines

Les investisseurs devront gérer la durée de manière flexible, en

Perspectives du défaut High yield



Source : Moody's, Amundi, au 31 mars 2021. Début des prévisions : avril 2021.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

conservant un positionnement court, mais en saisissant également les opportunités de nouvelles positions compte tenu de la volatilité du marché. Notre regard sur les bons du Trésor américain est prudent et nous préférons les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation), qui constituent une diversification attractive ainsi que les crédits hypothécaires d'agences, qui, la Fed restant active, peuvent offrir des opportunités. **Nous conservons une opinion positive sur le crédit** grâce à l'abondance de liquidités, aux faibles taux d'emprunt, aux bénéfices solides et à la trajectoire de reprise. Il convient néanmoins de ne pas être trop sensible à la hausse des taux ou aux secteurs volatils et de graduellement réduire les risques lorsque les valorisations sont chères. Le HY offre de meilleures opportunités que l'IG dans un contexte de redressement des taux de défaut, mais il est essentiel de rester concentré sur la sélection des titres. Nous restons également positifs sur les crédits à la consommation et les crédits résidentiels, tout en restant sélectifs, compte tenu de la volatilité élevée et du peu de liquidité sur ces marchés.

Obligations des marchés émergents

Nous maintenons notre positionnement prudent et pensons, qu'à ce stade, la dette en devises locales est plus vulnérable. Nous estimons que le cycle haussier des taux émergents est derrière nous. En mars, souhaitant contenir les pressions inflationnistes, les banques centrales émergentes (Russie, Brésil, Turquie) ont effectué leurs premiers tours de vis sur les taux. Les obligations en devises locales ne sont pas bon marché et la sélection est cruciale. Nous sommes plus optimistes sur la dette en devises fortes et recherchons les opportunités de manière sélective sur les marchés frontières tout en restant prudents sur la Turquie, le Brésil et l'Ukraine compte tenu de leur risque idiosyncrasique.

Marché des changes

Nous pensons que le dollar américain devrait conserver ses soutiens face à la quasi-totalité des devises à court terme. Nous percevons une marge d'appréciation supplémentaire pour les devises liées aux matières premières (dollars canadien et australien, couronne norvégienne), tandis que nous sommes prudents à l'égard de l'euro et du yen.

ACTIONS

Les bénéfices, moteur de la performance des actions



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La croissance des bénéfices devrait rester vigoureuse au cours des deux prochaines années et devrait tirer la performance des actions à mesure que les marchés se recentrent sur les fondamentaux

Évaluation globale

La confiance vis-à-vis de la reprise économique est le principal moteur des marchés actions, qui anticipent une forte croissance des bénéfices dans un environnement marqué par la souplesse des conditions financières et une reprise seulement temporaire de l'inflation. Au deuxième trimestre, nous devrions assister au pic de l'accélération dans un **contexte qui restera positif pour les actions malgré une dynamique probablement moins soutenue**. Le thème de la reflation continuera de soutenir l'**exposition aux marchés cycliques, aux petites capitalisations et aux actions value**, actuellement soutenues par un fort rebond du cycle des BPA. Nous nous attendons également à ce que **le thème du dividende revienne au premier plan**. De manière générale, au-delà de 2021, la croissance des bénéfices devrait se poursuivre à un rythme supérieur à 10 % durant les deux années à suivre. Toutefois, le redressement des bénéfices fait désormais l'objet d'un consensus, ce qui constitue en soi un risque majeur, au même titre qu'une hausse durable des rendements obligataires. Il est donc recommandé aux investisseurs de rester actifs et de privilégier l'analyse fondamentale.

Actions européennes

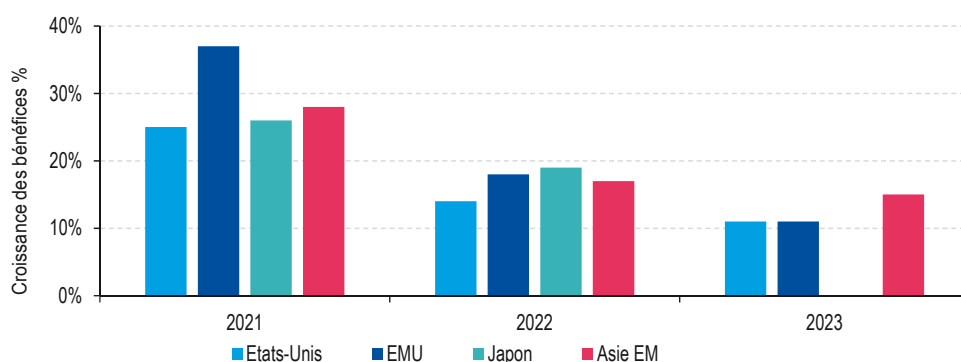
Malgré les mauvais chiffres économiques du premier trimestre, la feuille de route pour la reprise et

l'accélération des bénéfices au cours des prochains trimestres semble solide, malgré certaines divergences sectorielles. Les secteurs les plus dépendants des activités estivales, tels que les voyages et les loisirs, sont pénalisés par des retards supplémentaires dus à la lenteur des campagnes de vaccination, tandis que les secteurs les plus cycliques liés à la reprise mondiale continuent de bien se porter. D'autre part, nous envisageons de manière sélective certains titres défensifs dans les secteurs de la pharmacie et des boissons dont les valorisations sont attractives. En termes de style, les thèmes value et cyclique restent incontournables, mais il est important de privilégier la solidité des bilans. Enfin, le plan d'infrastructure américain pourrait être source d'opportunités pour les acteurs européens des secteurs des matériaux, de l'industrie et des énergies alternatives, sur lesquels nous avons déjà une opinion positive.

Actions américaines

L'accélération de l'économie américaine est manifeste et le plan d'infrastructure pourrait prolonger le scénario de « conte de fées » pour l'économie américaine en 2022. Les disparités sectorielles sont importantes, **signe que la grande rotation se poursuit**. Le transfert vers les segments de marché cycliques et *value* est entretenu par un écart important de valorisation par

De solides perspectives de bénéfices



Source : consensus IBES, Amundi, BPA en USD pour le groupe de pays (World AC, EMU, Emergent...). MSCI Indices au 31 Mars 2021. Données 2023 pour le Japon non disponibles.

ACTIONS

rapport aux segments de croissance, ce qui pourrait potentiellement améliorer les bénéfiques cycliques plus tard en 2021, et par la pentification de la courbe des taux. **Un risque à surveiller**, qui est actuellement sous-évalué par le marché, est l'**augmentation de l'impôt sur les sociétés**. Les marchés font preuve de complaisance en ne tablant que sur une augmentation modeste de la fiscalité. Pour tenir compte de ces considérations, nous restons positifs sur les actions *value* cycliques de haute qualité, notamment celles du secteur de la finance, de l'énergie et de la consommation qui sont directement touchés par la crise du Covid-19. Une approche sélective est néanmoins de plus en plus nécessaire à mesure que les valorisations deviennent élevées et parce que certains segments *value* n'ont pas encore intégré la reprise là où d'autres l'ont déjà fait. En parallèle, nous restons **très prudents** sur les **valeurs de croissance** et minimisons également notre exposition aux actions *deep-value* ou *distressed*. La dynamique des thèmes

ESG devrait également se renforcer au vu du programme de Joe Biden, avec un retour au premier plan de la transition énergétique dans les secteurs *value* et de la thématique des inégalités sociales.

Actions émergentes

Les entreprises des pays émergents devraient bénéficier du rebond de la croissance mondiale et des pays émergents, d'une revitalisation des bénéfiques et d'une augmentation des flux. Nous continuons toutefois à surveiller les risques liés à la rapidité de la hausse des taux américains, à la déception suscitée par les campagnes de vaccination dans les pays émergents et aux éventuelles tensions géopolitiques (par exemple, Russie/Ukraine). **Nous privilégions actuellement certains pays bon marché de la zone EMOA et d'Amérique latine.** Nos principales convictions pays sont **l'Inde, la Grèce et la Russie**. Nous restons sur notre tendance à surpondérer les actions *value*/cycliques par rapport aux actions de type croissance

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment
Intelligence

Depuis le milieu des années 1980, la baisse de la volatilité macroéconomique est attribuable à la fois aux bonnes politiques et à la chance

Fin de la « Grande Modération » et retour de la volatilité

Depuis le milieu des années 1980, la volatilité macroéconomique a décliné pour tomber à son plus bas niveau depuis la fin de la guerre. La crise du Covid-19 a provoqué l'un des plus grands chocs économiques de l'histoire moderne et pourrait marquer la fin de la « Grande Modération », avec une hausse de la volatilité économique et le passage à un régime d'inflation plus élevé. Ces facteurs sont susceptibles d'entraîner une plus grande volatilité des marchés financiers qu'au cours des deux décennies précédentes.

Depuis le milieu des années 1980, la volatilité de la croissance de la production et de l'inflation a diminué pour atteindre un point bas d'après-guerre dans la plupart des pays de l'OCDE. De nombreux facteurs ont été avancés pour expliquer cette période, connue sous le nom de Grande Modération.

Premièrement, de nombreux changements structurels ont eu lieu :

(i) les technologies de l'information de plus en plus sophistiquées ont permis aux entreprises d'optimiser le contrôle des stocks, (ii) le développement et la déréglementation des marchés financiers ont permis aux entreprises de financer plus facilement leurs investissements, (iii) la transition des pays avancés d'économies industrielles à économies de services a contribué à lisser les cycles économiques, et (iv) la croissance du commerce mondial et la libre circulation des capitaux ont augmenté la flexibilité des économies, les rendant plus stables.

Deuxièmement, des progrès ont été réalisés en termes de politique économique.

Les banques centrales ont gagné en indépendance, ce qui leur a permis de remplir leur premier objectif de stabilité des prix, avec davantage d'efficacité. Elles font également preuve de plus de transparence dans leurs opérations et ont amélioré leur communication avec les marchés. Ces évolutions se sont traduites par un meilleur ancrage des anticipations d'inflation.

Enfin, les chocs exogènes sont devenus plus rares et moins déstabilisants. Pour résumer, la baisse de la volatilité macroéconomique est attribuable à la fois aux « bonnes politiques » et à la « chance ». Chose surprenante, la grande crise financière n'a pas

mis fin à la Grande Modération. Aux États-Unis, par exemple, la volatilité de la production n'a jamais été aussi faible que pendant les dix années qui ont précédé la crise du Covid-19.

Toutefois, à l'avenir, on peut se demander si certains des facteurs qui ont conduit à la Grande Modération ne vont pas s'inverser.

En effet, la relocalisation de certaines chaînes de valeur à l'issue de la crise de Covid-19, la fragilité du secteur des services en cas d'épidémie et la hausse attendue de l'inflation sont autant de facteurs qui annoncent des cycles plus mouvementés

Une telle évolution pourrait déboucher sur un scénario instable de « dominance budgétaire » où les politiques budgétaires expansionnistes se conjuguaient à des politiques monétaires accommodantes pour alléger le fardeau de la dette, mettant les banques centrales dans la position délicate de devoir à la fois contenir les pressions inflationnistes et maintenir la stabilité financière. En définitive, la capacité du *policy mix* à lisser les fluctuations cycliques aussi efficacement que par le passé est remise en question.

La hausse des dettes publiques et de l'inflation pourrait constituer un obstacle aux politiques de stabilisation. Les niveaux d'endettement privé et public ont atteint de nouveaux sommets avec la crise de Covid-19, dépassant les précédents sommets atteints à la fin de la Seconde Guerre mondiale. À l'avenir, la hausse des niveaux d'endettement est susceptible de freiner la demande intérieure. Si l'inflation est la bienvenue pour faciliter le désendettement, elle peut aussi mettre les banques centrales en difficulté, surtout si les anticipations d'inflation ne sont pas bien ancrées.

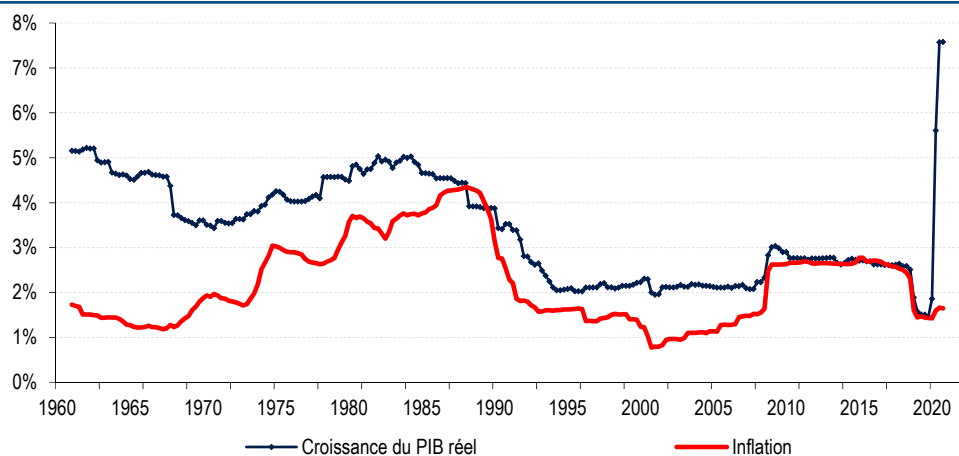
THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

D'un point de vue macro-financier, l'accumulation des dettes change la donne. Un durcissement trop brutal des conditions monétaires (hausse des taux d'intérêt à court et long terme) entraînerait inévitablement une correction des actifs risqués et déclencherait une « récession de bilan ». Sans parler du fait que les économies pourraient être confrontées à davantage de chocs exogènes à l'avenir (épidémies, chocs climatiques et conflits). **Les « bonnes politiques » et la « chance » pourraient donc disparaître en même temps.**

L'augmentation récente de la volatilité de la croissance s'est accompagnée d'une augmentation tout aussi importante de la volatilité des bénéfices des entreprises, tandis que la volatilité de l'inflation est, pour l'heure, restée contenue. La volatilité des marchés a, jusqu'à présent, été contenue, grâce au dosage de politique économique ultra-expansionniste et à l'absence d'inflation. Cette situation pourrait ne pas durer. Des cycles économiques plus heurtés s'accompagneront inévitablement d'un retour de la volatilité sur les marchés financiers.

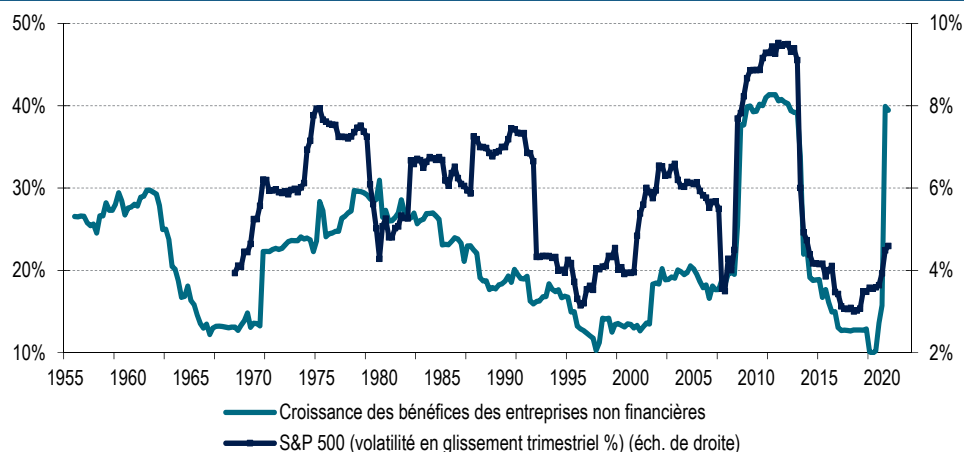
Des cycles économiques plus heurtés s'accompagneront inévitablement d'un retour de la volatilité sur les marchés financiers

1/ États-Unis : volatilité macroéconomique (écarts types glissants sur 10 ans)



Source: Eikon-Datastream, Recherche Amundi. Données avril 2021 (données trimestrielles disponibles jusqu'au T4 2020)

2/ États-Unis : bénéfices des entreprises vs volatilité des marchés actions (écarts types glissants sur 5 ans)



Source: Eikon-Datastream, Recherche Amundi. Données avril 2021 (données trimestrielles disponibles jusqu'au T4 2020)

La volatilité des marchés va-t-elle rester faible ou augmenter post-covid ?

Les marchés financiers ont traversé une phase d'extrême volatilité l'an dernier. Les marchés actions ont dévissé de

plus de 30 % en un mois et la volatilité implicite a atteint des niveaux jamais vus depuis la crise de 2008, l'indice VIX passant au-dessus de 80 %. Cette correction a été suivie d'un fort rebond, qui a ramené les indices à leurs niveaux

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

d'avant crise dès la fin de l'année. Les marchés obligataires ont également été très volatils. Les obligations souveraines ont enregistré une forte progression au pic de la crise, suivie d'un « *bear market* ». À titre de référence, l'indice Bloomberg Barclays US Long Treasury, qui regroupe les obligations du Trésor à échéance de 10 ans ou plus, est en baisse de 26 % sur un an. Les spreads de crédit ont également évolué de manière assez significative durant la même période. Le cours du pétrole mérite une mention spéciale dans ce concours de volatilité, le contrat WTI-1 mois étant passé de 50 à 15 dollars en un mois, passant même en négatif à -40 dollars, en raison des surplus au hub de Cushing pendant quelques jours. **Pour autant, ces mouvements extrêmes des prix d'actifs n'ont pas fait remonter la volatilité du marché pendant une période prolongée.**

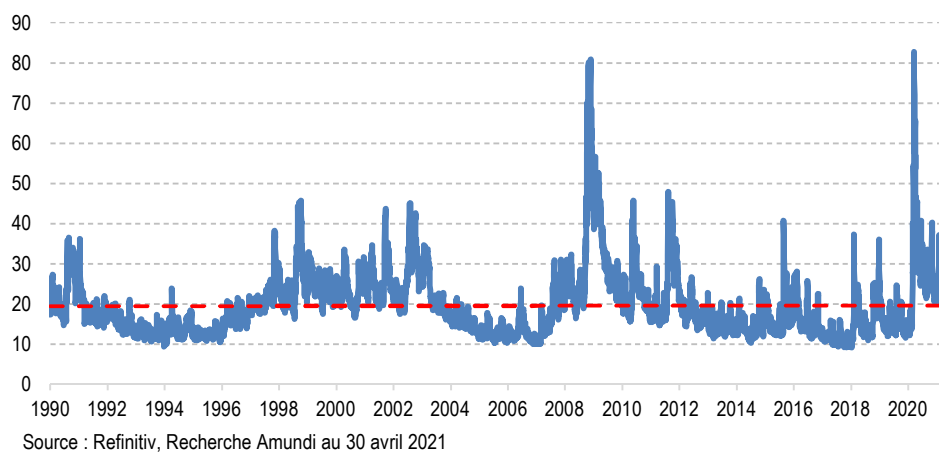
En effet, malgré une certaine volatilité des marchés obligataires au cours du premier trimestre 2021 en raison de

perspectives de croissance et d'inflation plus élevées que prévu découlant des plans de relance américains et de l'accélération des campagnes de vaccination, **la volatilité des actions et du crédit a fortement diminué.**

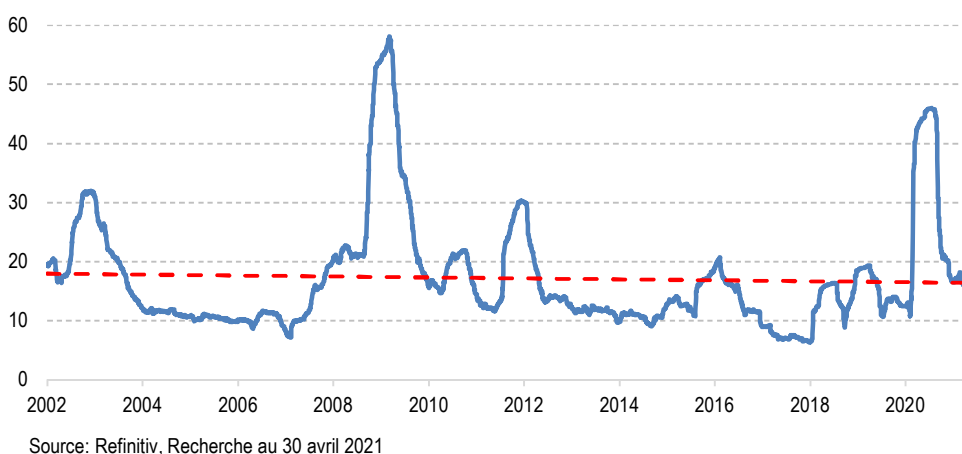
Les mouvements de marché des deux dernières décennies ont provoqué des pics de la volatilité à court terme des prix des actifs, mais n'ont pas modifié le régime de volatilité ni les niveaux moyens sur des périodes plus longues. Par exemple, dans le contexte européen, le Brexit ou la crise de l'euro ont déclenché des pics de volatilité, mais réalisée ou implicite celle-ci a rapidement diminué peu après dans toutes les classes d'actifs, y compris la livre sterling ou les obligations périphériques de la zone euro. Pris isolément, **ces chocs n'ont donc pas suffi à faire remonter la volatilité des marchés**, en raison essentiellement du « quoi qu'il en coûte » des réponses budgétaire et monétaire qui a permis d'apaiser les craintes des investisseurs.

Au cours des dernières décennies, plusieurs chocs ont provoqué des pics temporaires mais n'ont pas été suffisants pour faire remonter la volatilité des marchés, grâce en grande partie aux réponses budgétaires et monétaires

3/ VIX - Volatilité implicite à court terme du S&P 500

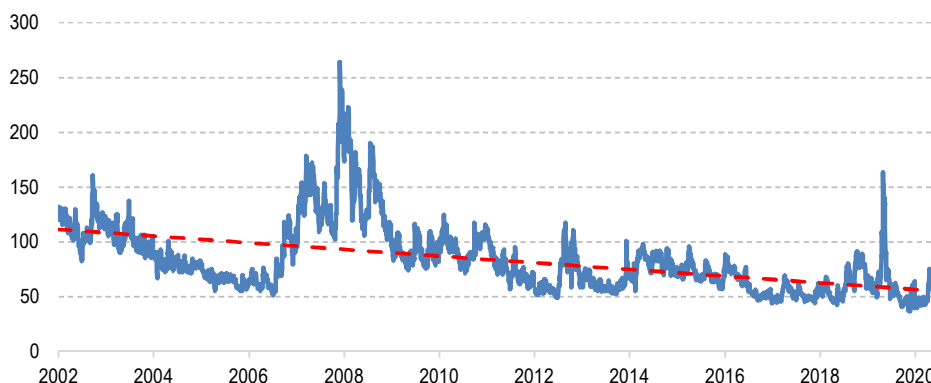


4/ Volatilité réalisée du S&P 500 sur 6 mois depuis 2002



THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

5/ MOVE - Volatilité implicite à court terme des bons du Trésor US à 10 ans

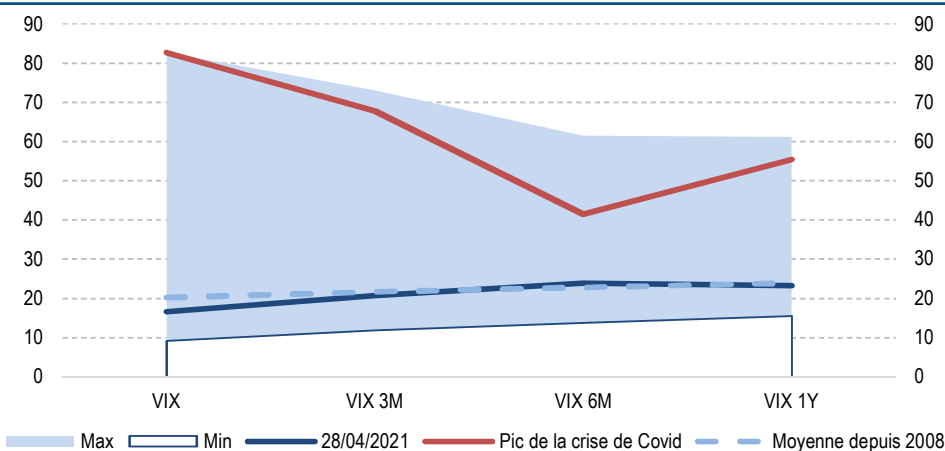


Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

L’an dernier, la volatilité des prix des actifs a été la conséquence d’une crise économique, qui mérite tous les superlatifs. Pourtant, la volatilité entre les actifs a diminué très rapidement, ce qui est dû au contexte fondamental qui interdit le contraire et au fait que les acteurs du marché pensent que

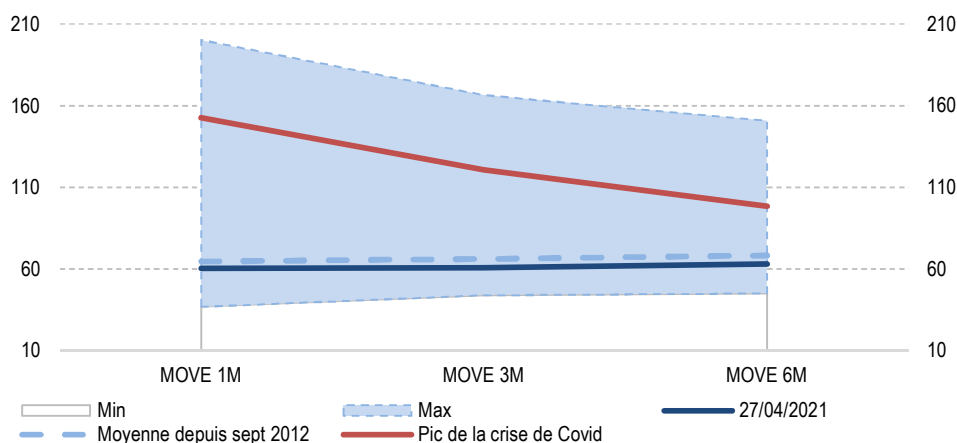
le régime de « Grande Modération » toujours d’actualité. Par conséquent, **la crise du Covid-19 ne marquera un tournant vers un régime de volatilité plus élevé que si un ou plusieurs facteurs, qui définissent ce régime (et déterminent la volatilité), changent après la crise.**

6/ Structure à terme de la volatilité implicite de l’indice S&P 500 depuis janvier 2008



Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

7/ Structure à terme de la volatilité implicite des bons du Trésor US à 10 ans depuis 2012



Source: Refinitiv, Recherche Amundi au 30 avril 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'instabilité des courbes de rendement obligataires et une corrélation instable entre les actions et les obligations seraient les principales conséquences

Or, il existe au moins deux raisons pour lesquelles les prix des actifs dans leur ensemble pourraient être plus volatils que dans le régime de la « Grande Modération » : (1) le raccourcissement et/ou l'augmentation de la volatilité des cycles économiques et (2) une faible diversification moindre entre les classes d'actifs.

1. Si « la chance et les bonnes politiques » disparaissent en même temps sans qu'un mécanisme de rééquilibrage suffisamment fort ne soit mis en place, nous pourrions observer des **cycles économiques plus courts, plus volatils, voire désynchronisés**. Il en résulterait une **instabilité des courbes de rendement obligataires**, avec des cycles de pentification et d'aplatissement plus courts et donc un facteur d'actualisation instable. Un raccourcissement des cycles économiques implique une plus grande volatilité des bénéfices des entreprises, qui auront plus de mal à émettre des obligations à longue échéance, les investisseurs exigeant une prime plus élevée pour se prémunir contre le raccourcissement du cycle de défaut. Dans ce contexte, c'est probablement la volatilité de la volatilité qui serait plus élevée.
2. Le deuxième facteur de changement pourrait être une **diversification plus faible**. La principale source de diversification au sein des marchés financiers est la corrélation négative entre les obligations souveraines et les actions. Cette corrélation négative établie depuis le milieu des années 1990 fait office d'amortisseur. Les banques centrales s'appuient sur ce mécanisme d'amortissement en abaissant les taux directeurs et en achetant des obligations à long terme via le QE.

Toutefois, la corrélation négative entre les obligations et les actions et l'assouplissement monétaire sont tous deux possibles dans un régime de faible inflation où les anticipations d'inflation sont bien ancrées dans une tendance déflationniste à long terme. La fin de la « Grande Modération » pourrait correspondre à un environnement dans lequel l'inflation est plus élevée qu'au cours des deux dernières décennies et où les anticipations d'inflation ne sont pas ancrées. Dans un tel environnement, **la corrélation entre les obligations et les actions serait nulle, voire positive** (sauf dans les phases de correction des marchés actions). Les banques centrales ne seraient pas en mesure de maintenir leurs politiques monétaires souples sur de longues périodes et les portefeuilles équilibrés seraient moins protégés par leurs poches obligataires. Les investisseurs auraient donc tendance à augmenter ou réduire leurs positions en actions en utilisant le cash pour réduire le risque, ce qui entraînerait une plus grande volatilité des marchés actions.

La crise du Covid-19 pourrait marquer un tournant vers une plus grande volatilité du cycle économique et/ou un passage à un régime d'inflation plus élevé. Ces facteurs sont susceptibles d'entraîner une plus grande volatilité des marchés financiers qu'au cours des deux décennies précédentes. Mais à court terme, tant que ce changement ne sera pas confirmé, les investisseurs s'en tiendront au paradigme de la « Grande Modération », ramenant la volatilité des prix des actifs à ses niveaux moyens moins élevés.

Achévé de rédiger le 30 avril 2021

LE THÈME DU MOIS

Poursuite, au-delà du potentiel, de la reprise en 2021



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Silvia DI SILVIO,
Macrostratège,
Recherche Cross Asset



Annalisa USARDI,
CFA, Économiste Senior,
Recherche Cross Asset

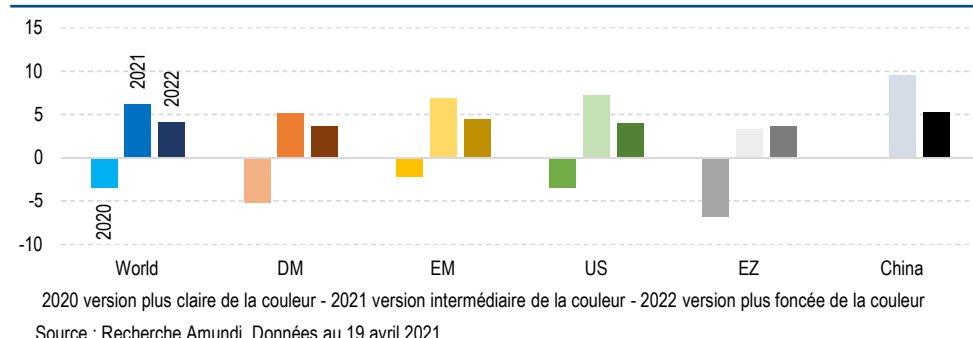
- Le scénario « Boucle d'or » (ni trop chaud, ni trop froid) permet encore de prendre un risque modéré en matière de positionnement. À plus long terme, la croissance reviendra probablement à son potentiel dans un contexte d'inflation normalisée (du moins aux États-Unis).
- Cet environnement permet de maintenir une approche constructive des actifs risqués, alors qu'en termes relatifs, le crédit ne pourrait être mis à mal que plus tard si l'inflation se stabilise au-dessus de 3%. Ce n'est pas notre scénario central, mais une couverture via des obligations indexées sur l'inflation pourrait s'avérer utile.

Nous confirmons le « régime de rétablissement financier » comme scénario central (avec une probabilité de 70%) durant les 12 à 18 prochains mois, la croissance et les déterminants macroéconomiques restant primordiaux. Ce scénario part du principe que la stimulation budgétaire mondiale et le soutien monétaire des banques centrales seront suffisants pour atteindre une croissance supérieure à la tendance au cours des 18 prochains mois, soutenant ainsi davantage le développement économique expansionniste sur plusieurs années.

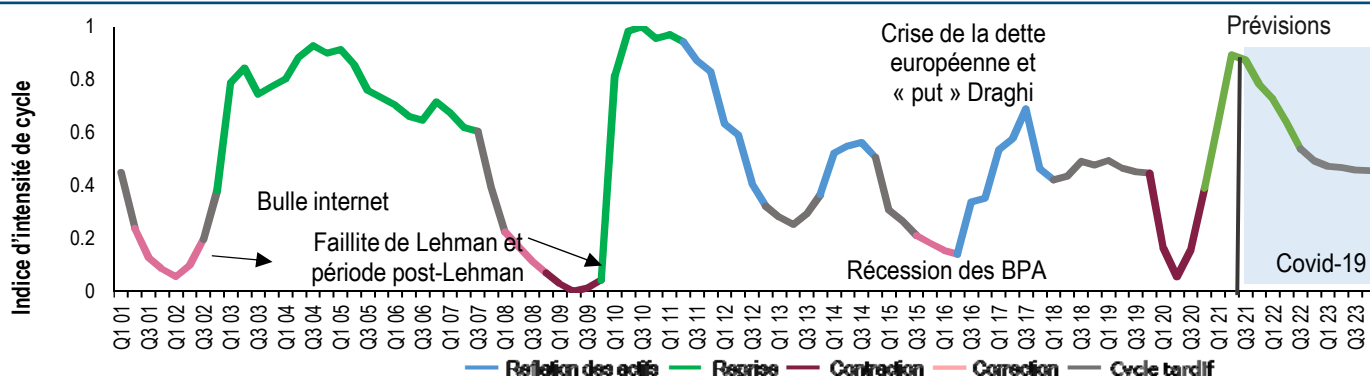
Selon nos estimations, les bénéfices des entreprises feront preuve de résilience et rebondiront en 2021 et 2022 à mesure que l'activité économique redémarrera.

Dans ce scénario, les taux devraient progressivement remonter, les marchés se montrant néanmoins suffisamment complaisants pour digérer la réévaluation des multiples. Les banques centrales joueront un rôle déterminant pour maintenir les anticipations d'inflation et de taux à long terme à des niveaux raisonnablement bas. Les campagnes de vaccination à grande échelle, mais surtout, **le rebond de l'inflation ne devraient pas changer la donne en ce qui concerne les politiques monétaires des banques centrales** et les injections de liquidités devraient rester conséquentes, soutenant la reflation des actifs et préservant des conditions financières et de financement favorables en 2021.

1/ Prédiction globale Amundi d'une reprise à plusieurs vitesses



2/ Dynamique lissée de l'Investment Phazer



LE THÈME DU MOIS

Les politiques de relance soutiennent les actifs risqués, mais complaisants, les marchés intègrent désormais un scénario « Boucle d'or » extrême, là où des valorisations plus justes annoncent des risques baissiers. Cela

I - Révision à la hausse de nos prévisions de croissance et d'inflation mondiales pour 2021

Nous avons légèrement revu à la hausse nos perspectives mondiales en matière de croissance pour 2021 (PIB mondial de 5 % à 6 %, en raison de la révision à la hausse des États-Unis en mars). Si la prime de croissance est toujours favorable aux pays émergents, celle-ci a légèrement reculé, car la forte recrudescence épidémique dans les pays émergents affecte la mobilité, même si elle ne donne pas lieu à des restrictions bien plus étendues.

Par la suite, la prime de croissance devrait se rééquilibrer en faveur des marchés développés, en raison de la dynamique économique positive attendue aux États-Unis, grâce au nouveau dispositif budgétaire et aux progrès des campagnes de vaccination à grande échelle. La reprise se poursuivra à des rythmes multiples, de manière inégale et hétérogène. Malgré la prédominance des effets de base, le redressement des marchés développés s'appuie en partie sur la révision à la hausse des perspectives américaines, tandis que la zone euro est toujours tiraillée entre les nouvelles vagues épidémiques et les campagnes de vaccination. **Les prévisions de PIB des pays émergents pour 2021 sont restées stables.** Le redressement de la Chine devrait se poursuivre à un rythme soutenu, avec une croissance de 9 à 10 % sur l'ensemble de l'année, mais la prime de croissance du pays par rapport aux États-Unis est appelée à se réduire.

Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central dans le soutien de la reprise, notamment dans les économies avancées, dans un contexte déjà marqué par les politiques monétaires favorables. Aux États-Unis, la validation d'un plan de relance budgétaire d'une ampleur inattendue de 1900 milliards de dollars a sensiblement amélioré les perspectives de croissance pour 2021 et début 2022. De plus, à l'heure où nous écrivons ces lignes, l'*American Job Plan* qui vient d'être dévoilé (premier volet

se reflète dans la probabilité que nous attribuons au scénario baissier (10 %), qui envisage une correction du marché supérieure à 10 %, c'est-à-dire en ligne avec la moyenne historique.

d'un plan d'infrastructure sur dix ans, en deux temps, intitulé « Build Back Better ») entame son parcours législatif au Congrès américain et pourrait donner un nouvel élan à la demande intérieure et à la croissance au début de l'année prochaine. Dans la zone euro, la nouvelle vague de Covid-19 qui se propage à travers les pays obligera les gouvernements à élargir leur soutien aux secteurs touchés par les nouvelles restrictions sanitaires, avec un assouplissement budgétaire supplémentaire en attendant que la reprise soit plus solidement ancrée. **Les fragilités et les retards des campagnes de vaccination retarderont la reprise en zone euro sans pour autant la faire dérailler.** Si d'une part, les données de PIB du quatrième trimestre ont démontré un certain degré de résilience et de flexibilité des économies de la zone euro pour s'adapter au Covid-19 le prolongement des restrictions sanitaires au premier trimestre et en partie au deuxième pèsera inévitablement sur l'activité du premier semestre. Pourtant, les campagnes de vaccination progressent et, sauf évolution défavorable du côté des variants, un rebond plus marqué devrait prendre forme à partir de l'été. Ensuite, à partir de 2022, le dispositif Next Generation EU devrait prolonger la dynamique de croissance, soutenant celle-ci au-dessus de son potentiel pendant plusieurs trimestres et en particulier dans les principaux pays vulnérables, créant ainsi un cercle vertueux qui soutiendra l'ensemble de la zone euro. **Dans les marchés émergents, la situation paraît plus hétérogène et les premiers ajustements importants du dosage macroéconomique et des anticipations du marché depuis le début de la crise ont eu lieu en mars.** Les premiers à opter pour une hausse des taux ont dû intervenir parce qu'ils avaient trop baissé leurs taux. En effet, les événements extraordinaires étant

LE THÈME DU MOIS

Inflation : l'élément clé à prendre en compte

En 2021, l'inflation et les anticipations d'inflation devraient occuper le devant de la scène.

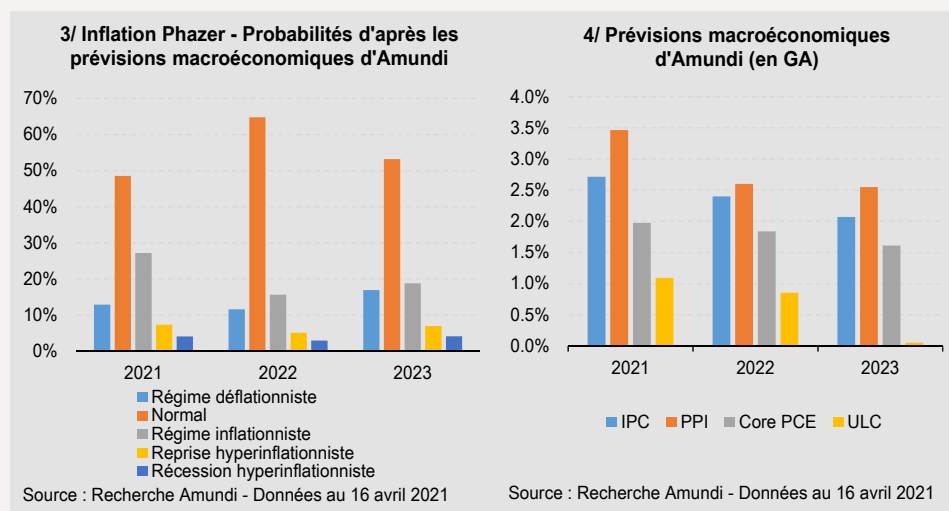
Inflation Phazer

L'Inflation Phazer est un outil propriétaire d'Amundi qui s'appuie sur les données de prix depuis 1960 pour identifier cinq régimes d'inflation. L'analyse se fonde sur l'évolution historique des principaux indicateurs d'inflation de l'économie américaine : l'indice des prix à la consommation (IPC), l'indice des prix à la production (IPP), les dépenses de consommation de base des ménages (PCE sous-jacent) et les coûts unitaires de main-d'œuvre (voir tableau ci-dessous).

Table 1: Régimes

	Régime déflationniste	Normal	Régime inflationniste	Reprise hyperinflationniste	Récession hyperinflationniste
IPC en g.a. (%)	<2	2-3	3-6	6-10	>10
IPP, en g.a. (%)	<1	2-3	3-6	6-10	>10
PCE sous-jacent, en g.a. (%)	<2	2-3	3-6	6-8	>8
Coûts salariaux unitaires en g.a. (%)	<1	2-3	3-6	6-9	>9

L'Inflation Phazer attribue une probabilité à chaque régime sur une base mensuelle (voir graphique 3), en fonction des valeurs attendues pour chaque indice d'inflation (graphique 4).



Selon les prévisions macroéconomiques actuelles d'Amundi, il y a une probabilité de 70 à 80 % que l'inflation américaine se situe entre le régime normal et le régime inflationniste jusqu'en 2023.

Transposition de notre évaluation top-down dans l'Advanced Investment Phazer

Nous avons déjà décrit les composants de notre indicateur de cycle, l'Advanced Investment Phazer, sur lequel se fondent nos estimations à moyen terme. Ce dispositif nous permet de faire le lien entre nos opinions et prévisions macroéconomiques et nos convictions et stratégies d'investissement.

derrière eux et l'inflation étant plus élevée que prévu, il était devenu nécessaire de commencer à lever les mesures d'accommodation exceptionnelles. D'autres banques centrales ont privilégié la stabilité financière ou une gestion très prudente et prévoyante de la politique monétaire, tout en étant confrontées à la faiblesse de leur devise, ce qui complique leur situation en

termes de risque. De manière générale, nous anticipons des politiques un peu plus accommodantes que les marchés qui tablent parfois sur des politiques particulièrement restrictives. En Asie, le cycle de durcissement des politiques monétaires pourrait rythmer le début de l'année 2022, en raison de la dynamique encore modérée de l'inflation et de la résilience des positions extérieures.

LE THÈME DU MOIS

Nous sommes convaincus que l'inflation suivra une tendance haussière l'an prochain avec certaines flambées occasionnelles liées essentiellement à des effets de base

La croissance se redressant plus rapidement, **les perspectives d'inflation annuelle ont été révisées à la hausse dans les marchés développés, sous l'effet conjugué de la hausse des prix des matières premières et de l'énergie, des pressions sur les coûts et, dans quelques pays, de l'amélioration des perspectives de la demande intérieure.** Une grande partie des anticipations d'accélération de l'inflation globale et de dépassement des objectifs cette année est liée à des facteurs transitoires, qui commenceront à s'estomper en 2022, laissant la dynamique de l'inflation sous-jacente déterminer la tendance. À cet égard, bien que nous anticipions des taux d'inflation sous-jacente légèrement supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie en 2022, la stabilisation à moyen terme à un niveau égal ou supérieur à l'objectif de la banque centrale semble être un phénomène propre aux États-Unis. De fait, la dynamique de l'inflation sous-jacente étant largement déterminée par des facteurs intérieurs, **la sous-utilisation de la main-d'œuvre et les capacités inutilisées seront nettement moins importantes aux États-Unis que dans la zone euro, où les niveaux d'avant la pandémie ne seront atteints que bien après les États-Unis.**

Dans les marchés émergents, l'inflation s'accélère, mais restera modérée en 2021 et globalement ancrée aux objectifs des banques centrales. En effet, malgré une accélération plus forte que prévu, certains facteurs modérateurs devraient se manifester après le pic (entre le deuxième et le troisième trimestre 2021). **Les principaux moteurs de l'inflation ont été les denrées alimentaires et les prix du pétrole et des matières premières, le tout amplifié par une faiblesse significative des devises depuis début 2021.** Les pays où le risque de persistance de la dynamique de l'inflation est à surveiller sont : le Brésil, le Mexique, les Philippines, la Russie et l'Inde (inflation sous-jacente). La Turquie reste un cas idiosyncrasique.

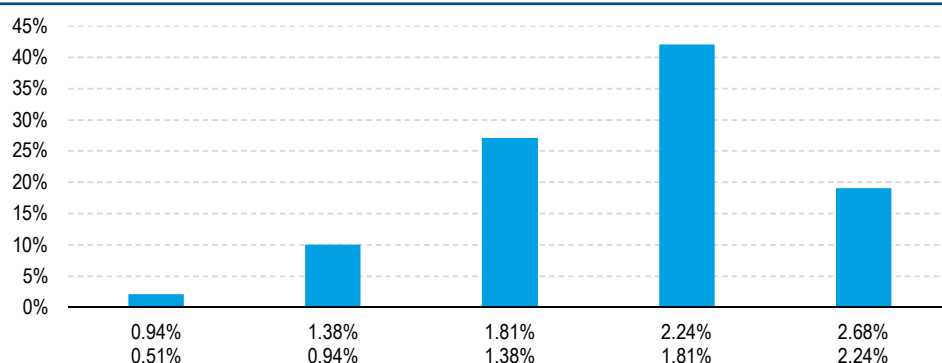
En conclusion, **la reprise est plus assurée dans les pays où le virus est bien maîtrisé (campagnes de vaccination plus rapides et propagation contenue), mais plusieurs pays sont actuellement confrontés à une nouvelle vague de contaminations et de restrictions sanitaires ciblées, de sorte que la reprise économique mondiale est de plus en plus disparate. Cependant, le bout du tunnel approche et l'optimisme gagne du terrain quant aux perspectives de croissance mondiale à partir du second semestre de l'année.**

2 - Conséquences en matière d'investissement : hausse des perspectives de croissance, de taux et de rendement

Les taux américains sont un élément important des conditions financières mondiales et ont un impact sur les principales classes d'actifs. Nous avons analysé les historiques des taux pour trouver une cohérence concrète de leur

dynamique par rapport aux reprises passées et ainsi établir des scénarios prospectifs. Nous présentons les résultats de ce travail dans le graphique ci-dessous qui montre la distribution des probabilités pour le 10 ans américain. Les fourchettes

5/ Le rendement américain à 10 ans devrait tomber dans une fourchette de 1,81 à 2,24 % selon nos prévisions de régime économique (le régime de « Reprise » est notre scénario central)



Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

LE THÈME DU MOIS

sont regroupées par régime financier (et par leur probabilité d'occurrence) conformément à nos prévisions¹. La poursuite du régime financier qualifié de « reprise » jusqu'au premier semestre 2022 implique une probabilité de 42 % que le rendement américain à 10 ans tombe dans une fourchette de 1,81 à 2,24 % (voir graphique 5). De fait, **nous envisageons une fourchette cible pour le 10 ans américain entre 1,8 et 2 % sur les 12 prochains mois.**

Nous nous attendons à ce que la « reprise » actuelle soit différente de celles observées dans le passé. Bien que l'économie américaine soit appelée à accélérer à un rythme soutenu, nous nous attendons à ce que la Fed s'abstienne de revenir sur sa politique monétaire ultra-accommodante tant que des progrès tangibles se concrétisent dans l'économie réelle, que le marché du travail retrouve son dynamisme et que l'inflation se normalise autour de l'objectif de la banque centrale. De fait, la Fed a insisté à plusieurs reprises sur le fait que son positionnement serait déterminé en fonction de la conjoncture effective plutôt que sur des projections, en raison notamment de son expérience lors de la dernière expansion, où l'inflation est restée constamment inférieure à ses attentes, mais aussi en raison des niveaux élevés d'incertitude qui rendent les projections peu fiables.

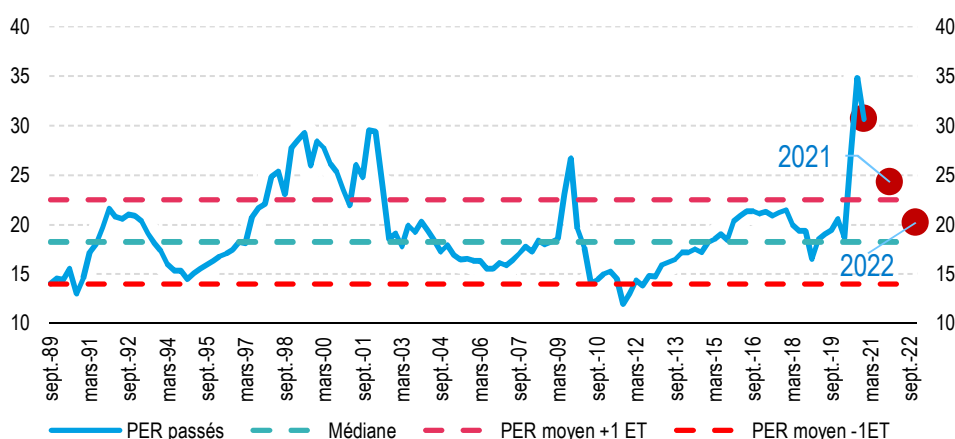
En effet, les perspectives supposent que l'inflation restera maîtrisée et ne s'emballera pas, ce qui obligerait la banque centrale à procéder à un resserrement brutal (voir l'encadré sur

l'Inflation Phazer). Dans ce contexte, **la quête de rendement reste le thème dominant** dans l'univers obligataire. Nous continuons ainsi à privilégier les obligations émergentes pour leur rôle de diversification et leur potentiel de rendement, bien que dans le passé celles-ci aient été vulnérables aux pics de taux américains. Nous renouvelons notre préférence pour les obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations d'État, car les anticipations d'inflation restent ancrées à des niveaux peu élevés, de sorte qu'elles représentent une couverture peu coûteuse en cas de hausse à l'avenir.

> Nous maintenons notre préférence en termes relatifs pour les actions parmi les actifs risqués, malgré la hausse des taux

La **reprise attendue des bénéfices des entreprises** est l'argument le plus fort en faveur de la hausse des actions, malgré l'évolution récente des taux et notre scénario central prévoit la résorption de l'écart des indicateurs de valeur relative. L'écart de valorisation a traversé différentes phases au fil du temps (voir les graphiques 6 et 7 ci-dessous) et il est actuellement dans le régime qui a débuté avec la crise de 2008, lorsque les banques centrales ont commencé à déployer des outils de politique monétaire non conventionnels (achats d'actifs entraînant l'élargissement des bilans). Aux alentours de 2 %, la prime de risque des actions commence à être très faible et moins favorable aux actions vis-à-vis des obligations du Trésor. Nous estimons qu'une croissance vigoureuse conjuguée à une inflation modérée à

6/ Les PER anticipés devraient commencer à revenir à des niveaux moins complaisants, soit en dessous d'un écart type de +1 d'ici fin 2022



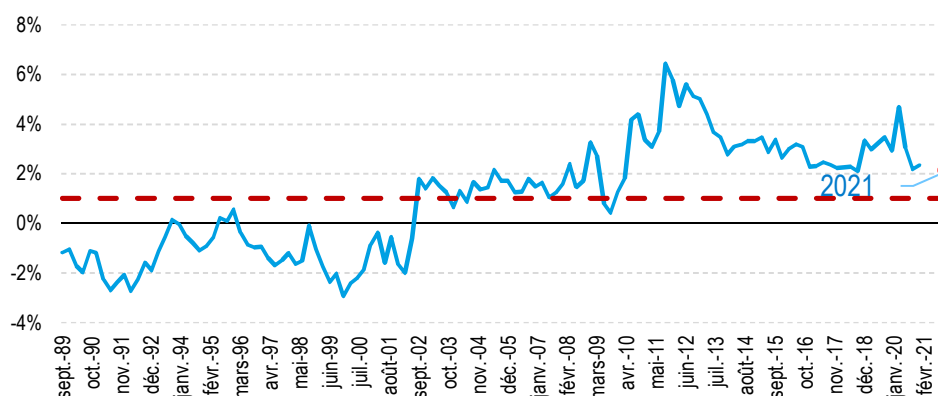
Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

LE THÈME DU MOIS

long terme suffira à maintenir l'attention sur les anticipations plutôt que sur le niveau élevé des valorisations. C'est là

sans doute une fragilité qui menacera les perspectives des actions au cours des prochains trimestres.

7/ La prime de risque actions (rendement des bénéfiques - rendement du 10 ans américain) s'est récemment comprimée, mais devrait rester au-dessus de la moyenne à long terme en 2021



Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

Malgré la hausse des taux et les valorisations chères, nous anticipons la poursuite de la rotation actuelle du crédit à haut rendement vers les actions, du moins dans les marchés développés. Les *spreads* déjà très serrés et nos prévisions ne permettent pas d'envisager des performances du haut rendement qui seraient comparables à celles que les actions peuvent raisonnablement offrir, même en tenant compte de la volatilité.

> Réalité de la poursuite et de la durabilité de la rotation

D'après nos analyses, **la rotation des actifs va se poursuivre**. Nous percevons **un potentiel de rotation du HY vers les actions qui est plus élevé dans la zone euro** qu'aux États-Unis où, après un rattrapage récent, ce thème a presque épuisé son attractivité. **Les opportunités d'investissement dans l'univers des actifs risqués émergents subsisteront en 2021, malgré les préoccupations géopolitiques, la hausse des taux et la vigueur à court terme du dollar. La sélection restera bien entendu primordiale.**

Compte tenu de ces considérations, il nous semble opportun de **poursuivre cette rotation, en se concentrant**

d'avantage sur les classes d'actifs retardataires et en exploitant ce thème de manière transversale pour garantir une bonne diversification des risques.

Les risques liés aux conditions financières et à la valeur relative continueront d'être surveillés à l'approche de l'été.

Conclusion

Nous pensons que la persistance du scénario « Boucle d'or » autorise un positionnement d'appétit modéré pour le risque, malgré les valorisations élevées des actifs risqués. Nous pensons que la question clé désormais est de savoir ce qui subsistera après cette « montée en puissance » de l'activité et de l'inflation. Dans ce débat qui s'annonce, nous pensons qu'à moyen terme, la croissance reviendra à son potentiel dans un contexte d'inflation plus élevée (du moins aux États-Unis). Cet environnement sera constructif pour les actifs risqués, mais le crédit pourrait être mis à mal en termes relatifs, si l'inflation se stabilise au-dessus de 3%. Ce n'est pas là notre scénario central, mais une couverture via des obligations indexées sur l'inflation pourrait s'avérer utile.

Achévé de rédiger le 19 avril 2021

¹ Les probabilités à 12 mois proviennent de l'Advanced Investment Phazer. Les cycles économiques et les régimes financiers influençant les marchés financiers, nous en faisons les pierres angulaires de notre dispositif d'allocation d'actifs dynamique basé sur des scénarios. Nous avons regardé la croissance, l'inflation, les agrégats monétaires et la dette mondiale pour explorer 120 ans d'histoire et avons regroupé l'ensemble des données en cinq régimes financiers que nous qualifions de contraction, ralentissement, reprise, fin de cycle et reflation des actifs fondée sur des politiques non conventionnelles. Chaque phase est définie en fonction de sa distance par rapport au facteur de risque macro et se caractérise par la persistance récurrente des flux de rendements. Nous avons identifié des récurrences et des cohérences dans ces régimes qui permettent de dégager un certain nombre de modèles pour les marchés financiers, et ce, non seulement en termes de rendements, de risques et d'objectifs des classes d'actifs, mais également en termes d'interactions entre actifs et d'exposition aux différents acteurs macrofinanciers. Cesarini F, Defend M, Portelli L, « The Advanced Investment Phazer », 2011.

THÉMATIQUE

Analyse approfondie des mesures de relance et du soutien de la BCE aux marchés obligataires de la zone euro



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux



Mickael BELLAICHE,
Stratège Taux et Crédit

Nous nous attendons à ce que la BCE continue d'acheter principalement des obligations d'État dans le cadre du PEPP jusqu'à la fin du programme et, si nécessaire, d'augmenter ou de diminuer l'allocation aux obligations privées dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (APP)

La BCE a augmenté ses achats au titre du PEPP en mars et a injecté davantage de liquidités qu'anticipé grâce au succès de son dispositif de TLTRO. Nous nous intéressons, dans cette analyse, aux chiffres récemment publiés du QE, à l'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés obligataires de la zone euro et aux tendances prévisionnelles du PEPP. La BCE va continuer à jouer un rôle de premier plan en soutenant la dette souveraine et celle des entreprises.

Montée en puissance du QE et succès des TLTRO en soutien du marché obligataire

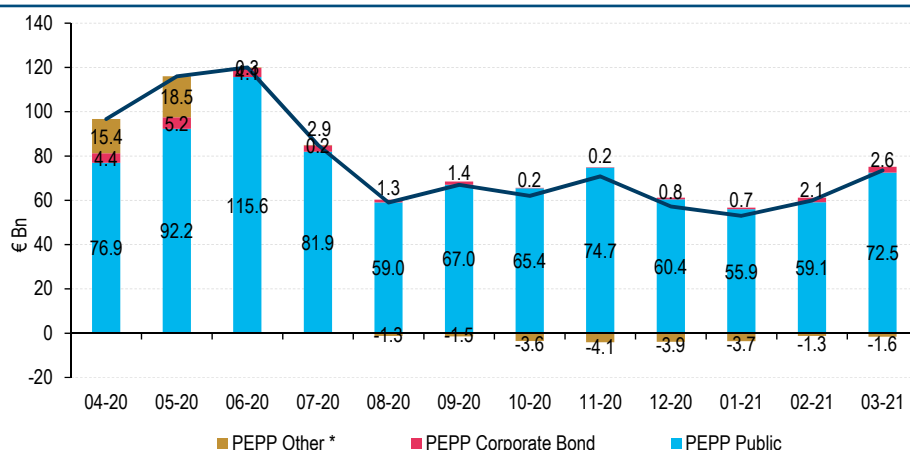
1. Dernière mise à jour bimestrielle du PEPP : analyse des chiffres et principaux points à retenir

Le 11 mars 2021, la BCE a annoncé qu'elle s'attendait à ce qu'« au prochain trimestre, les achats du Programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) se fassent à un rythme sensiblement plus élevé que durant les premiers mois de l'année ». Depuis cette déclaration, le rythme des achats mensuels du PEPP s'est accéléré passant de 53 milliards d'euros en février 2021 à 73,5 milliards d'euros en mars 2021. Cette accélération s'est produite dans les semaines qui ont suivi la réunion de la BCE. Le mois de mars devrait donc se situer entre les niveaux faibles de janvier et février (moyenne mensuelle de 55 milliards d'euros) et les flux mensuels plus élevés d'avril à juin, probablement dans une fourchette de 80 à 90 milliards d'euros.

En février et mars 2021, les achats du PEPP ont totalisé 131,5 milliards d'euros d'obligations publiques et seulement 1,8 milliard d'euros nets d'obligations privées (4,8 milliards d'obligations d'entreprises, 0,9 milliard d'obligations garanties et -3,8 milliards de billets de trésorerie). Très peu d'actifs privés ont été acquis dans le cadre du PEPP et, depuis août, les obligations du secteur public représentent la quasi-totalité de l'allocation. Il peut sembler surprenant qu'au cours des deux derniers mois, la BCE ait augmenté ses achats d'obligations d'entreprises (4 milliards d'euros sur les deux mois), pour autant, ce montant représente moins de 4 % des achats du PEPP et dépasse à peine les rachats de billets de trésorerie (3,85 milliards d'euros).

Nous nous attendons à ce que la BCE continue d'acheter principalement des obligations d'État dans le cadre du PEPP jusqu'à la fin du programme et, si nécessaire, d'augmenter ou de diminuer l'allocation aux obligations privées dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (APP).

1/ Achats mensuels net d'actifs de la BCE dans le cadre du PEPP (en milliards d'euros)



Source : BCE, Recherche Amundi, données au 31 mars 2021
* PEPP Other = commercial paper+cover bd

THÉMATIQUE

Nous nous attendons à ce que la BCE augmente ses achats d'obligations supranationales avec le début des opérations de financement du NGEU (prévu pour la fin du deuxième trimestre 2021), soutenant ainsi l'activité du marché primaire de l'UE par sa demande

Points marquants de la dernière publication bimestrielle :

- **Achats d'échéances plus longues durant les deux derniers mois.** La maturité moyenne pondérée des achats d'obligations du secteur public dans le cadre du PEPP a augmenté de près d'un an, dépassant probablement les 9 ans en février-mars 2021. Pour l'essentiel, l'augmentation de la durée du portefeuille du PEPP concerne les pays clés, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas. Toutefois, une même tendance se manifeste dans les pays périphériques comme l'Italie et le Portugal, où on observait auparavant une diminution assez régulière de la durée moyenne depuis le début du programme. Ce rallongement généralisé de la durée des achats de la BCE tient sans doute à deux grands facteurs : **(1)** La BCE a « adapté » sa demande à l'offre record d'obligations souveraines européennes de durée plus longue depuis le début de l'année. **(2)** La hausse des réinvestissements obligataires a soutenu l'allongement de la durée moyenne des Bunds allemands dans le PEPP, en raison de l'augmentation des rachats de titres à court terme acquis l'an dernier et réinvestis en instruments à plus long terme au cours des derniers mois.
- **Répartition pratiquement conforme aux clés de répartition du capital dans les principaux pays.** Les *spreads* périphériques se situant désormais autour de leurs niveaux les plus resserrés des dix dernières années, la BCE a continué à respecter les clés de répartition par pays, avec quelques légères divergences en raison de la disponibilité limitée d'obligations dans les petits pays émetteurs comme l'Estonie, Malte, le Luxembourg, la Lettonie, la Lituanie et la Slovaquie. La BCE a donc sous-acheté ces pays par rapport à la clé de répartition, ce qui entraîne automatiquement une légère surpondération des grands pays comme l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.
- **Achats d'obligations supranationales au titre du PEPP conformes à l'objectif.** Pour la deuxième fois consécutive, les achats d'obligations supranationales dans le cadre du PEPP ont représenté

10 % des obligations du secteur public, conformément à l'objectif du PEPP. Ces achats d'obligations supranationales avaient été limités durant la phase initiale du PEPP, sans doute aussi en raison de leur rareté (la BCE était probablement peu disposée à détenir plus de 50 % de ces obligations). Toutefois, avec le lancement des émissions de l'UE dans le cadre du fonds SURE (à l'automne 2020), la BCE a pu élargir son soutien à cette classe d'actifs. **Nous nous attendons à ce que la BCE augmente ses achats d'obligations supranationales avec le début des opérations de financement du NGEU (prévu pour la fin du deuxième trimestre 2021), soutenant ainsi l'activité du marché primaire de l'UE par sa demande.**

2. Analyse de l'APP : renforcement du CSPP et soutien aux programmes privés (principalement les entreprises)

En mars 2021, les achats nets d'actifs de la BCE dans le cadre de l'APP ont augmenté, atteignant 23,3 milliards d'euros, contre 21 milliards en février. Les achats par programme dans le cadre de l'APP se répartissent comme suit : PSPP (15 milliards d'euros, 64,3 % du total), CSPP (6,9 milliards, 29,8 %), CBPP3 (0,7 milliard, 2,9 %) et ABSPP (0,7 milliard, 2,9 %).

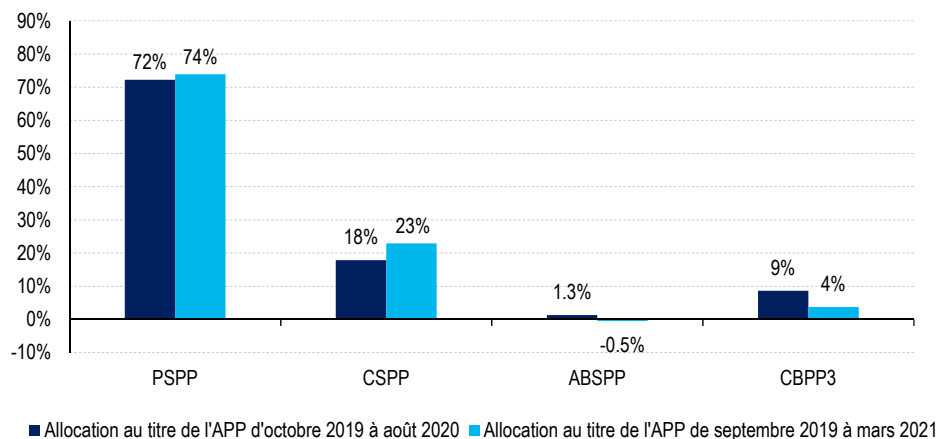
Si le PEPP reste concentré sur le secteur public, **le CSPP a bénéficié d'une pondération plus importante dans l'APP en mars** (jusqu'à 30 % contre 20 % en février), ce qui confirme que le renforcement du PEPP pourrait amener l'APP à devenir plus « favorable au secteur privé » dans les prochains mois. L'un des principaux engagements de Christine Lagarde a été de maintenir des conditions de financement favorables dans tous les marchés, y compris celui du crédit, ce que la BCE a pu faire avec efficacité jusqu'à présent. Les *spreads* de crédit en euros ont bien résisté et se sont également bien comportés pendant la correction des obligations en mars. Les taux réels à 10 ans en euros ont ainsi baissé grâce aux déclarations de la BCE (alors qu'ils restent plus élevés ailleurs). Le « put de la BCE » a donc joué un rôle important dans la réduction de la volatilité des taux ces dernières semaines. L'exposition de la BCE au crédit européen a augmenté au

THÉMATIQUE

cours des six derniers mois en raison du dynamisme de ses achats d'obligations d'entreprises (voir le graphique ci-dessous). L'allocation mensuelle moyenne de l'APP au programme d'achat de titres

du secteur des entreprises (CSPP) est passée de 18 % entre octobre 2019 et août 2020 à 23 % entre septembre 2020 et aujourd'hui.

2/ La BCE a augmenté son exposition au crédit depuis le T4 2020 via l'APP



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

3. TLTRO de mars supérieurs aux attentes: points clés pour les marchés et les financières

Dernier point, mais non des moindres, les souscriptions de TLTRO en mars (330 milliards d'euros) représentent la deuxième plus importante des opérations récentes du TLTRO III, alors que les marchés s'attendaient à une participation nettement moindre, les estimations les plus élevées tablant sur 250 milliards d'euros et le consensus étant plus proche de 100 milliards. Cette bonne surprise est sans doute attribuable en partie au fait que l'on s'attendait à une participation importante des banques, mais faible de la part des grandes institutions. Selon nous, une participation plus élevée que prévu indique que les banques sont probablement confiantes quant à leur capacité à atteindre les seuils nécessaires pour bénéficier du coût de financement le plus bas et qu'elles sont donc également confiantes quant à l'évolution de leurs prêts au cours des prochains mois. Cette importante injection de liquidités a un effet positif en termes de stimulation monétaire additionnelle, soutenant indirectement les efforts de QE sur les taux et les rendements, notamment sur le segment à court terme de la courbe. Nous pensons que les facteurs techniques des valeurs financières IG devraient

également bénéficier d'un meilleur soutien, car l'offre de dette devrait être inférieure aux estimations précédentes en raison de la dépendance accrue au financement de la BCE.

Offre d'obligations souveraines européennes et d'obligations d'entreprises vs achats de la BCE

• Progrès considérables du financement des obligations souveraines européennes au premier trimestre

Au premier trimestre, l'offre brute d'obligations souveraines à 10 ans de l'UEM a enregistré son deuxième trimestre le plus important depuis 2015 avec proche de 460 milliards d'euros, un nouveau record en équivalent WAM (maturité moyenne pondérée) à 10 ans. Les échéances longues ont représenté l'essentiel des émissions d'obligations souveraines européennes et notamment des émissions syndiquées. Si l'on considère les émissions nettes, la situation semble encore plus solide par rapport aux années précédentes, malgré une saisonnalité positive de l'offre nette d'obligations souveraines européennes au premier trimestre, combinant notamment des volumes d'émissions élevés avec de faibles volumes de rachats. Nous estimons ainsi que les pays de l'UEM ont placé une offre nette de plus de 260 milliards

THÉMATIQUE

Le programme de QE de la BCE devrait se déployer jusqu'en mars 2022, mais l'évolution de la pandémie et la fragmentation économique post-covid dans la zone euro devraient probablement imposer des besoins de soutien supplémentaires, ne serait-ce que pour améliorer l'efficacité du NGEU

d'euros en obligations à 10 ans, ce qui représente une part considérable (près de 50 %) du montant global prévu pour 2021, estimé à environ 530 milliards selon les premières annonces. Malgré des disparités notables en matière de financement au niveau national, les achats anticipés (front running) ont été importants au regard des normes historiques, les pays périphériques (55 %) arrivant en tête et les pays du cœur de la zone euro (45 %) se situant légèrement en retrait, mais non loin de la moyenne générale.

Ce volume d'offre considérable a été favorisé par de nombreux facteurs, qui restent pour la plupart d'actualité, parmi lesquels les coûts de financement très bas, les volumes élevés de liquidités disponibles, la quête toujours bien active de rendement et le soutien continu du QE de la BCE. Malgré la volatilité accrue des marchés obligataires, alimentée principalement par les bons du Trésor américain, la pentification des courbes de rendement n'a eu qu'un impact limité sur l'activité du marché primaire, qui est resté vigoureux en mars.

Facteurs techniques soutenus par le QE de la BCE et l'augmentation des rachats, malgré les besoins de financement supplémentaires

D'après les chiffres publiés par la BCE, les volumes combinés du PEPP et du PSPP ont couvert un peu plus des trois quarts de l'ensemble du financement net des États durant les trois premiers mois de l'année, ne parvenant donc pas à absorber la totalité du financement net comme cela avait été le cas durant la majeure partie de l'année dernière. Après ce trimestre inhabituel, nous nous attendons à ce que l'offre nette, déduction faite du QE de la BCE, revienne en territoire négatif. La hausse anticipée du QE de la BCE durant le prochain trimestre coïncide avec une chute de l'offre nette d'obligations souveraines européennes, cette dernière n'étant pas tant le résultat d'une forte baisse des montants émis que d'une augmentation significative des rachats d'obligations au deuxième trimestre par rapport au premier. Les rachats d'obligations souveraines européennes programmés pour les deuxième et troisième trimestres représentent en effet près du double

(environ 200 milliards d'euros) du volume enregistré au premier trimestre. Ainsi, si la demande de la BCE augmente d'environ 50 milliards d'euros au cours des trois prochains mois, ces deux facteurs auraient un impact combiné puissant. Même dans l'hypothèse d'un retour à un rythme mensuel de 60 milliards d'euros au troisième trimestre, la hausse des rachats devrait à elle seule permettre de maintenir l'équilibre des émissions nettes à un niveau négatif durant l'été. Toutefois, en parallèle, les plans d'émission initiaux pour 2021 devraient être revus à la hausse, en raison des mesures budgétaires supplémentaires récemment annoncées dans plusieurs pays pour neutraliser l'impact négatif de la prolongation des restrictions sanitaires. Malgré un tableau incomplet qui devrait encore évoluer, des révisions des déficits budgétaires pour 2021 ont d'ores et déjà été annoncées, notamment en Italie et en Allemagne, avec à la clé des besoins de financement nets plus élevés au cours des prochains trimestres. Pour autant, au regard des chiffres annoncés jusqu'à présent et de la puissance de feu de la BCE, le tableau technique paraît assez favorable et comme nous l'avons souligné dans nos publications précédentes, le « coussin de sécurité » qu'offre l'enveloppe augmentée du PEPP semble élevé par rapport aux éventuels besoins de financement supplémentaires en 2021. Ainsi, même en cas d'augmentation de l'offre nette de dette à long terme de l'ordre de 100 à 150 milliards d'euros, la puissance de feu du QE de la BCE pour 2021 se maintiendrait à un ratio de 1,3 fois les émissions nettes globales.

• Scénarios de trajectoire du PEPP jusqu'au T1 2022

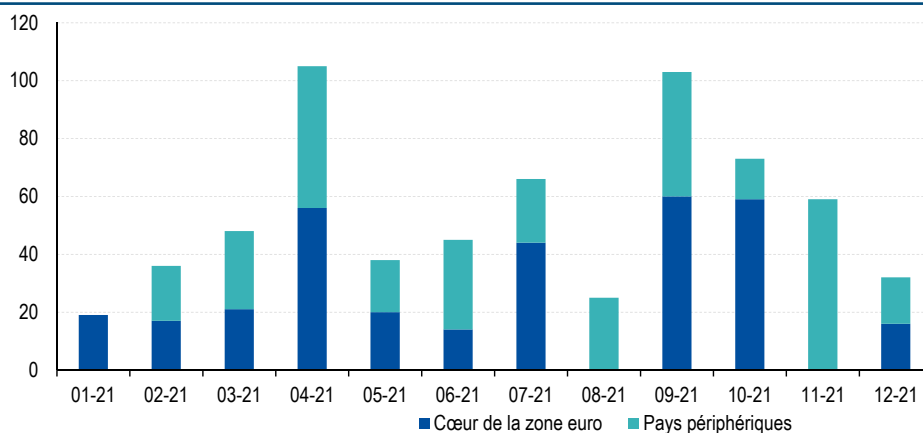
Le programme de QE de la BCE devrait se déployer jusqu'en mars 2022, mais l'évolution de la pandémie et la fragmentation économique post-covid dans la zone euro devraient probablement imposer des besoins de soutien supplémentaires, ne serait-ce que pour améliorer l'efficacité du NGEU. La puissance de feu de la BCE pour les 12 prochains mois semble énorme : 905 milliards d'euros (PEPP) + 20 milliards d'euros/mois (APP), soit environ 95 milliards d'euros/mois. Si la BCE continue d'accélérer le rythme

THÉMATIQUE

de ses achats, l'enveloppe du PEPP de 1850 milliards d'euros pourrait être entièrement utilisée dès mars 2022. Le graphique ci-dessous montre qu'une trajectoire moyenne encore

relativement élevée (73,5 milliards d'euros en mars) pourrait allonger l'horizon d'utilisation de la totalité du PEPP au-delà de 12 mois.

3/ Rachats programmés d'obligations UEM à 10 ans, en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

Derniers messages du procès-verbal de la réunion de mars de la BCE et perspectives pour les mois à venir

Le procès-verbal de la dernière réunion de la BCE indique clairement que le Conseil a convenu d'un examen trimestriel de la trajectoire à venir du PEPP, sur la base principalement de l'évolution des conditions financières et des perspectives d'inflation. Après l'intensification des achats du PEPP au deuxième trimestre, le consensus du marché table sur un retour probable à des niveaux plus modestes au troisième trimestre, sans doute aux niveaux des volumes du premier trimestre, soit environ 60 milliards d'euros par mois. Bien que le débat à la BCE autour des « conditions de financement favorables » ne soit pas clos, la position accommodante de la banque centrale continue de dicter les principales décisions politiques, comme l'extension/l'augmentation du PEPP à la fin de l'année dernière et le renforcement récent du rythme

des achats du PEPP au deuxième trimestre. Cette approche par étapes, que confirme l'examen trimestriel des achats, devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Toutefois, une décision plus structurelle devra être prise quant à l'ampleur et à l'horizon de la relance monétaire à l'approche de 2022. Les contraintes budgétaires supplémentaires au niveau national cette année et le plan de relance dont le déploiement nécessite un horizon pluriannuel sont de bonnes raisons de penser que la majorité accommodante de la BCE prévaudra également à l'avenir, même si les divergences sont susceptibles de s'accroître au sein du Conseil à mesure que la reprise économique se confirme. En attendant, durant les prochains trimestres, le contexte technique des marchés obligataires européens continuera d'être bien soutenu par le rôle grandissant de la BCE dans la détention de titres souverains et d'entreprises.

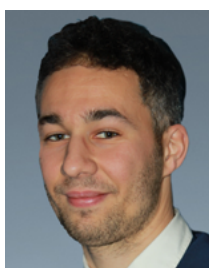
Achévé de rédiger le 20 avril 2021

THÉMATIQUE

Géopolitique du vaccin



Pierre BLANCHET,
Head of Investment Intelligence

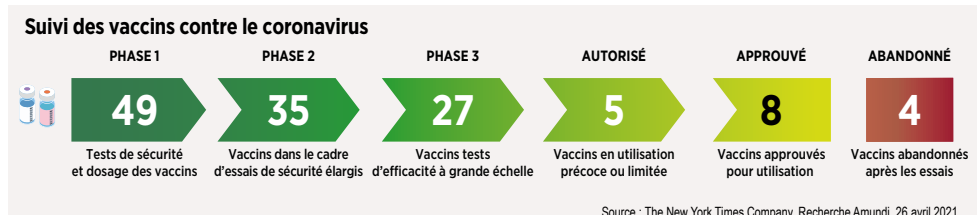


Aurélien STRENTA,
Analyste Marchés Émergents
(V.I.E)

Dix-huit mois après l'apparition des premiers cas de Covid-19 en Chine, l'épidémie n'est toujours pas contrôlée au niveau mondial et reste la principale source d'incertitude économique en dehors de l'Asie du Nord. Tant qu'il n'y a pas de traitement, l'accès à des vaccins efficaces est le principal moyen permettant de retrouver une vie « normale ». Les pays capables de produire des vaccins à grande échelle ne sont qu'une poignée. Or nous savons déjà qu'il faudra des années pour parvenir à l'immunité de groupe. Les vaccins ont par conséquent acquis un certain pouvoir géopolitique, qui exacerbe ou redéfinit l'influence des États-Unis, de l'Europe, de la Chine et de la Russie.

Plus d'un an après le coup d'arrêt mondial provoqué par l'épidémie, les nouvelles restrictions sanitaires sont perçues par les populations comme des échecs politiques. Elles ont un impact négatif sur l'économie mais aussi sur la cohésion sociale et sans doute sur la santé mentale. Néanmoins, tant qu'il n'existe pas de traitement pour lutter contre le Covid-19 et que les vaccinations de masse ne parviennent pas à assurer l'immunité de groupe, les restrictions de déplacement et la distanciation

sociale seront les seules solutions. C'est pourquoi les gouvernements se sont lancés dans une course pour se procurer des vaccins efficaces en grande quantité. À l'heure actuelle, sept vaccins ont été approuvés pour un usage complet, six pour un usage restreint, 23 sont en phase 3 de leur développement avec des tests d'efficacité à grande échelle et plus de 80 sont en phase 1 ou 2. Il est donc probable que le nombre de vaccins disponibles double au cours du second trimestre.



Selon l'OWD (Université d'Oxford), 160 millions de personnes ont été pleinement vaccinées à ce jour, soit 2 % de la population mondiale. 60 % de ceux-ci vivent aux États-Unis ou dans l'Union européenne, qui représentent moins de 10 % de la population mondiale (voir graphique 1). Quelques pays ont pris de l'avance dans la course à la vaccination de masse, comme Israël, où 61 % de la population a reçu au moins une dose, le Royaume-Uni (46 %) ou les États-Unis (36 %), l'Europe, en revanche, est loin derrière seulement 12 à 13 % de la population ayant reçu une dose de vaccin. Les pays émergents sont encore plus en retard, avec moins de 5 % de la population vaccinée en Inde, en Russie ou en Indonésie. La Chine ne compte officiellement aucun cas de Covid... et nous ne disposons pas encore de chiffres

précis en matière de vaccination. Il est toutefois peu probable que plus de 5 % des 1,4 milliard de Chinois aient reçu une première injection au moment de la rédaction du présent rapport. Covax¹ a pris du retard et la grande majorité de la population mondiale ne sera donc pas vaccinée à la fin de l'année. De plus, les variants, la faible durée de l'immunité et de nouvelles flambées épidémiques dans les années à venir, nous obligeront probablement à nous faire vacciner régulièrement pour maintenir l'efficacité de nos défenses immunitaires.

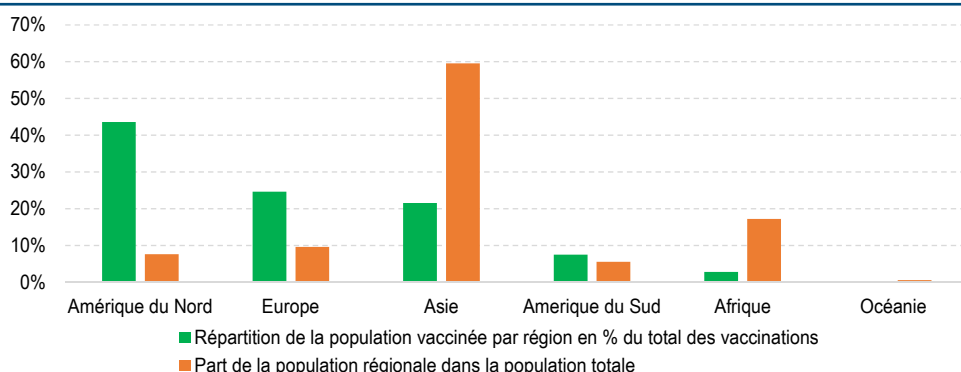
Deux conséquences s'ensuivent :

- (1) il faudra des années pour atteindre une immunité de groupe mondiale,
- (2) les vaccins représentent une arme géopolitique très puissante.

¹ COVAX est le pilier vaccinal de l'Access to COVID-19 Tools Accelerator (ACT). L'ACT est une collaboration mondiale innovante visant à accélérer le développement, la production et l'accès équitable aux tests de dépistage, aux traitements et aux vaccins contre le Covid-19. COVAX est codirigé par le Gavi, la Coalition for Epidemic Preparedness Innovations (CEPI) et l'OMS. Son objectif est d'accélérer le développement et la fabrication des vaccins contre le Covid-19 et de garantir un accès juste et équitable à ceux-ci pour tous les pays du monde.

THÉMATIQUE

1/ Disparités vaccinales entre les régions



Source : Our World in Data, Banque Mondiale, Recherche Amundi au 9 avril 2021

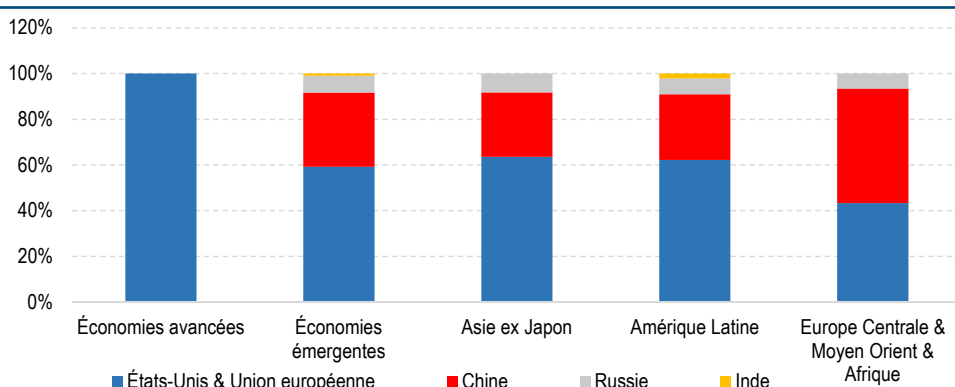
Si en 2020 la Chine a mieux réussi à gérer la crise sanitaire intérieure et à renforcer son influence en tant que première économie à s’engager sur la voie de la reprise, l’année 2021 sera plus favorable aux États-Unis et à l’Europe. L’innovation technologique sans précédent que représente le développement des vaccins à ARNm permet de mieux contrôler le virus au niveau national et de bénéficier d’un avantage comparatif important dans la diplomatie géopolitique des vaccins. Les pays qui ont réservé suffisamment

de vaccins pour couvrir plus de la moitié de leur population âgée de plus de 15 ans, se sont fournis uniquement auprès des États-Unis ou de l’Europe par les économies avancées (EA). Ainsi, aux États-Unis, la répartition est d’environ 50 % pour Pfizer/BioNtech et 50 % pour Moderna. Dans les économies émergentes, en revanche, 32 % des vaccins commandés proviennent de Chine et 7 % de Russie (voir graphiques 2 et 3). Par exemple, à ce jour, dans la région CEEMA, 50 % des vaccins réservés proviennent de Chine².

Pour les émergents, 32 % des vaccins proviennent de Chine et 7 % de Russie

² Selon le Duke Global Health Innovation Center, au 9 avril 2021.

2/ Pays des fournisseurs de vaccins par région



Source : Duke Global Health Innovation Center, Amundi, au 9 avril 2021

Le premier enjeu stratégique pour l’Europe et les États-Unis est de protéger leur propre population, de verrouiller leur marché en n’approuvant que les produits des Occidentaux (blocage du Sputnik V russe) et de proposer très rapidement des vaccins en Afrique, en Amérique latine et au Moyen-Orient afin d’y contenir l’influence chinoise et russe. Toutefois, pendant cette phase intermédiaire de

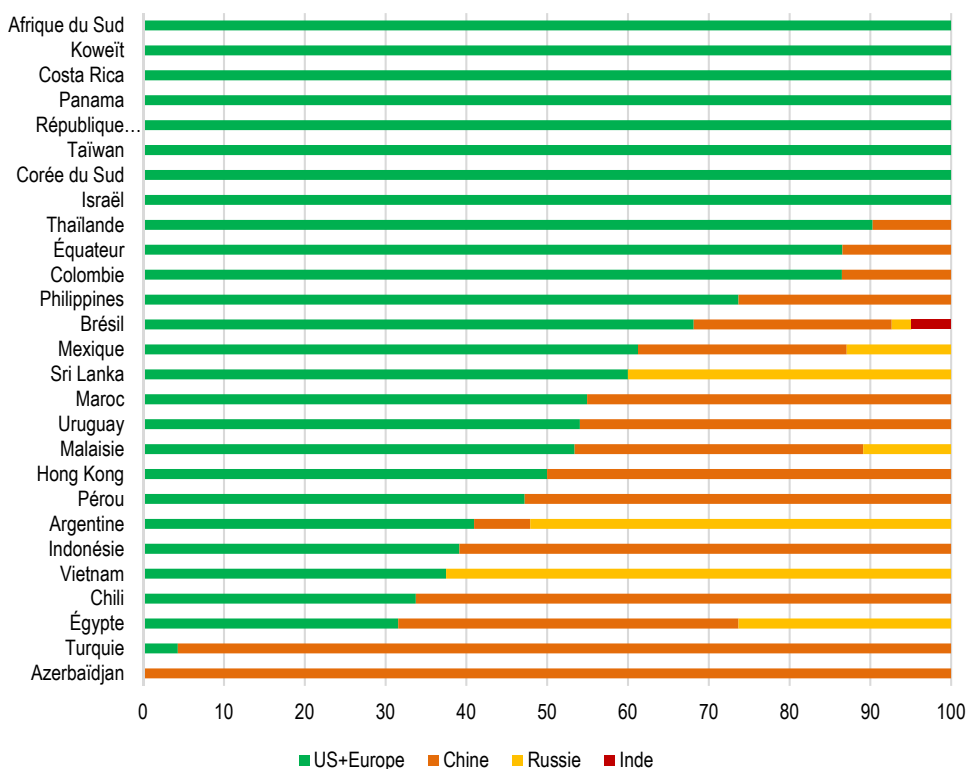
protection des populations occidentales, la Chine et la Russie exploitent le manque d’offre et les longues périodes d’attente dans le monde émergent et ce faisant, consolident leurs liens diplomatiques. Les accords bilatéraux entre la Russie et les pays de l’Est de l’UE (Hongrie, Slovaquie et peut-être la République tchèque³) pour l’accès à Sputnik V en sont un bon exemple.

³ « Czech PM names fourth health minister amid Sputnik vaccine strife » (Le Premier ministre tchèque nomme un quatrième ministre de la santé sur fond de conflit autour du vaccin Sputnik), Reuters - 7 avril 2021

THÉMATIQUE

Le vaccin est une arme diplomatique efficace

3/Répartition des vaccins réservés par pays des fournisseurs en % du total



Source : Recherche Amundi, Duke Global Health Innovation Center au 9 avril 2021

Efficacité des vaccins

Compagnie	Pfizer-BioNTech	Moderna	AstraZeneca	J&J	Novavax	Sinopharm	Sinovac	CanSino Biologics	Gamaleya
Pays d'origine	États-Unis & Allemagne	États-Unis	Royaume-Uni & Suède	États-Unis & Belgique	États-Unis	Chine	Chine	Chine	Russie
Taux d'efficacité	91 %	>90%	76% (étude américaine)	US: 72 %, BRL: 68 %, SAF: 64 %	96 %	79 % Aucune publication des détails de la dernière phase expérimentale	BRL: 51 %, TKY: 91 %, CHL: <70% Aucun détails publiés des phases expérimentales	65 % Aucune publication des détails de la dernière phase expérimentale et l'efficacité risquerait de diminuer au cours du temps selon le chef de la direction scientifique	92 %
Taux d'efficacité vis-à-vis des variants									
Variant brésilien	Prévu d'être effectif	Prévu d'être effectif	Effectif				Peut-être moins effectif		
Variant sud-africain	Légèrement moins effectif	Légèrement moins effectif	Non effectif (néanmoins, expérimentation restreinte)	Moins effectif	49 %	Légèrement moins effectif cependant aucune publication			

Source : NY Times, Reuters, Recherche Amundi

THÉMATIQUE

Cela met en lumière le pouvoir que peuvent conférer les vaccins. En effet, la Russie pourrait gagner des appuis internes pour réduire le risque de sanctions de l'UE.⁴ Toutefois, les vaccins chinois ont enregistré des résultats décevants à l'étranger (Brésil et Chili) et les deux pays doivent encore vacciner leur propre population ou prendre le risque de voir apparaître de nouvelles flambées épidémiques (la Chine s'est fixé un objectif de 40 % d'ici fin juin). Les États-Unis, dont la campagne de vaccination se déroule avec succès et en avance sur le calendrier, organisent, avec les autres membres du « Dialogue quadrilatéral pour la sécurité » ou « Quad » (Australie, Inde et Japon), une initiative commune d'exportation de vaccins dans la région indopacifique, pour contrer l'influence chinoise.⁵

Le deuxième enjeu stratégique concerne les contrats, c'est-à-dire les prix, les volumes et les brevets. En Europe, AstraZeneca (AZN) produit la moitié des vaccins. Toutefois, l'efficacité du vaccin d'AZN étant moindre et le

vaccin ayant perdu une partie de son soutien public, la demande européenne de vaccins brevetés aux États-Unis est très élevée. Les États-Unis, en tant qu'« investisseur » précoce et judicieux, veulent protéger leur retour sur investissement. L'UE, qui s'est concentrée sur le prix et la distribution équitable mais avec la « mauvaise arme » fait face à d'énormes pressions internes pour accélérer les campagnes de vaccination et produire des vaccins américains dans ses propres laboratoires. En outre, les sociétés pharmaceutiques américaines qui distribuent les vaccins disponibles travaillent désormais sur les rappels, les vaccins de nouvelle génération et les essais pédiatriques, qui seront essentiels pour atteindre une immunité totale. Les États-Unis disposent des meilleurs produits et ont vacciné une plus grande partie de leur population, ils sont donc en passe de remporter la bataille géopolitique du vaccin contre le Covid-19.

Achevé de rédiger le 15 avril 2021

⁴ « Vaccine diplomacy will bring modest gains », (Les gains résultant de la diplomatie des vaccins seront modestes), Eurasia Group - 1^{er} avril 2021

⁵ « Vaccine initiative seeks to boost the quad's influence in the Indo-Pacific » (Initiative vaccinale pour renforcer l'influence du Quad dans la région Indo-Pacifique), Eurasia Group - 5 mars 2021

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

Mise à jour mensuelle

Nous constatons des progrès sur le front des vaccins, malgré les difficultés logistiques et les effets secondaires. Dans notre scénario central, les actions surperforment grâce à l'abondance de liquidités, à l'amélioration des fondamentaux et aux politiques monétaires accommodantes. Les variants résistants aux vaccins, les surprises liées aux politiques restrictives et les tensions géopolitiques sont les principales sources de risques. Au-delà de 18 mois, nous anticipons un retour de la croissance (américaine) à son potentiel dans un contexte de régime d'inflation plus élevée, tandis que les pressions stagflationnistes se renforceront en Europe.

L'équilibre des risques évolue dans le temps. Une réduction significative du risque des portefeuilles serait prématurée tant que les fondamentaux macro et microéconomiques s'améliorent et s'accroissent. Pour autant nous pensons que la marge de tolérance pour les erreurs politiques économiques ou les événements indésirables est plus étroite.

SCÉNARIO BAISSIER

10 %

Pressions multifformes*

Analyse

- ❁ Les mutations du Covid entraînent une hausse des cas conduisant à une rechute de la croissance économique et au retour des dispositifs de confinement jusqu'au quatrième trimestre 2021, prolongeant la crise
- ❁ Les effets secondaires des vaccins et/ou leurs pénuries durables sapent la confiance et assombrissent les perspectives mondiales
- ▲ La politique américaine fortement procyclique finit par déstabiliser les anticipations d'inflation et provoque une hausse des taux d'intérêt, du dollar et/ou des matières premières, déstabilisant les actifs risqués (choc de volatilité) et nuisant à la stabilité financière. Le durcissement des conditions financières exacerbe les fragilités économiques et financières
- ▲ La zone euro ne parvient pas à amorcer la reprise, certains pays tombant dans une spirale stagflationniste
- Le manque de croissance compromet la soutenabilité de la dette publique et privée
- Le ralentissement de la croissance chinoise se répercute sur les économies des pays développés
- Les rééquilibres géopolitiques conduisent au protectionnisme et à la démondialisation, affectant négativement le commerce et les chaînes de valeur mondiales

SCÉNARIO CENTRAL

70 %

Reprise multi-vitesses

Analyse

- ❁ Les campagnes de vaccination progressent au premier semestre 2021, malgré des disparités régionales. La croissance recule dans marchés émergents et probablement en Europe en raison de retards de vaccination et/ou de nouveaux confinements
- ▲ Les dispositifs de relance permettent une reprise à plusieurs vitesses qui réduit les différentiels de croissance entre les pays émergents et les économies avancées (stimulée par les États-Unis)
- ▲ La volonté politique pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées est forte, mais leur mise en œuvre dans l'UE pourrait s'accompagner d'une dilution
- ▲ Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes continuent de soutenir la reprise, en écartant les risques déflationnistes et en permettant une stabilisation des ratios dette/PIB pour l'instant
- Les bénéfices des entreprises bénéficient d'une dynamique positive, bien que multi-vitesse, ce qui diminue les risques de solvabilité
- ❁ La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses renforçant les tensions politiques et sociales
- Pause de la dynamique positive des fondamentaux macro et microéconomiques. Le niveau élevé des valorisations des actifs risqués et des facteurs techniques réduit la marge de manœuvre en cas de problème

SCÉNARIO HAUSSIER

20 %

Reprise durable et inclusive

Analyse

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

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
10 %**Pressions multifformes*****Répercussions sur les marchés**

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

SCÉNARIO CENTRAL
70 %**Reprise multi-vitesses****Répercussions sur les marchés**

- Rotation progressive du crédit HY vers les actions, dans une perspective de gestion diversifiée. Surperformance continue des valeurs décotées et cycliques. Privilégier un positionnement de type « Barbell » pour les actions et les devises
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents
- Maintien de poches de croissance et de revenu par le biais des actions et du crédit des pays émergents grâce à la hausse des bénéfiques. Sélectivité sur la dette émergente en devises fortes
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

SCÉNARIO HAUSSIER
20 %**Reprise durable et inclusive****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 cycliques et décotés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

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. Ce mois-ci, nous maintenons le narratif et le risque de notre scénario central.

RISQUE ÉCONOMIQUE
15 %

- **Pandémie 2.0 et difficultés liées aux campagnes de vaccination**
 - Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus du vaccin pourraient avoir un impact très négatif sur les investisseurs et le sentiment des entreprises
 - Un ou plusieurs variants du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs de reprise économique
- **Une reprise qui s'étend sur la durée avec de multiples rechutes** pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier
- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur le marché du travail**, avec une hausse du chômage pourraient générer des tensions sociales
- **Reprise de l'inflation et second « taper tantrum »**
 - Les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier à mesure que l'épidémie recule
 - Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque les anticipations d'inflation partiront à la hausse
 - La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est proche de l'objectif de la plupart des banques centrales
 - Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de sa part pourrait entraîner un nouveau « taper tantrum » semblable à celui de 2013

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

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

RISQUE FINANCIER
20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE
15 %

- **Guerre froide sino-américaine**
 - Les démocrates adoptent une ligne dure avec la Chine
 - Des sanctions et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
 - Risque de confrontations accidentelles en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan où les avions chinois font régulièrement des incursions
- **Instabilité dans les pays émergents et entre pays émergents** en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques et de la hausse des prix des denrées alimentaires
- **Risque d'affaiblissement de la cohésion européenne au lendemain du Brexit**
 - L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre s'avère bien plus perturbatrice qu'anticipé
 - Des tensions surgissent en Irlande du Nord au sujet des nouvelles règles douanières
 - La City pourrait perdre des parts de marché plus rapidement que prévu
 - Le Royaume-Uni doit décider de sa position vis-à-vis des États-Unis, de l'Union européenne et de la Chine

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

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

 Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

 Retournement imminent

 Retournement effectué

 CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique dans la zone euro reste fortement affectée par les restrictions liées au Covid-19, avec des divergences significatives tant au niveau national que sectoriel. Les données prospectives restent encourageantes, le secteur manufacturier surperformant celui des services. La croissance va progressivement s'accélérer à partir du deuxième trimestre, à mesure que les économies redémarrent.
- L'activité économique aux États-Unis s'accélère progressivement. Les données à haute fréquence et les données prospectives signalent une augmentation soutenue de l'activité des entreprises du secteur privé, également soutenue par les réouvertures en cours. Les surprises économiques se sont stabilisées alors que le retournement progressif devrait se poursuivre, car le consensus reste très élevé de sorte que les surprises haussières auront de plus en plus de mal à se concrétiser.

 FONDAMENTAUX & VALORISATION

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



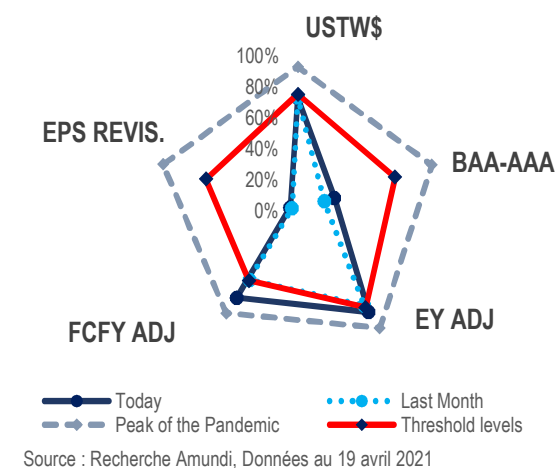
 FACTEURS TECHNIQUES

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

 SENTIMENT

- Malgré les turbulences liées au rééquilibrage trimestriel (T1 2021), notre indicateur du sentiment de risque reste solide.
- La probabilité globale d'AVERSION AU RISQUE reste faible et invite à continuer de surpondérer les actifs risqués aux dépens des actifs défensifs.
- Selon nous, les deux points suivants sont à surveiller. I) La forte remontée de l'USD (jusqu'à présent contenue) ne s'est pas traduite par une baisse des révisions des BPA et une hausse de la prime de risque de crédit (si elle se renforce, elle exercera une pression supplémentaire sur notre indicateur CAST). II) Les conditions financières ne se sont pas détériorées à l'échelle mondiale en raison de la forte réévaluation des taux d'intérêt nominaux et réels au premier trimestre et semblent actuellement s'écarter des normes historiques (signe de la complaisance du marché).

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



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

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

METHODOLOGIE

– Scénarios

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

– Risques

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

POINTS CLÉS

1 Pause tactique de la dynamique économique mondiale

- Nous assistons à une pause tactique dans la très forte réévaluation de la dynamique économique mondiale qui a débuté en avril de l'année dernière.
- Les révisions de BPA et les surprises économiques semblent avoir passé un pic après avoir atteint des niveaux très élevés, ce qui indique que les prix d'actifs intègrent déjà une bonne partie de l'optimisme des marchés et qu'une pause pourrait être nécessaire.

Conséquences en matière d'investissement :

- L'appétit pour le risque dans les différentes classes d'actifs se confirme, mais la prudence vis-à-vis des valorisations reste de mise, que ce soit en termes de valeur absolue ou relative.
- La tendance haussière du dollar observée récemment pourrait entamer l'appétit pour le risque si elle se répercute sur le crédit et déclenche des révisions des BPA.

2 Normalisation de l'inflation américaine, chiffres disparates en zone euro et à surveiller au Brésil

- Dans la plupart des économies avancées, l'inflation se rapprochera de l'objectif des Banques centrales d'ici fin 2021.
- L'inflation américaine augmente plus rapidement que celle de la zone euro. L'Allemagne enregistrera le plus fort pic d'inflation globale, tandis que l'Espagne et l'Italie resteront en retrait.
- L'inflation des pays émergents, visible dans les coûts de production est exacerbée par la faiblesse des devises.
- Au regard de l'évolution historique des indices d'inflation américains, il nous semble très probable qu'un régime d'inflation normal (IPC entre 2 et 3 %) à inflationniste (IPC entre 3 et 6 %) s'imposera jusqu'en 2023.

Conséquences en matière d'investissement :

- Les actifs risqués enregistrent leurs meilleures performances en période d'inflation « normale ».
- En période inflationniste, les actions continuent de dégager des performances positives (inférieures à 10 %), tandis que les *spreads* de crédit ont tendance à s'élargir, les banques centrales adoptant des politiques plus restrictives. Sans surprise, les obligations indexées sur l'inflation assurent une couverture dans ce type de régime.

3 Poursuite de la rotation cyclique

- Les premières tendances de la saison de publication des résultats du premier trimestre sont prometteuses, les anticipations du consensus évoluant sensiblement à la hausse au cours des deux dernières semaines. IBES prévoit ainsi +31 % pour le S&P 500, contre +24 % (1^{er} avril) et il en va de même pour le Stoxx 600 désormais attendu à +56 % contre +47 % précédemment.
- Dans ces deux régions, les secteurs qui avaient été les premiers touchés l'an dernier, à savoir les services financiers et les biens de consommation cycliques, mènent désormais le rebond. Bien que ces chiffres préliminaires soient appelés à fluctuer, ce scénario procyclique semble destiné à durer.

Conséquences en matière d'investissement :

- La rotation procyclique est déjà bien avancée, mais conserve encore du potentiel. Les actions sous-évaluées (style value) peuvent encore bénéficier d'une croissance plus forte des BPA et du momentum économique.
- Nous adoptons également un positionnement régional procyclique, en surpondérant les pays émergents, l'UEM, le Japon et la région Pacifique hors Japon, en restant neutres sur les États-Unis et le Royaume-Uni et en sous-pondérant les marchés défensifs d'Europe comme la Suisse.

POINTS CLÉS

4 Reflation sans hyperinflation en Chine, où la reprise économique soutenue se poursuit

- Nous tablons sur une accélération séquentielle de la reprise économique après le ralentissement du premier trimestre, sous l'impulsion des services.
- Les responsables politiques seront moins préoccupés par la croissance, ce qui entraînera une réduction prudente des politiques de soutien budgétaire et du crédit, ainsi qu'un durcissement ciblé du marché du logement.
- L'inflation ne sera pas un problème pour la PBoC en 2021. Nous nous attendons à ce que l'IPP atteigne un pic au deuxième trimestre dans un contexte de modération de l'impulsion budgétaire et du crédit. L'IPC se renforcera progressivement en 2021-2022, l'inflation sous-jacente restant inférieure à 3 %.

Conséquences en matière d'investissement :

- Le pic d'inflation passager, la réaccélération de la croissance séquentielle et l'augmentation de l'offre obligataire exercent une pression haussière sur les rendements des emprunts d'État au deuxième trimestre. Nous préférons acheter les hausses de rendement, le cas échéant, car les rendements devraient rester stables à 12 mois.
- À mesure que la vague de liquidités commence à refluer, nous restons sélectivement constructifs sur le marché des actions chinoises, en privilégiant les valeurs de rendement par rapport aux valeurs de croissance. Les petites capitalisations présentent également un potentiel haussier plus élevé à court terme, celles-ci bénéficiant de la généralisation de la reprise économique.
- Les risques de défaut d'entreprises publiques et de véhicules de financement des gouvernements locaux continuent de peser sur le marché du crédit et de prolonger l'aversion pour le risque.

5 Poursuite de la reprise à deux vitesses au Japon qui est en bonne position dans le cycle mondial de hausse des investissements

- Le contraste important entre les commandes intérieures et extérieures de machines en début 2021 semble indiquer que la demande extérieure en investissements reste le principal moteur de la reprise au Japon.
- Les bénéfices des entreprises japonaises ont tendance à évoluer en tandem avec le cycle manufacturier mondial. Ainsi, compte tenu de la reprise de la production manufacturière mondiale, la croissance des bénéfices au Japon devrait continuer à rebondir.

Conséquences en matière d'investissement :

- Le Japon reste un pari cyclique, qui devrait être privilégié dans le cadre d'une reprise mondiale, tandis que le yen devrait s'affaiblir à mesure que l'appétit pour les opérations de portage augmente.
- Nous conservons un biais légèrement positif, le risque étant que la reprise mondiale s'accompagne d'une pression haussière moindre sur le dollar une fois que le Japon et l'Europe auront rattrapé les États-Unis et la Chine.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Le soutien budgétaire massif, les conditions financières accommodantes, la demande insatisfaite des consommateurs et l'épargne considérable créent un environnement favorable pour les actions américaines. Il convient néanmoins d'éviter les segments de marché trop exubérants où les valorisations ne sont pas justifiées par les fondamentaux. Les investisseurs doivent, au contraire, se concentrer sur une rotation des principaux thèmes de manière à privilégier les actions value, cycliques, et de qualité avec un fort biais de sélection ainsi que les thèmes ESG. La fiscalité des entreprises est un autre thème qui mérite de l'attention.
	Actions US Value	+		L'amélioration des perspectives de bénéfices et la pentification de la courbe des taux devraient soutenir les actions value cycliques (notamment les financières) qui devraient bénéficier d'une normalisation de l'économie. À long terme, les actions value américaines offrent une combinaison de croissance structurelle, de qualité, de stabilité et de facteurs d'amélioration ESG.
	Actions US Croissance	-		La hausse des taux et l'amélioration de l'économie pourraient avoir un impact négatif sur les valorisations des actions de type croissance à long terme, dont certaines paraissent déjà très chères. Une approche prudente est recommandée dans ces domaines.
	Europe	=/+	▲	Une intensification des campagnes de vaccination au second semestre et une amélioration de l'économie et des prévisions de BPA plaident pour un positionnement optimiste sur les actions européennes, dont les valorisations relatives sont attractives. Toutefois, la région pourrait connaître certaines divergences sectorielles, certains secteurs bénéficiant du redémarrage plus que d'autres. Il faut donc de se montrer sélectif, se concentrer sur les fondamentaux et miser sur les opportunités de rotation dans les segments value et cycliques. Certaines opportunités avec des valorisations extrêmement faibles se présentent également dans les secteurs défensifs.
	Japon	+		Nous maintenons notre opinion constructive sur le Japon, compte tenu de son profil cyclique et industriel qui devrait bénéficier de l'amélioration de l'économie mondiale et de l'affaiblissement du yen qui renforce la compétitivité des exportations.
	Marchés émergents	+	▼	Nous restons positifs sur les actions émergentes, car le potentiel de croissance, en particulier en Asie émergente, reste intact. Nous sommes néanmoins conscients des obstacles à court terme que représentent le renforcement du dollar et la situation du Covid qui exigent une approche plus sélective dans un univers émergent hétérogène, où la consommation intérieure et les thèmes value/cyclique restent importants. Enfin, le rééquilibrage de la Chine vers une trajectoire de croissance plus durable devrait être positif pour l'ensemble des pays émergents.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-/=		Nous restons prudents sur la duration américaine dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation, d'augmentation de la dette américaine et de redressement de l'économie. Toutefois, nous pensons que les rendements ont déjà fortement augmenté et que les investisseurs doivent donc se montrer disposés à allonger la duration si la volatilité du marché s'intensifie. En revanche, les arguments en faveur de l'inflation américaine et des emprunts d'État indexés sur l'inflation restent convaincants. Nous sommes prudents vis-à-vis des bons du Trésor américain dans nos portefeuilles américains.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Il est recommandé aux investisseurs de surveiller les risques de taux d'intérêt dans leurs portefeuilles et donc de limiter les titres IG à longue duration. Nous restons globalement positifs, mais nous constatons des valorisations élevées dans certains segments où il faudrait peut-être réduire les risques. Le crédit titrisé est attractif compte tenu du niveau élevé des revenus et de l'épargne des consommateurs, mais la sélectivité est essentielle.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux du marché HY et la situation des taux de défaut semblent s'améliorer à mesure que l'économie se redresse tandis que les coûts de financement restent faibles. Toutefois, il est essentiel de rester très attentif à la sélection des titres.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents vis-à-vis des obligations du cœur de la zone euro, mais nous sommes conscients que la BCE ne permettra pas aux rendements d'augmenter trop fortement de manière à maintenir des conditions financières accommodantes. Nous sommes en revanche constructifs sur la dette périphérique, en particulier celle de l'Italie, car les récentes interventions du PEPP confirment la volonté de la BCE d'éviter toute fragmentation des marchés européens.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous sommes positifs sur le crédit IG compte tenu de l'amélioration des fondamentaux et de la quête de rendement, en mettant l'accent sur la dette à plus court terme et sur le segment BBB. Pour autant, la sélection des crédits reste importante, car nous pensons que des divergences sont susceptibles d'apparaître entre les secteurs les plus touchés par la crise et ceux qui se sont redressés. Le soutien de la BCE reste important pour le marché.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=/+	▲	Nous préférons miser sur les opportunités de compression des <i>spreads</i> parmi les entreprises moins bien notées et explorer les opportunités de valeur relative dans le secteur financier (nous sommes positifs sur la dette subordonnée et prudents sur les obligations seniors de ce secteur). Nous estimons toutefois qu'il est important de trouver un équilibre entre qualité et rendement en différenciant les crédits de haute qualité des crédits de qualité inférieure.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Si, à long terme, la dette en devise forte permet de soutenir la quête de revenus des investisseurs, à court terme, ces derniers sont invités à se méfier de la hausse des taux américains. La hausse de la croissance des bénéficiaires soutient les obligations d'entreprises, mais la marge de compression des <i>spreads</i> des obligations HY reste faible, hormis quelques cas idiosyncrasiques. Nous recherchons de manière sélective les opportunités dans les marchés frontières.
	Émergents Dette en devise locale	=		Compte tenu des risques associés au renforcement du dollar, nous pensons que la dette en devise locale est plus vulnérable et plus chère. La sélectivité reste donc indispensable.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières, y compris les métaux de base, devraient bénéficier des anticipations de forte reprise économique pour 2021 et des répercussions des investissements autour du thème de la réflation. La situation devrait également être positive pour les prix du pétrole, qui devraient se maintenir à leurs niveaux actuels au cours des prochains mois. Parmi les métaux précieux, l'or a trouvé un certain soutien dans les récentes déclarations accommodantes de la Fed.
	Devises			La récente appréciation du dollar n'a pas affecté les conditions financières, mais, d'après nos modèles internes, le dollar semble avoir atteint un niveau d'alerte. Nous pensons néanmoins que certains facteurs favorisant la trajectoire haussière temporaire du dollar sont en train de se réaligner.

LÉGENDE

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

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

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/04/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,7/6,5	3,7/4,5	2,6	2,9	3,1
Pays développés	-5,2	4,7/5,6	3,2/3,9	0,7	1,8	1,8
États-Unis	-3,5	6,5/7,9	3,5/4,4	1,3	2,6	2,5
Japon	-4,9	4,0/4,6	1,4/2,0	0,0	0,1	0,2
Royaume-Uni	-9,9	3,8/4,4	4,6/5,2	0,9	1,7	2,0
Zone euro	-6,8	3,0/3,6	3,2/3,9	0,3	1,4	1,5
Allemagne	-5,0	2,8/3,4	2,6/3,2	0,5	1,8	1,5
France	-8,2	4,0/4,6	3,2/3,8	0,5	1,2	1,6
Italie	-8,9	3,0/3,6	2,7/3,3	-0,1	1,0	1,4
Espagne	-11,0	3,9/4,5	4,2/4,8	-0,3	1,1	1,2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** grâce à un dosage macroéconomique extrêmement accommodant, l'économie américaine retrouvera ses niveaux d'avant la pandémie d'ici le milieu de l'année. La levée des restrictions sanitaires, la généralisation des campagnes de vaccination et l'accumulation de surplus d'épargne constituent autant de risques haussiers sur nos anticipations de croissance et d'inflation pour 2021. Le plan « Build Back Better », qui envisage 2 000 à 4 000 milliards de dollars de dépenses d'infrastructure en 10 ans, pourrait faire remonter le PIB dès l'an prochain tout en stimulant la croissance potentielle à moyen et long terme. L'inflation est en hausse et dépassera la cible ce trimestre en raison de facteurs provisoires avant de se stabiliser à partir de 2022 à des taux légèrement supérieurs à ceux d'avant la pandémie.
- Zone euro :** la rapidité des campagnes de vaccination reste un facteur déterminant. Bien qu'elle ait résisté durant les périodes de confinement de l'automne et de l'hiver, la reprise économique subira probablement un repli en raison du prolongement des restrictions sanitaires au premier semestre, poursuivant un parcours très chaotique vers la reprise avec un redémarrage qui ne sera que très progressif. Les performances économiques devraient probablement s'accélérer de manière significative à partir de l'été. Les gouvernements continueront d'assurer un soutien budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée tandis que la Banque centrale européenne restera accommodante. L'inflation s'accéléra, faisant preuve de volatilité en raison de facteurs transitoires et en se maintenant en dessous de l'objectif vers la fin de l'horizon de prévision.
- Japon :** la reprise économique devrait surperformer celle de la zone euro, mais sous-performer celle des États-Unis en 2021. Nous pensons que les exportations resteront le principal moteur de la croissance, celles-ci bénéficiant de la reprise mondiale des investissements. Cette tendance s'est manifestée par la forte augmentation des commandes de machines au début de l'année. La lenteur de la campagne de vaccination et les flambées épidémiques répétées dans les grandes villes jettent toutefois une ombre sur les perspectives de la demande intérieure et nous nous attendons donc à ce que l'inflation reste proche de zéro. Le niveau de transmission de l'inflation importée résultant de la faiblesse du yen et de la hausse des prix des matières premières sera limité.
- Royaume-Uni :** nous anticipons une contraction de l'économie britannique au premier trimestre, mais grâce à la campagne de vaccination rapide qui a permis de couvrir 50 % de la population à la mi-avril, le gouvernement a pu commencer à lever progressivement les restrictions sanitaires, qui seront totalement levées d'ici le 21 juin. L'économie devrait donc se redresser à partir du second trimestre et bénéficier d'une dynamique vigoureuse durant la seconde moitié de l'année. L'inflation devrait s'accélérer, sous l'effet de facteurs passagers, tout en restant globalement dans les limites de l'objectif et sans compromettre l'orientation accommodante de la politique monétaire qui devrait se conjuguer à la politique budgétaire récemment renforcée pour soutenir progressivement la reprise.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	Z3-04 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,52	-0,50	-0,52	-0,50	-0,52
Japon	-0,10	-0,1	-0,01	-0,1	-0,06
RU	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	16 juin
BCE Conseil des gouverneurs	10 juin
Banque du Japon MPM	18 juin
Banque d'Angleterre MPC	6 mai

Source : Recherche Amundi

- Fed :** le FOMC a revu à la hausse ses anticipations de croissance économique, d'emploi et d'inflation lors de sa réunion de mars, mais sans modifier la trajectoire prospective des taux d'intérêt, qui ne devraient pas être relevés avant 2024. La Fed s'est montrée résolue à faire preuve de patience en mettant l'accent sur sa nouvelle fonction de réaction et sur sa détermination à maintenir ses taux proches de zéro jusqu'à ce que l'inflation soit clairement orientée au-dessus de 2 % et que le plein-emploi soit rétabli. La banque centrale a réaffirmé qu'elle considérait les chiffres élevés à venir de l'inflation comme transitoires et, d'autre part, a mis l'accent sur son mandat de plein-emploi. Les prévisions de croissance pour 2021 pourraient être revues à la hausse si le FOMC revoit à la baisse son évaluation des risques liés au Covid dans les quelques mois à venir. Le Comité a insisté sur la très grande incertitude entourant le virus ainsi que la nature de la reprise et l'ampleur du soutien budgétaire.
- BCE :** comme anticipé, la réunion d'avril n'a pas débouché sur de nouvelles politiques, la BCE continuant à se montrer conciliante et reconfirmant l'orientation très accommodante de sa politique monétaire. Le président de la BCE a évoqué des achats mensuels au titre du PEPP proches de 85 milliards d'euros au cours des prochains mois, a jugé prématuré tout débat sur une éventuelle réduction progressive des achats et a souligné, à l'instar d'autres juridictions, la nécessité de maintenir un soutien monétaire pendant un bon moment encore, l'économie ayant encore un long chemin à parcourir avant de pouvoir laisser la pandémie derrière elle. En dépit de certaines divergences au sein de la BCE quant aux perspectives de stimulation au moment où l'économie commencera à se redresser, la dernière réunion a confirmé une attitude globalement accommodante.
- BoJ :** la BoJ a apporté quelques petits changements à sa politique lors de la réunion de mars, pour mettre l'accent sur la durabilité. La banque centrale a confirmé la fin de ses achats réguliers d'ETF et de J-REIT, a annoncé un élargissement de la fourchette des JGB à 10 ans de +/- 25 pb autour de 0 % et a renforcé son programme de subventions pour atténuer les effets de la politique de taux d'intérêt négatif. Depuis lors, la BoJ a réduit ses achats de JGB et s'est abstenue d'acheter des ETF durant la majeure partie du mois d'avril. Dans l'optique d'une reprise économique tirée par les exportations dans le cadre d'un cycle d'investissement mondial en 2021, nous pensons que la BoJ continuera à réduire le volume moyen de ses achats d'actifs.
- BoE :** la réunion de mars n'a donné lieu à aucun changement politique et la BoE maintient son ton accommodant, même si elle semble faire preuve d'un optimisme prudent quant à ses perspectives. Tout comme la Fed, la BoE ne semble pas s'alarmer de la pentification de la courbe de ces derniers mois, comme le suggèrent les déclarations de son gouverneur, Andrew Bailey, qui estime que la hausse des rendements reflète l'amélioration des anticipations de croissance. Pendant ce temps, en attendant que l'évolution de la situation économique soit plus claire, la BoE continuera à cibler des conditions de financement assez souples, en recourant principalement à l'assouplissement quantitatif plutôt qu'à d'autres outils de politique monétaire. Les toutes dernières déclarations des membres de la BoE suggèrent le maintien du statu quo pour le moment.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/04/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,7/6,5	3,7/4,5	2,6	2,9	3,1
Pays émergents	-2,2	6,3/7,1	4,0/5,0	4,0	3,8	4,0
Brésil	-4,1	3,1/4,1	1,5/3,5	3,2	6,5	4,0
Mexique	-8,2	4,4/5,4	1,9/3,9	3,4	4,3	3,3
Russie	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,2
Inde	-7,1	9,0/10,2	5,2/6,6	6,6	5,2	6,1
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,4/5,4	2,0	2,1	3,2
Chine	2,3	8,9/9,5	4,9/5,5	2,5	1,2	2,4
Afrique de Sud	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,1	4,6
Turquie	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,7	11,6

Source : Recherche Amundi

- Chine :** le PIB a progressé de 18,3 % en variation annuelle au premier trimestre, compte tenu du faible niveau de l'année dernière. En termes séquentiels, la croissance s'est ralentie pour s'établir à environ 1,2 % en variation trimestrielle corrigée des variations saisonnières au premier trimestre, contre 3,4 % au quatrième trimestre 2020 selon nos estimations, en raison du ralentissement des secteurs de la construction et des services. L'accélération de la campagne de vaccination et la maîtrise de la pandémie devraient permettre à la croissance du secteur des services de redémarrer et de dynamiser l'ensemble de l'économie pour le restant de l'année. Le rétablissement de la demande des consommateurs et la réduction des capacités inutilisées sur le marché du travail entraîneront un renforcement progressif de l'inflation sous-jacente, tandis que la baisse des cours du porc devrait permettre de contenir l'inflation globale.
- Inde :** le nombre d'infections dans le pays a atteint le niveau record de 350 000 à la fin du mois d'avril. Les données quotidiennes relatives aux déplacements ont fortement reculé et les restrictions sanitaires ont été légèrement renforcées. Toutefois, le gouvernement ne souhaite pas imposer de confinement national comme lors de la première vague, de sorte que l'impact sur l'économie devrait être moins important qu'en 2020. La campagne de vaccination s'est accélérée dernièrement, mais le manque de doses disponibles pourrait en freiner le rythme. Il faudra probablement attendre 2022 pour une généralisation du vaccin.
- Brésil :** plusieurs points d'inflexion sont actuellement à l'œuvre au Brésil. La dynamique du Covid s'infléchit à la baisse à partir de niveaux élevés, tandis que les déplacements évoluent à la hausse à mesure que les restrictions sanitaires sont levées. Cela devrait permettre à l'économie de regagner du terrain après le trou d'air de mars et d'avril. L'inflation annuelle, qui se situe largement au-dessus de sa cible, ne devrait pas culminer avant les mois d'été, bien que la tendance de l'inflation séquentielle soit déjà orientée à la baisse. C'est là une bonne nouvelle pour la banque centrale qui tente de rattraper la courbe à coups de hausses de 75 points de base. Le budget a finalement pu être approuvé moyennant le veto de certaines dispositions.
- Colombie :** une nouvelle vague de Covid a nécessité un durcissement des restrictions de déplacement, ce qui devrait peser sur la croissance du second trimestre, qui par ailleurs se portait plutôt bien. Grâce à la dynamique favorable de l'inflation, la normalisation n'est pas une urgence pour la banque centrale, mais les effets de base devraient rapprocher l'inflation de la cible au cours du deuxième trimestre. Les autorités ont annoncé les modalités de l'indispensable réforme fiscale qui vise à accroître les recettes d'environ 1,4 % du PIB (par l'élargissement de la TVA et de l'assiette de l'impôt sur le revenu), ainsi qu'à améliorer le filet de protection sociale et à renforcer les règles budgétaires. Le projet a de grandes chances de se voir dilué, il est toutefois indispensable que les recettes nettes se maintiennent aux alentours de 1 % du PIB pour que le pays puisse éviter une dégradation de sa note de crédit hors de la catégorie IG.

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

	27-04 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,85	3,85	3,85	3,90	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,50	4,15
Brésil	2,75	5,50	5,00	6,00	5,60
Russie	5,00	5,75	5,00	6,00	5,20

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 mai
RBI (Inde)	4 juin
BCB (Brésil)	5 mai
CBR (Russie)	11 juin

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** les politiques visant à réduire les risques liés à la dette ont gagné du terrain, laissant présager un léger recul de l'endettement en 2021, dans le cadre de l'objectif plus général de maîtrise du levier macroéconomique. Plus précisément, les régulateurs ayant mis en garde contre les risques des institutions financières locales, le ministère des Finances a publié de nouvelles règles pour contenir la dette contingente des gouvernements locaux, encourageant ainsi les financements locaux à prendre plus de distance vis-à-vis des véhicules de financement des gouvernements locaux. Dans ce contexte de durcissement des conditions de crédit, la liquidité interbancaire reste stable et nous pensons que la PBoC continuera à ancrer les taux autour des niveaux souhaités pour éviter tout durcissement excessif.
- RBI (Inde) :** le 7 avril, le Comité de politique monétaire a voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 4 %. L'Inde a été confrontée, ces derniers temps, à une recrudescence des contaminations, ce qui a fragilisé la reprise économique du pays et a entraîné une légère hausse des prix (l'indice des prix de gros indiens a, sous l'effet des matières premières, connu une flambée à 7,4 % en variation annuelle en mars). En ce qui concerne les conditions économiques nationales et les conditions financières mondiales, nous maintenons nos convictions concernant la RBI pour l'année en cours. Côté liquidité, la RBI a présenté sa stratégie pour 2021-2022 ainsi que son programme d'achat sur le marché secondaire de G-sec (G-SAP 1.0).
- BCB (Brésil) :** la hausse plus importante que prévu en mars (75 pb contre 50 pb attendus) à 2,75 % s'est accompagnée d'une annonce de hausse de même ampleur lors de la prochaine réunion du 5 mai. Selon la BCB, cette annonce anticipée est nécessaire pour éviter que l'inflation, qui augmente rapidement (en raison, pour l'essentiel, d'effets de base et des prix de l'énergie), ne dépasse la cible en 2022. Il convient toutefois de noter que la BCB considère le présent ajustement comme étant seulement une étape de la normalisation. Nous sommes en partie d'accord, mais nous anticipons une hausse plus rapide et plus proche de la neutralité cette année (5,50 %) en raison de l'accumulation de pressions inflationnistes et de la hausse des anticipations d'inflation.
- CBR (Russie) :** le 23 avril, la CBR a de nouveau relevé son taux directeur de 50 points de base pour le porter à 5 %, soit un peu plus haut qu'anticipé. La CBR, dans son communiqué de presse, a évoqué plusieurs facteurs ayant motivé cette décision, dont la reprise plus rapide qu'attendu de la demande intérieure, les meilleures perspectives en matière de demande extérieure ainsi que les anticipations inflationnistes et les risques pro-inflationnistes élevés. L'inflation était à 5,8 % en variation annuelle au mois de mars et devrait s'établir à 5,5 % au mois d'avril. La CBR a adopté un ton plus restrictif et reste ouverte à de nouvelles hausses de son taux directeur. Elle s'attend désormais à ce que l'inflation ne revienne à son objectif de 4 % que vers la fin du premier semestre 2022. Nous anticipons désormais un maximum de 100 pb de hausse dans les 12 prochains mois.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(28 avril 2021)

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

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	23/04 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,52	-0,50	-0,52	-0,50	-0,52
Japon	-0,10	-0,1	-0,01	-0,1	-0,06
Royaume-Uni	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Pays émergents

	27/04 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,85	3,85	3,85	3,90	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,50	4,15
Brésil	2,75	5,50	5,00	6,00	5,60
Russie	5,00	5,75	5,00	6,00	5,20

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	23/04 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,16	0,15/0,25	0,31	0,20/0,35	0,46
Allemagne	-0,69	-0,70/-0,50	-0,72	-0,70/-0,50	-0,73
Japon	-0,13	-0,20/-0,10	-0,15	-0,20/-0,10	-0,16
Royaume-Uni	0,05	0/0,25	0,12	0/0,25	0,22

Taux 10 ans

	23/04 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,58	1,5/1,8	1,70	1,8/2,0	1,84
Allemagne	-0,25	-0,40/-0,20	-0,19	-0,20/-0,0	-0,14
Japon	0,07	0/0,20	0,11	0/0,20	0,15
Royaume-Uni	0,76	0,7/0,9	0,90	0,9/1,1	0,99

Prévisions de change

	26/04/2021	Amundi T3 2021	Consensus T3 2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022
EUR/USD	1,21	1,18	1,20	1,16	1,22
USD/JPY	108	112	108	114	107
EUR/GBP	0,87	0,84	0,85	0,86	0,86
EUR/CHF	1,10	1,12	1,11	1,12	1,12
EUR/NOK	10,02	9,64	9,90	10,16	9,80
EUR/SEK	10,13	9,97	10,00	10,31	9,87
USD/CAD	1,24	1,22	1,25	1,26	1,25
AUD/USD	0,78	0,80	0,78	0,75	0,79
NZD/USD	0,72	0,72	0,73	0,68	0,74
USD/CNY	6,49	6,50	6,50	6,60	6,42

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

ASSET CLASS VIEWS

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

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

SHIFTS & NARRATIVES

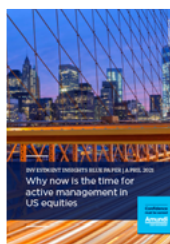
**Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)**

Monica DEFEND, Global Head of Research - Vincent MORTIER, Deputy CIO - Bastien DRUT, Senior Strategist at CPR AM - Francesca PANELLI, Investment Insight Unit - Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Shifts & Narratives #1 - Do not give up on fundamental valuations (09-04-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS

**Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Dino DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - Alec MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors (06-04-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

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

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

How hot is the inflation pot? Strategies to protect portfolios from inflation risk (31-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

WORKING PAPERS

**Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)**

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

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

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

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

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

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

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

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS

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

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

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

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

RAPPORT

**Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.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 - marcutti

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, Responsable FX Marchés Développés, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, 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

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit