

Research

#07/08
Juillet-août
2021

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Le calme en surface cache de forts courants de fond

LE THÈME DU MOIS

Les politiques monétaires à la croisée des chemins

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#07/08 - Juillet-août 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Le calme en surface cache de forts courants de fond p. 3

Les grandes économies se trouvent à des stades différents de leur cheminement vers une accélération maximale, mais la hausse des prix semble être un dénominateur commun. Si pour l'instant les marchés ont adhéré au discours de la Fed sur l'inflation temporaire, tout repli des prévisions d'inflation à long terme pourrait obliger la Fed à agir de manière agressive. Dans ce contexte, nous maintenons notre position neutre sur les actifs à risque puisque les marchés devraient rester dans un schéma d'attente. En ce qui concerne les titres du Trésor américain, les investisseurs doivent rester prudents, mais actifs, car les rendements à long terme sont orientés à la hausse. Dans l'ensemble, ce n'est pas le moment de se reposer sur ses lauriers ou de prendre des décisions directionnelles fortes.

Macro

Virage politique à gauche de l'Amérique latine p. 5

Malgré les bouleversements politiques que connaît l'Amérique latine, le potentiel de réforme et de demande dans la région offre des opportunités aux investisseurs actifs.

Gestion diversifiée

Contexte positif, mais faible directionnalité du marché p. 7

Les investisseurs ne doivent pas courir après les marchés pour l'heure, car ceux-ci doivent encore prendre en compte le ralentissement de la dynamique économique et le risque de hausse de l'inflation.

Marchés obligataires

Banques centrales vigilantes face au risque d'inflation p. 9

Pour le moment, les marchés sont en phase avec le discours de la Fed selon lequel les pressions inflationnistes sont transitoires, mais il convient de surveiller la manière dont la Fed trouve un équilibre entre répression financière et réduction des mesures de relance.

Actions

Rotations, sélection et dividendes p. 11

Il convient de lever le pied quelque peu en termes de directionnalité dans les rotations. Dans un marché qui exige de la sélectivité, il convient de se concentrer sur la vigueur des entreprises individuelles et sur la croissance des bénéficiaires.

Thématique Global views

Hausse de l'immobilier: quelles conséquences pour la politique monétaire? p. 13

Malgré le choc économique lié au Covid, les prix des logements ont continué d'augmenter dans la plupart des économies avancées et les prix s'accroissent rapidement dans certaines économies émergentes. Néanmoins, il est prématuré de parler d'un boom immobilier mondial.

Le thème du mois

Économies développées: les politiques monétaires à la croisée des chemins p. 16

Les banques centrales ont mis en place des politiques monétaires ultra-accommodantes pour soutenir les économies pendant la crise du Covid. La forte reprise qui se dessine dans les économies développées devrait permettre une réduction progressive du soutien monétaire. Élément stratégique des conditions financières mondiales, la normalisation de la politique monétaire de la Fed retient toute l'attention. Dans les économies développées, le rebond de l'activité économique devrait permettre aux banques centrales de réduire progressivement leurs programmes d'achat d'actifs dans un premier temps, puis de relever leurs taux.

Marchés émergents: normalisation de la politique monétaire p. 19

Les conditions de la politique monétaire dans les marchés émergents sont encore résolument accommodantes. Les facteurs intérieurs tels que l'inflation et, dans certains cas, un fort rebond économique poussent les banques centrales des pays émergents à normaliser leur politique monétaire. Le durcissement des conditions financières mondiales devrait déclencher une normalisation plus rapide et plus généralisée.

Thématiques

Obligations européennes: la dynamique de l'offre et de la demande des obligations d'État européennes devrait s'améliorer au S2 2021 p. 23

Les émissions nettes d'obligations d'État de l'UEM des 10, nettes des achats d'actifs de la BCE, devraient être négatives au S2 cette année pour trois grandes raisons: 1) les émissions d'obligations d'État sont concentrées au S1, 2) environ 60 % des remboursements annuels d'obligations restent à venir, et 3) les achats d'actifs de la BCE devraient rester élevés. Le marché de la dette supranationale continuera de croître à un rythme soutenu, sous l'impulsion du financement du plan NGEU de l'UE, et suite aux émissions d'obligations SURE au S1, la BCE étant susceptible de continuer à offrir un soutien dans ce segment également.

Le coût de l'autosuffisance p. 28

La perturbation des chaînes d'approvisionnement mondiales a été un signal d'alarme pour l'Union européenne. Depuis des années, le principe d'un marché unique, ouvert et libre a conduit à un transfert massif de la production industrielle et à son externalisation, principalement vers l'Asie. La crise Covid-19 a montré que la dépendance de l'Europe était supérieure à ce qu'imaginaient la plupart des dirigeants politiques et des décideurs, et aurait pu entraîner des perturbations plus importantes, avec des conséquences fatales dans certains secteurs. Il est devenu crucial d'assurer, au minimum, une forme d'autosuffisance sur les produits essentiels; mais le coût de l'indépendance pourrait s'avérer beaucoup plus élevé que prévu.

Les difficultés démographiques de la Chine p. 32

Les derniers résultats du recensement indiquent que la population de la Chine vieillit plus rapidement que prévu, incitant Pékin à assouplir le contrôle des naissances et à adopter une politique des trois enfants. Conscients des difficultés à inverser le faible taux de fécondité, nous pensons que la Chine s'appuiera davantage sur le moteur de la productivité pour sa croissance à long terme.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 34
> Principaux risques	p. 36
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 37
> Points clés de la Recherche	p. 39

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 41
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 43
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 45
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 47
> Publications récentes	p. 48

CIO VIEWS

Le calme en surface cache de forts courants de fond



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Les marchés financiers semblent garder leur calme, malgré l'accélération des chiffres de l'économie réelle. De manière générale, **les perspectives nous paraissent favorables, mais les grandes économies se trouvent à différents stades de leur accélération. L'Europe et certains pays émergents, notamment, ont encore du chemin à parcourir.** En revanche, ce que toutes les régions ont en commun, ce sont les **pressions croissantes sur les prix des intrants et à la production** dans un contexte de perturbation des chaînes d'approvisionnement, avec des taux d'inflation en forte hausse. De forts courants de fond pourraient rendre l'environnement bien moins sûr qu'il n'y paraît.

Le marché de l'emploi des États-Unis arrive à un moment charnière, puisque dans de nombreux États, les allocations d'urgence cesseront à la fin du mois de juin. Nous savons que la Fed regardera les données effectives plutôt que les prévisions et que l'évolution des données sur l'emploi ne sera pas visible avant la publication du mois d'août, lorsque certains des effets de base de l'inflation commenceront également à s'estomper. Ce sera le point de pivot. Le discours de la Fed s'est déjà infléchi lors de la réunion de juin, la banque centrale constatant un renforcement de l'économie et révisant à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2021. Elle continue néanmoins de considérer que la hausse de l'inflation est « en grande partie due à des facteurs transitoires » avec la présence de quelques risques haussiers. L'incertitude reste élevée et même si les marchés croient au scénario d'inflation transitoire, les mois à venir seront probablement plus difficiles. **Les anticipations d'inflation ont déjà progressé, le point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans ayant atteint son plus haut en sept ans à 2,55 %.** Ce niveau est déjà en ligne avec l'objectif d'inflation moyenne de la Fed de 2 %. Toute hausse supplémentaire risque de briser l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, obligeant la Fed à agir de manière plus agressive que ce que les marchés attendent.

Côté investissements, ces perspectives **confirment la nécessité de faire preuve de prudence.** Ainsi, même si le rebond économique continue de soutenir les actifs risqués, les investisseurs pourraient se retrouver dans des eaux plus agitées si le scénario d'inflation venait à évoluer. Ceci étant posé, voici nos principales convictions :

- **Le thème de la reflation cyclique n'est pas terminé, mais devient moins évident** - Le potentiel de surprises économiques aux États-Unis s'estompant, l'équilibre entre les prévisions et la réalité semble se stabiliser. La dynamique de réouverture qui a été bénéfique pour tous est en train de s'essouffler, ce qui signifie que désormais, les opportunités sur le marché des actions américaines semblent plus idiosyncrasiques et moins dépendantes de la direction du marché. Le pourcentage exceptionnel de 70 % de gérants actifs à surperformer l'indice Russel 1000 en mai (un record depuis 1992) est un des marqueurs de cette évolution du marché. En Europe, la dynamique de redémarrage n'en est qu'à ses débuts et c'est encore plus vrai dans les pays émergents où les paris directionnels ont encore un potentiel intéressant.
- **Poursuite des rotations dans un contexte de valorisations absolues élevées** - Les valorisations des actions sont chères en termes absolus, mais pas en termes relatifs par rapport aux obligations, ce qui signifie qu'à moyen terme, il n'y a pas d'alternative à l'investissement en actions. À ce stade cependant, et à l'approche de l'été, nous préférons maintenir un positionnement plus neutre concernant l'orientation de la politique de la Fed. De plus, nous pensons que la rotation value va se poursuivre, car les écarts de valorisation sont encore très importants. En revanche, son intensité devrait s'estomper par rapport à ce qui a pu être observé depuis le mois de novembre et sa trajectoire sera moins linéaire, mais les actions décotées devraient surperformer les actions de croissance pour de nombreuses raisons (cycle des matières premières, reprise cyclique, hausse

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Rester neutre, mais actif sur les classes risquées, en comptant moins sur la direction du marché et plus sur la sélection durant la séquence de rotation à venir.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Prudence accrue à l'égard de la durée américaine.
- ▶ Révision à la baisse, en gestion diversifiée, de l'inflation américaine à 10 ans en raison des valorisations.
- ▶ Devises: constructifs sur la paire IDR/USD, nous ne sommes plus optimistes sur la paire BRL/JPY.

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

des taux d'intérêt). Outre les valeurs décotées, nous anticipons une **montée en puissance de la thématique des actions de rendement** qui devraient surperformer compte tenu de la quête de revenus.

- **Côté obligations, nous conservons un positionnement court sur la durée**, tandis que sur le crédit nous sommes constructifs, notamment en Europe, compte tenu de l'accélération économique dans la région.
- **Dans les pays émergents, nous restons également prudents sur la durée**. L'inflation ne concerne pas seulement les États-Unis. Elle touche aussi les pays émergents, dont les banques centrales sont en phase de durcissement. Or, l'appréciation du dollar résultant des messages récents de la Fed pourrait avoir un effet négatif sur les pays émergents. C'est pourquoi nous maintenons un positionnement neutre sur les obligations émergentes, tout en restant attentifs aux opportunités offertes par les devises et les actions.

Pour l'avenir, nous nous attendons à ce que les marchés restent attentistes, avec quelques mouvements résultant du débouclage des positions d'investisseurs optant pour la neutralité en raison du caractère incertain de la phase actuelle et de la communication de la Fed (les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté après les récentes déclarations de la Fed et le dollar s'est apprécié). Il faudra une grosse surprise sur les marchés pour mettre fin à cette phase d'attentisme et les eaux devraient rester calmes pour le moment. Cela ne signifie pas pour autant que celles-ci sont sûres et de puissants courants pourraient les agiter prochainement. Ce n'est pas le moment de se montrer complaisant ni de prendre des décisions directionnelles fortes et nous recommandons aux investisseurs de redoubler de vigilance pour continuer à bénéficier de la reflation.

MACRO

Virage politique à gauche de l'Amérique latine



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Patryk DROZDZIK,
Macrostratège Senior,
Marchés émergents

Malgré les bouleversements politiques que connaît l'Amérique latine, le potentiel de réforme et de demande dans la région offre des opportunités aux investisseurs actifs

La balance politique latino-américaine penche résolument à gauche, poussée à la fois par les forces structurelles pré-pandémiques et, plus récemment, par un environnement économique cyclique très difficile. Le mécontentement profond à l'égard du *statu quo* et le sentiment de rejet de l'ordre établi sont plus qu'évidents dans les événements récents que nous décrivons ci-dessous. Ce virage politique à gauche est très inquiétant du point de vue macroéconomique et du prix des actifs et pourrait théoriquement se concrétiser par un équilibre défavorable entre production plus faible et prix plus élevés. Cette situation, conjuguée à la montée de l'incertitude, représente un vent défavorable pour les prix relatifs/devises et amène les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées.

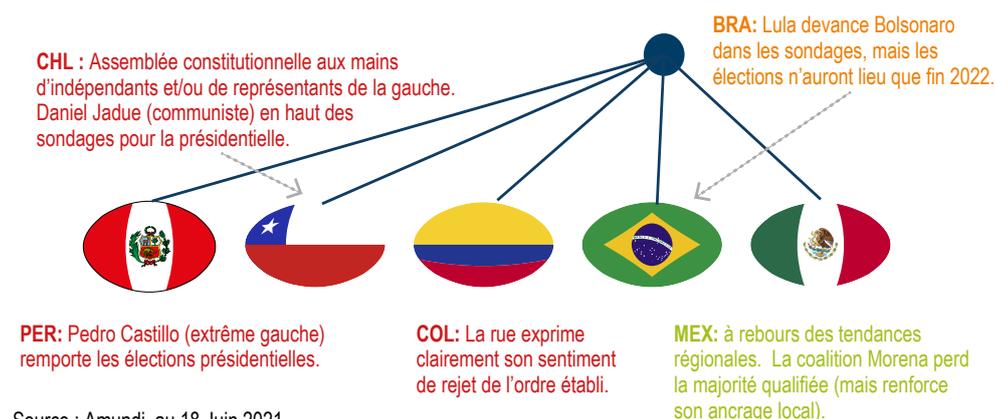
Au Pérou, les électeurs ont confié la présidence au candidat de la gauche dure, Pedro Castillo. Bien que les résultats n'aient pas encore été certifiés, Pedro Castillo a très probablement battu la représentante de la droite, Keiko Fujimori, dans une élection extrêmement polarisée et serrée. La victoire probable de Pedro Castillo devrait se traduire par une transformation radicale du modèle économique du pays avec une tentative de révision de la constitution pour renforcer le rôle subsidiaire de l'État en

vue d'augmenter les dépenses sociales de manière structurelle. Le Congrès dispose du pouvoir de bloquer les propositions les plus radicales, mais sa structure très fragmentée constitue un problème en soi. La récente modération de l'équipe Castillo est bienvenue, mais il est peu probable qu'elle fasse dévier l'orientation très à gauche de ses politiques.

L'Assemblée constitutionnelle du **Chili** est désormais entre les mains des indépendants de gauche. La coalition de droite au pouvoir, qui recueille traditionnellement environ 40 à 45 % des voix, n'a obtenu qu'un cinquième des sièges lors de récente élection constitutive, ce qui est nettement inférieur aux attentes et au tiers nécessaire pour bloquer les propositions radicales susceptibles d'être proposées dans la nouvelle Constitution. Les représentants de la gauche et les indépendants contrôleront désormais le calendrier constitutionnel et chercheront probablement à renforcer le rôle de l'État et les droits sociaux. Le résultat des élections augmente également la probabilité que des élections présidentielles soient organisées dans le courant de l'année.

La grogne sociale se propage en **Colombie**. Déclenchée par la réforme fiscale ambitieuse et prudente, mais malvenue, la contestation sociale a gagné les rues colombiennes sous la

Actualité politique récente en Amérique latine



Source : Amundi, au 18 Juin 2021.

MACRO

forme de manifestations et de grèves importantes. Le projet de réforme fiscale a désormais été retiré, mais les revendications sociales ont augmenté tandis que la note de crédit du pays a été dégradée. Ce nouveau report de la réforme fiscale s'accompagne d'une poursuite de la détérioration de la situation budgétaire. Ces facteurs joueront un rôle dans les prochaines élections générales et présidentielles, prévues pour le premier semestre 2022 et Pétri (communiste) se trouve à nouveau en position de force dans les sondages.

Le **Mexique** semble évoluer à rebours de la tendance régionale. Lors des élections de mi-mandat de début juin, la coalition Morena a perdu la majorité qualifiée et donc le pouvoir d'amender la constitution. Elle conserve néanmoins la majorité simple, ce qui lui permet de contrôler le budget et le calendrier législatif. L'administration de Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) continuera de promouvoir sa vision étatique du secteur de l'énergie et de financer les projets qui lui tiennent

à cœur (raffinerie, aéroport, etc.).¹ Et, même si elle a perdu un nombre important de sièges au niveau fédéral, la coalition Morena a obtenu de bons résultats dans les États, remportant 12 postes de gouverneur et renforçant sa présence locale (sauf à Mexico).

Au **Brésil**, l'ancien président Lula a fait un retour en force sur le devant de la scène, mais les élections sont encore loin. Celles-ci, en effet, sont prévues pour la fin de l'année prochaine, ce qui donne davantage de temps au gouvernement actuel pour asseoir l'économie sur des bases plus solides et se donner une chance d'éviter un virage à gauche, emmené par Lula qui est actuellement crédité de bons résultats dans les sondages. L'absence apparente de changement d'orientation politique s'explique donc par le calendrier favorable des élections plutôt que par la situation politique elle-même. Paradoxalement, cela n'a pas empêché l'administration du président Bolsonaro de mener à bien certaines réformes, contrairement aux autres pays de la région.

GESTION
DIVERSIFIÉEContexte positif, mais faible directionnalité
du marché

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Les investisseurs ne doivent pas courir après les marchés pour l'heure, car ceux-ci doivent encore prendre en compte le ralentissement de la dynamique économique et le risque de hausse de l'inflation

Le scénario de reflation nous paraît toujours d'actualité, car le contexte économique reste légèrement favorable aux actifs risqués. Toutefois, les valorisations chères dans certains segments, l'anticipation par les marchés d'une forte reprise des bénéfices et les PER supérieurs à la tendance historique sont autant de marqueurs d'une certaine complaisance. Du côté de la Fed, l'évolution du marché du travail aux États-Unis et la vigueur de l'économie devraient dicter le calendrier d'un durcissement monétaire, même si les chiffres de l'inflation continuent de surprendre. Nous pensons que la Fed attendra qu'une série de bons chiffres de l'emploi soit publiée avant d'évoquer la réduction des dispositifs de soutien durant l'été ou plus tard cette année, bien qu'elle ait quelque peu durci le ton lors de la réunion de juin.

Dans ce contexte, il convient de rester neutre vis-à-vis des actifs risqués et d'explorer les opportunités de valeur relative, notamment sur les devises, tout en adoptant un positionnement d'ensemble diversifié et actif.

Des idées à conviction forte

Nous maintenons pour l'instant notre positionnement de risque neutre sur les actions (Europe, États-Unis), car les conditions de marché actuelles ne sont pas propices à la prise de nouvelles positions longues, en raison des pressions haussières sur les prix des intrants qui pourraient rogner les marges de certaines entreprises.

Les marchés affichent une certaine complaisance et il est possible que les rendements obligataires progressent, ce qui aurait un impact négatif sur la valorisation des actions. Même le positionnement du marché est revenu à ses niveaux d'avant la pandémie, ce qui indique que la plupart des ajustements de prix (liés à la prise en compte des bonnes nouvelles) ont eu lieu. Nous restons néanmoins actifs et guettons les indicateurs qui pourraient nous permettre de revenir sur certains segments sélectionnés, si les rapports risque/rendement sont favorables. Dans les pays émergents, nous percevons certaines difficultés liées au dollar, mais restons légèrement optimistes quant aux actions H chinoises.

Nous continuons à envisager un scénario de reflation en adoptant une position prudente sur les bons du Trésor américain à 10 ans, un point de vue qui semble attractif par rapport au swap d'inflation à 10 ans, pour lequel nous avons perdu notre optimisme, les valorisations étant désormais proches de notre objectif. Nous restons attentifs à la possibilité d'un changement de régime en faveur d'une inflation plus élevée à long terme. Au Royaume-Uni, nous continuons d'anticiper une pentification du segment de 2 à 10 ans de la courbe, compte tenu du succès de la campagne de vaccination et du ton plus sévère de la BoE.

En ce qui concerne la dette périphérique en euros, nous restons optimistes

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, DM = marchés développés, ME = marchés émergents, IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

vis-à-vis des BTP italiens à 30 ans par rapport aux Bunds allemands, en raison du soutien de la BCE, des fortes prévisions de croissance pour l'Italie et de la solidité des facteurs techniques dans un contexte de ralentissement de l'offre de BTP.

Le crédit européen offre des opportunités de portage attractives et un certain potentiel de contraction des spreads, en particulier sur les segments du HY et du crédit IG subordonné, sur fond de perspectives économiques favorables, de redémarrage économique et de trajectoire baissière des taux de défaut. Si le rythme des émissions HY reste élevé, la classe d'actifs offre un potentiel de portage attractif, malgré des valorisations serrées par rapport au niveau de la dette. Nous sommes également constructifs sur l'IG compte tenu de la volonté affichée de la BCE de maintenir le « soutien d'urgence » pour assurer une circulation fluide du crédit dans l'économie.

Bien que la dette des pays émergents reste un atout à long terme dans la quête de revenus des investisseurs, nous maintenons pour l'instant notre position neutre sur les spreads EMBI. **Nous préférons trouver des opportunités sur le marché des changes, qui constitue pour nous un pilier essentiel au déploiement des stratégies de valeur relative.** Nous sommes à présent constructifs sur la paire IDR/USD en raison de l'amélioration de la dynamique

économique en Indonésie, de la hausse des exportations, du ton conciliant de la banque centrale et de la prudence budgétaire du gouvernement. Nous envisageons également le KRW (transition verte) et le CNH de manière constructive. En revanche, nous ne sommes plus positifs sur la paire BRL/JPY en raison des valorisations et parce que les bonnes perspectives de croissance semblent déjà intégrées dans le cours du réal.

Il est à noter que la situation géopolitique, les effets à long terme du Brexit et les relations du Royaume-Uni avec les États-Unis et l'Union européenne sont l'occasion de surveiller les fluctuations de la livre sterling par rapport à l'euro. Nous maintenons notre position sur l'USD/JPY ainsi que notre panier de paris reflationnistes : position acheteuse sur la paire CAD/USD et sur la NOK, la GBP et le CAD face à l'EUR et au CHF.

Risques et couvertures

La géopolitique (relations sino-américaines, Brexit), les divergences de croissance et d'inflation et la communication des banques centrales qui en découlent sont autant de défis pour les portefeuilles des investisseurs. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir des couvertures pour protéger leur exposition au crédit IG et d'envisager des dispositifs de couverture efficaces, en cohérence avec le positionnement vis-à-vis des actifs risqués.

MARCHÉS
OBLIGATAIRESBanques centrales vigilantes face au risque
d'inflation

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Pour le moment, les marchés sont en phase avec le discours de la Fed selon lequel les pressions inflationnistes sont transitoires, mais il convient de surveiller la manière dont la Fed trouve un équilibre entre répression financière et réduction des mesures de relance

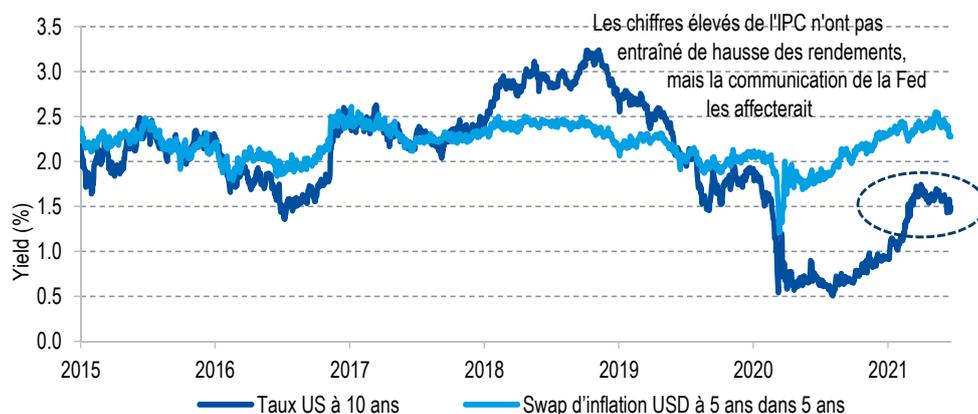
Nous sommes confrontés à une reprise contrastée, portée par les campagnes de vaccination et les dispositifs de relance budgétaire. En zone euro, la transparence apportée par le projet NGEU constitue une toile de fond propice à la réouverture. En parallèle, l'énorme demande insatisfaite génère des pénuries mondiales qui, associées aux effets de base, provoquent une hausse des prix. Face à cette situation, les banques centrales minimisent l'importance de l'inflation et se concentrent sur l'emploi, même si la Fed a d'ores et déjà noté l'amélioration de l'économie. **Ce contexte est favorable au crédit (tant que la croissance ne déçoit pas)**, mais oblige les investisseurs à rester actifs et à surveiller les communications des banques centrales, les anticipations d'inflation et les rendements.

Obligations mondiales et
européennes

Nous restons prudents (un peu plus), mais flexibles sur la durée américaine et européenne en raison des anticipations d'inflation et des risques de réduction des dispositifs de soutien. Cependant, nous sommes constructifs sur les obligations périphériques de la zone euro, notamment italiennes, car nous attendons un resserrement

des *spreads*. Ailleurs, nous conservons notre opinion constructive sur la Chine et l'Australie. Contrairement aux obligations du Trésor américain, nous sommes optimistes sur les points morts d'inflation aux États-Unis et en Europe dans un contexte de redémarrage économique et de reprise de la demande, mais nous restons diversifiés avec une position en Australie. **Nous restons optimistes à l'égard du crédit**, en raison de l'amélioration des perspectives de défaut, mais la situation est de plus en plus idiosyncrasique, variant d'un émetteur à l'autre. Les investisseurs doivent stabiliser le bêta des portefeuilles en augmentant les *spreads* et la dette à durée courte et en minimisant le risque de durée. Dans le segment IG EUR, nous préférons les secteurs cycliques et la dette BBB à durée courte, mais il convient de rééquilibrer les portefeuilles en réduisant l'exposition à la dette senior des financières. Dans le segment HY, nous sommes sélectivement optimistes à l'égard des titres de durée courte des émetteurs moins bien notés, compte tenu des anticipations d'amélioration des fondamentaux (redressement des bénéfices, désendettement, refinancement à des taux plus bas). De manière générale, il convient d'éviter les titres de crédit dont le prix pourrait être affecté par une légère hausse des rendements.

Les marchés adhèrent au scénario de « laisser-faire » de la Fed



Source : Amundi, Bloomberg, au 17 juin 2021.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES**Obligations américaines**

Bien que la Fed semble vouloir privilégier le marché du travail et ignorer l'inflation, considérant celle-ci comme un phénomène passager, nous pensons que l'énorme masse monétaire, une sorte de boom démographique et les capacités de production limitées (par rapport à l'accélération de la demande) sont susceptibles de créer des pressions inflationnistes à long terme. Ceci, associé à la hausse du déficit, au durcissement de l'environnement économique de la Fed et aux prévisions d'inflation, nous incite à maintenir une position prudente et active sur les obligations du Trésor américain, mais nous restons constructifs sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation).

Côté obligations d'entreprises, il convient de limiter le bêta et la dette à durée longue, notamment pour l'IG (préférer les risques idiosyncrasiques au bêta) et de chercher à créer de la valeur par la sélection. Nous pensons également que les opportunités de portage dans le HY sont plus attractives et que les entreprises améliorent leurs fondamentaux en refinançant leur dette à des taux historiquement bas, mais la sélectivité est importante. Les prêts hypothécaires d'agence sont soutenus par la Fed et les marchés de consommation par la vigueur des revenus des consommateurs. Cependant, avec la fin des aides

gouvernementales dans certains États et l'augmentation des prévisions de taux qui se traduisent par une prolongation des durations, il convient de bien surveiller la situation.

Obligations des marchés émergents

Nous restons prudents à l'égard de la dette émergente en raison de la hausse des taux et de l'inflation aux États-Unis, du peu de soutien budgétaire et des tensions géopolitiques, malgré une attitude légèrement constructive à court terme sur la dette en devises fortes. Ensuite, nous préférons le HY à l'IG pour les titres souverains et d'entreprises, car le HY offre de meilleures perspectives de portage et pourrait bénéficier de la dynamique de reflation, mais la sélection reste essentielle compte tenu des valorisations élevées.

Devises

Malgré le maintien de notre opinion légèrement favorable sur le dollar à court terme en raison des anticipations de réduction des dispositifs de soutien et de hausse des taux de la Fed, nous sommes conscients des pressions à long terme qui pèsent sur le billet vert du fait du creusement des déficits jumeaux. Nous restons constructifs à l'égard des devises liées aux matières premières comme le dollar canadien et la couronne norvégienne.

ACTIONS

Rotations, sélection et dividendes



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il convient de lever le pied quelque peu en termes de directionnalité dans les rotations. Dans un marché qui exige de la sélectivité, il convient de se concentrer sur la vigueur des entreprises individuelles et sur la croissance des bénéfices

Évaluation globale

Les marchés abordent une phase intéressante où les optimistes évoquent une reprise des bénéfices et où l'Europe, après la Chine et les États-Unis, est susceptible d'entrer en phase d'accélération économique. Les pessimistes, en revanche, insistent sur le fait que les marchés ont déjà intégré ces bonnes nouvelles. **Pour notre part, nous estimons qu'il convient de trouver un juste milieu et faire preuve d'un optimisme prudent, sans sous-estimer la vigueur ou la durée du rebond.** La hausse des marchés ne sera pas linéaire et les investisseurs doivent donc privilégier les bilans solides et la sélection des actions à l'exubérance du marché, en se concentrant sur les entreprises présentant un potentiel de bénéfices durables.

Actions européennes

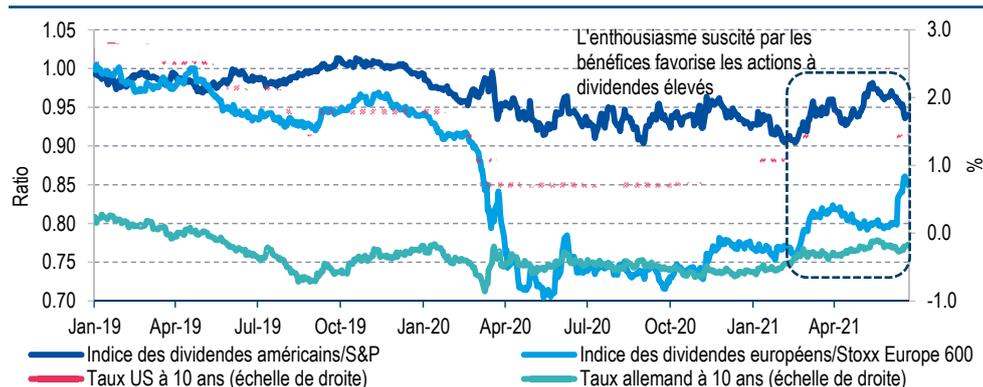
Nous pensons que la tendance à long terme est toujours celle d'une surperformance basée sur la reprise cyclique et la rotation value. Toutefois, dans l'immédiat, à mesure que nous sortons de la crise et que les bénéfices s'améliorent, la sélection bottom-up, les cas idiosyncrasiques et le rendement des dividendes sont les thèmes clés. L'analyse ESG fondamentale et la capacité des actionnaires minoritaires et des investisseurs activistes à orienter la stratégie des entreprises vers un monde décarboné sont également des

thèmes essentiels. Par conséquent, la génération d'alpha sera la clé dans ce marché, caractérisé par une forte dispersion des actions et de faibles corrélations. Nous privilégions une approche de type « barbell », avec un biais pour la normalisation qui nous permet de profiter du rebond grâce aux valeurs cycliques de qualité des secteurs de l'industrie et de la finance dans lesquels nous avons maintenu notre position constructive. À l'autre extrémité, nous voyons d'un bon œil les actions attractives des secteurs défensifs qui nous offrent une certaine protection, comme la consommation non cyclique et la santé, un secteur pour lequel nous avons renforcé notre biais optimiste. Nous restons toutefois prudents (un peu moins) sur la technologie et avons renforcé notre opinion défensive sur la consommation discrétionnaire en raison de l'optimisme excessif dont ce secteur fait l'objet.

Actions américaines

Durant la phase de reprise au cours de laquelle la Fed maintiendra des taux bas et s'accommodera d'une certaine hausse de l'inflation, **les rotations et les dividendes seront des thèmes clés.** En ce qui concerne ces derniers, nous assistons à une accélération des rachats et à un retour de la rentabilité et des hausses de dividendes (bancaires/financières américaines). Ces actions de rendement sont appelées à devenir

Hausse de l'attrait des actions à dividende sur fond de croissance des BPA et de taux bas



Source: Amundi, Bloomberg au 15 juin 2021. Ratio calculé après avoir rebasé les indices. Indices de dividendes - S&P 500 Dividend Aristocrats, Euro Stoxx Select Dividend 30.

ACTIONS

un thème important dans l'avenir proche en raison de la quête de revenus des investisseurs. Pour ce qui est des rotations, les actions décotées et cycliques devraient profiter du redémarrage. Il est important de noter que, malgré la réouverture, les entreprises sont confrontées à des pénuries de main-d'œuvre et de matières premières, qui font grimper les prix. Il est toutefois peu probable que cela entraîne une compression des marges des entreprises (pouvoir de fixation des prix), celles-ci étant en mesure de répercuter ces hausses de prix sur les consommateurs. Les véritables préoccupations portent sur les segments de croissance spéculative/SPAC. Nous sommes également prudents à l'égard des titres décotés en difficulté (compagnies aériennes, détaillants) et privilégions les titres décotés de qualité. Nous percevons néanmoins quelques pièges, car ces rotations ne seront pas linéaires. À mesure que les chiffres de la croissance réelle cesseront de dépasser les prévisions, les rotations ne seront plus portées par le bêta, mais par les valeurs individuelles. Les investisseurs doivent

donc se concentrer sur la sélection des valeurs, en adoptant une approche active et bottom-up permettant d'identifier des entreprises solides avec des moteurs de croissance qui leur sont propres.

Actions émergentes

Nous anticipons une poursuite de l'amélioration des bénéfices au second semestre 2021, notamment dans la région EMOA (Russie) et en Amérique latine (malgré les bouleversements politiques). Nous nous intéressons aux valeurs décotées présentant des caractéristiques de croissance cyclique suffisantes dans nos secteurs préférés, comme la consommation discrétionnaire, l'immobilier et l'industrie. Nous restons, en revanche, prudents sur les financières, la santé et la consommation non cyclique en Chine. Les principaux risques susceptibles d'affecter les actions émergentes sont l'environnement mondial des rendements obligataires, ainsi que les tensions géopolitiques et idiosyncrasiques, mais dans l'ensemble, les valorisations relatives sont attractives.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Tristan PERRIER,
Global Views

En théorie, des politiques macro-prudentielles bien calibrées peuvent dispenser la politique monétaire de réagir aux excès de l'immobilier

Hausse de l'immobilier : quelles conséquences pour la politique monétaire ?

Malgré le choc économique lié au Covid, les prix des logements ont continué d'augmenter dans la plupart des économies avancées et les prix s'accroissent rapidement dans certaines économies émergentes. Néanmoins, il est prématuré de parler d'un boom immobilier mondial. La situation est très différente de celle observée avant la grande crise financière (GCF) et reste très contrastée d'une région à l'autre. Cependant, la simultanéité des hausses de prix dans des pays très différents pose la question d'un éventuel facteur commun qui en serait à l'origine. Tous les regards se tournent naturellement vers l'expansion des bilans des banques centrales. Nous nous interrogeons ici sur le rôle que les prix des logements peuvent jouer dans la détermination de la politique monétaire en général, ainsi que dans les économies avancées (aux États-Unis et en Europe) dans la situation actuelle.

Au niveau mondial, les prix des logements ont progressé de 7,3 % en glissement annuel au premier trimestre 2021 (moyenne dans 56 pays), le rythme le plus élevé depuis 2006. Treize pays ont enregistré une croissance à deux chiffres des prix. Plusieurs pays connaissent une décélération des prix de l'immobilier depuis le premier trimestre 2020 (Italie), voire une baisse (Espagne, Inde), en raison des mesures restrictives et de la crise économique. Parmi les indices de prix nationaux disponibles à la fin du premier trimestre 2021, les hausses depuis le quatrième trimestre 2019 ont atteint 14,8 % aux États-Unis, 10 % au Royaume-Uni et 7,8 % en France (soit, dans ces trois cas, des taux de croissance plus élevés que lors des cinq trimestres précédents). La tendance haussière s'observe presque partout depuis au moins le milieu des années 2010. Depuis janvier 2021, les autorités sont intervenues dans plusieurs pays (Chine, Nouvelle-Zélande, Irlande) avec

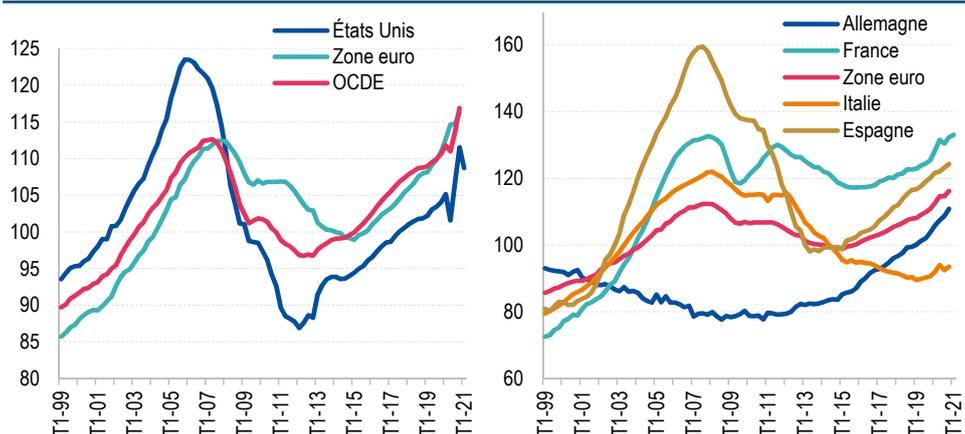
une série de mesures visant à durcir les règles de prêt.

Que doivent faire les banques centrales en cas de boom immobilier ?

L'envolée des prix des logements, surtout lorsqu'elle est alimentée par un boom du crédit, s'est avérée particulièrement pernicieuse par le passé. Reinhart et Rogoff (2009) ont bien montré que l'effondrement des prix de l'immobilier (résidentiel et/ou commercial) est l'une des causes principales des crises financières. Dans de nombreux cas, ces effondrements se produisent à la suite de bulles immobilières, qui semblent souvent être associées à une disponibilité excessive du crédit. Lorsque les bulles éclatent, le secteur financier et l'économie réelle sont durement touchés.

La question de savoir si la politique monétaire doit jouer un rôle dans la

1/ Ratio prix-revenus et ratio prix-loyers



Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à juin 2021

Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à juin 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'onde de choc différée de la crise du Covid peut encore venir fragiliser l'immobilier résidentiel

prévention des bulles immobilières est controversée. En théorie, une politique réglementaire macroprudentielle appropriée dispense les banques centrales d'agir pour contenir l'évolution des prix des logements. Les politiques macroprudentielles discrétionnaires, qui resserrent de manière sélective les conditions de crédit, jouent un rôle important dans la prévention ou l'atténuation des bulles immobilières.

Dans le même temps, les banques centrales doivent toutefois veiller à ce que leur politique monétaire n'aggrave pas l'endettement des ménages. Le suivi des prix des logements est donc un élément important de l'approche dite de *risk management*. En effet, la faiblesse des taux d'intérêt à court terme entraîne souvent un assouplissement des conditions de crédit et une prise de risque accrue des banques. Cet effet est amplifié lorsque les taux d'intérêt restent bas pendant une période prolongée. Et l'impact de l'assouplissement des conditions de crédit peut être accentué par le recours à la titrisation.

Dans les économies où une grande partie des ménages se financent à crédit, une forte hausse des prix de l'immobilier peut avoir des effets importants sur la consommation (effet richesse). L'endettement tend à être très élevé dans le secteur immobilier et, pour de nombreux ménages, l'immobilier résidentiel est à la fois le principal actif et le principal passif (ce qui n'est pas le cas pour les actions).

Le boom immobilier mondial qui a précédé la GCF s'explique par de nombreux facteurs (revenu disponible, taux d'intérêt, prêts bancaires et plusieurs facteurs liés à l'offre). Toutefois, **la tendance à la baisse des taux d'intérêt réels à long terme a été l'un des principaux moteurs de la hausse des prix de l'immobilier mondial au cours des années 2000**. Et il existe toujours un risque qu'à moyen et long terme, les taux d'intérêt réels remontent à nouveau, créant des problèmes dans les pays où les achats de logements ont été financés par le crédit. En outre, l'augmentation de la liquidité pourrait également entraîner une hausse des prix des logements.

Toutefois, le relèvement des taux d'intérêt à court terme n'est pas la panacée. Il peut être souhaitable dans

des économies présentant un degré élevé d'homogénéité (p. ex. des petits pays comme la Suède ou des pays de taille moyenne comme le Royaume-Uni). En revanche, dans les régions où les marchés immobiliers sont très hétérogènes (comme la zone euro ou les États-Unis), le durcissement de la politique monétaire pour endiguer la hausse des prix des logements est souvent jugé inapproprié et potentiellement contreproductif, compte tenu de ses conséquences néfastes sur le reste de l'économie.

La hausse actuelle des prix des logements peut-elle entraîner un resserrement monétaire ?

La crise de Covid a conduit les banques centrales à remettre en place des programmes d'achats d'actifs (QE). Aussi, dans un premier temps, un resserrement monétaire prendrait la forme d'une réduction de ces achats plutôt que d'une hausse des taux directeurs.

Les taux extrêmement bas des crédits immobiliers, du fait des mesures non conventionnelles des banques centrales, sont considérés comme une cause majeure de la poursuite de la hausse des prix des logements pendant la crise de Covid, même si un certain nombre d'autres facteurs ont également joué (notamment le soutien public aux revenus des ménages, des mesures de protection spécifiques pour les emprunteurs et les locataires et, peut-être, des changements comportementaux comme une recherche plus prononcée d'espace et de sécurité).

Pour l'heure, il est vrai que, malgré cette poursuite de la hausse, la plupart des indicateurs de valorisation de l'immobilier résidentiel restent en deçà de leurs niveaux d'avant la GCF. Si les prix moyens nominaux des logements sont souvent supérieurs à ceux de 2006-2008 (c'est le cas, entre autres, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France), il n'en est généralement pas de même pour les ratios qui corrigent ces prix du revenu des ménages et du niveau des taux d'intérêt (du moins aux États-Unis et dans l'UE, même si c'est bien le cas dans certaines économies développées de plus petite taille).

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Au final, le souhait de « calmer le jeu » pourrait l'emporter

Par ailleurs, dans le cas spécifique des États-Unis, un autre facteur rassurant tient au profil moyen des emprunteurs, beaucoup plus solide qu'avant la GCF (du moins avant la crise de Covid). La distribution massive de crédit aux ménages fragiles, considérée comme une cause majeure de la crise Lehman, n'a en effet pas été répétée au cours de la décennie 2010.

Néanmoins, même si le spectre d'une nouvelle crise immobilière semble encore lointain, la hausse actuelle des prix de l'immobilier et de l'endettement concomitant des ménages présente au moins deux risques :

- **La crise de Covid peut encore avoir des effets différés sur un marché immobilier désormais plus tendu et fragile.** Ces effets pourraient provenir, tout d'abord, du retrait des mesures de protection et de garanties publiques temporaires protégeant emprunteurs et locataires. À ce sujet, la Réserve fédérale américaine note dans son Rapport sur la Stabilité Financière de mai la dépendance de nombreux ménages à l'égard de ces dispositifs, dont beaucoup pourraient être levés cet été. D'autres effets retardés pourraient provenir d'une baisse (ou au moins d'une décélération) du revenu des ménages via des difficultés sur le marché du travail. Cela concerne particulièrement l'Europe, où le chômage pourrait augmenter après le retrait des dispositifs d'activité partielle et de protection contre les faillites. La BCE mentionne ce risque, ainsi que des « signes de surévaluation » sur le marché immobilier résidentiel, dans son Rapport sur la Stabilité Financière du mois de mai.

- Même en l'absence de choc retardé lié au Covid, la soutenabilité des prix et des niveaux d'endettement actuels repose avant tout sur des taux extrêmement bas. Cette situation, si elle se prolongeait, pourrait compliquer la tâche des banques centrales au moment où elles souhaiteront resserrer les conditions monétaires. Elle accroît, de même, la vulnérabilité de l'économie à toute remontée des primes de risque non souhaitée par les banques centrales.

En définitive, malgré certains effets vertueux de la hausse des prix de l'immobilier sur la reprise économique générale (notamment via des « effets richesse » augmentant la confiance), la volonté de « calmer le jeu » pourrait finir par l'emporter. Selon nous, c'est particulièrement vrai aux États-Unis, où la Fed achète 120 milliards \$ de titres chaque mois, dont 40 milliards de MBS, et où la hausse des prix des logements est généralisée. S'ils continuent d'augmenter rapidement, la Fed pourrait en conclure que les conditions de crédit sont excessivement accommodantes et entamer un *tapering*, en commençant par réduire ses achats de MBS.

Les marchés immobiliers de la zone euro sont moins titrisés et plus hétérogènes que les marchés américains. De plus, la situation est très différente avec des prix modérés dans plusieurs pays (Italie Espagne). À ce stade, l'évolution des prix de l'immobilier n'a donc aucune raison de conduire la BCE à réduire ses achats de titres. L'immobilier constitue ainsi un nouvel élément de divergence entre les États-Unis et la zone euro.

Achévé de rédiger le 22 juin 2021

LE THÈME DU MOIS

Économies développées: les politiques monétaires à la croisée des chemins

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



Federico CESARINI
Responsable FX Marchés
Développés, Stratégiste
Recherche Cross Asset



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Le rebond de l'activité économique devrait permettre à la Fed de réduire son programme d'achat d'actifs

Les banques centrales ont mis en place des politiques monétaires ultra-accommodantes pour soutenir les économies pendant la crise du Covid. La forte reprise qui se dessine dans les économies développées devrait permettre une réduction progressive du soutien monétaire. Élément stratégique des conditions financières mondiales, la normalisation de la politique monétaire de la Réserve Fédérale (Fed) retient toute l'attention.

Dans les économies développées, le rebond de l'activité économique devrait permettre aux banques centrales de réduire progressivement leurs programmes d'achat d'actifs dans un premier temps, puis de relever leurs taux. La Banque d'Angleterre et la Banque du Canada ont d'ores et déjà communiqué sur un resserrement monétaire, et la Fed devrait faire de même.

La Fed semble déterminée à laisser l'économie américaine tourner à plein régime. C'est la principale différence entre le cycle actuel et celui de l'après-2008. La priorité est d'assurer un rebond économique durable, et la Fed a adapté son cadre politique, se montrant déterminée à rester en retard sur la courbe. Cette nouvelle stratégie met davantage l'accent sur le renforcement du marché du travail et accorde moins d'importance aux craintes de surchauffe inflationniste:

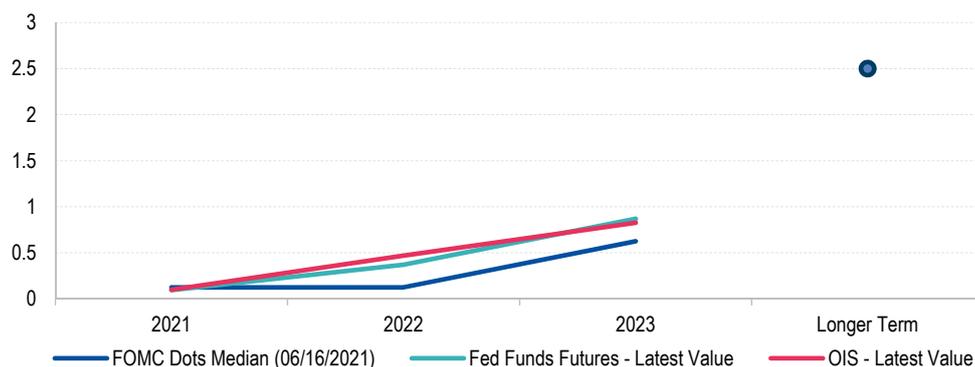
- **La Fed a redéfini sa cible d'inflation pour se concentrer sur l'inflation moyenne** plutôt que sur un taux précis à un instant donné: « le Comité vise une inflation moyenne de 2 % sur la durée et juge donc qu'après des périodes où l'inflation a été durablement inférieure à 2 %, une politique monétaire adaptée visera probablement une inflation légèrement supérieure à 2 % pendant un certain temps ».
- **Priorité au marché de l'emploi.** Le plein-emploi est défini comme un « objectif large et inclusif ». Dans sa dernière déclaration, la banque centrale américaine promet qu'elle prendra ses

décisions de politique monétaire en fonction des « écarts » par rapport au plein-emploi.

Ces deux changements majeurs de son cadre de politique monétaire auront deux principales conséquences:

- **La Fed maintiendra ses taux bas plus longtemps.** Jerome Powell a indiqué que la Fed n'agirait pas de manière préventive et qu'une hausse des taux serait possible sous certaines conditions: (1) plein emploi, (2) inflation atteignant et se maintenant à 2 % et (3) inflation évoluant légèrement au-dessus de 2 % pendant un certain temps.
- **Le calendrier d'un durcissement de la politique monétaire dépendra de l'évolution du marché du travail.** Nous nous attendons à ce que la Fed garde un ton prudent concernant toute modification de sa politique d'assouplissement quantitatif. Les achats se poursuivront au moins au rythme actuel (80 milliards de dollars en bons du Trésor et 40 milliards en MBS chaque mois) « jusqu'à ce que de nouveaux progrès significatifs aient

1/ Taux Fed Funds implicites



Source: Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 25/06/2021

LE THÈME DU MOIS

« Le marché du travail va être très vigoureux »
(Jerome Powell)

Une période prolongée de taux bas pourrait générer des déséquilibres financiers

été accomplis dans la réalisation des objectifs du Comité en matière de plein-emploi et de stabilité des prix ». Jerome Powell a réaffirmé que toute réduction du programme d'achat d'actifs ferait l'objet d'une « communication claire bien à l'avance ».

Enseignements des dernières communications de la Fed

- **La Fed adopte un ton positif pour ses perspectives économiques.** « Les indicateurs de l'activité économique et de l'emploi ont continué à se renforcer ». « Les secteurs les plus durement touchés par la pandémie restent faibles, mais enregistrent une amélioration ». Jerome Powell est également resté optimiste quant au marché de l'emploi, malgré certaines faiblesses à court terme. La Fed anticipe un marché du travail très vigoureux: « certains facteurs liés à la pandémie, comme les besoins en matière de soins, les craintes persistantes à l'égard du virus et le versement des allocations-chômage semblent peser sur la croissance de l'emploi. Ces facteurs devraient se dissiper dans les mois à venir, dans un contexte de hausse des vaccinations, entraînant une progression plus rapide de l'emploi ».
- **La Fed continue de considérer la hausse de l'inflation comme temporaire.** Les effets de goulot d'étranglement ont été plus importants que prévu et les membres du FOMC ont revu à la hausse leurs projections concernant l'inflation sous-jacente pour cette année (3 % contre 2,2 %). À mesure que ces phénomènes passagers affectant l'offre s'atténuent, l'inflation devrait retomber en 2022 et 2023 dans une fourchette comprise « entre 2 % et 2,3 %, ce qui est en conformité avec les objectifs (de la Fed) ». Toutefois, certains membres se sont montrés plus inquiets à propos de l'inflation et moins confiants quant à son recul en 2022, faisant remarquer que les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et les pénuries d'intrants pourraient ne pas être résolus rapidement et exercer une pression haussière sur les prix au-delà de 2021.
- **La Fed pose dès à présent les jalons de la normalisation de sa politique d'assouplissement quantitatif.** Si l'économie continue de progresser rapidement, la Fed considère qu'il sera opportun d'envisager l'annonce d'un

plan de réduction des achats d'actifs lors d'une prochaine réunion. Nous nous attendons à ce que la Fed reste très prudente: (1) « tout changement de politique sera communiqué au marché bien à l'avance » et (2) le ralentissement des achats sera très progressif.

- **D'après les dots, les responsables de la Fed prévoient de commencer à relever les taux directeurs en 2023.** Il ne faut pas accorder trop d'importance aux dots, en effet, selon Jerome Powell: « les *dots plots* ne sont pas un bon indicateur de l'évolution future des taux ». « Ils représentent, bien sûr, des projections individuelles ». « Ils ne constituent pas un plan ». En outre, « les hausses de taux ne sont absolument pas un sujet prioritaire pour le Comité ». « À court terme, le débat important qui s'annonce porte sur la trajectoire des achats d'actifs ».

La normalisation de la politique monétaire de la Fed focalise toute l'attention :

- **Si l'économie continue de progresser avec la même rapidité, nous prévoyons une réduction progressive du programme d'achat d'actifs de la Fed à partir du premier trimestre 2022.** Une politique monétaire très accommodante n'est pas forcément un cadeau. Certains membres du FOMC ont déjà exprimé des inquiétudes quant à la stabilité financière, soulignant le risque que la période prolongée de taux d'intérêt bas et de conditions très accommodantes sur les marchés financiers n'entraîne un mouvement de quête de rendement qui pourrait accroître les risques pour la stabilité financière.
- **Deux scénarios concernant les taux :**
 1. **Si le point de vue indulgent de la Réserve fédérale à l'égard de l'inflation prévaut, l'emploi sera clé.** Une déception en matière de croissance, la persistance de la crise sanitaire ou une forte correction des marchés financiers pourraient contraindre la Fed à maintenir son soutien. Celle-ci relèverait ses taux si l'inflation et l'objectif de plein-emploi étaient atteints.
 2. **Toutefois, si l'inflation s'avère trop élevée, la Fed pourrait se voir contrainte de durcir sa politique monétaire plus rapidement qu'elle**

LE THÈME DU MOIS

« Les dots plots ne sont pas un bon indicateur de l'évolution future des taux »
(Jerome Powell)

Le rôle clé du dollar

En 2020, les injections massives de liquidités (plus de 5 000 milliards de dollars de liquidités ont été injectés dans le système) et la détérioration de la situation budgétaire et commerciale des États-Unis se sont ajoutées à la surévaluation assez importante du billet vert, entraînant une correction persistante du dollar. Toutefois, au premier trimestre 2021, nous estimions que les conditions d'une trajectoire modérément haussière du dollar étaient en train de se réunir, l'assouplissement budgétaire laissant présager une croissance plus forte aux États-Unis et les taux américains accélérant plus rapidement que dans le reste du monde. En effet, contrairement à ce que nous avons observé en 2020, les taux réels des États-Unis ont commencé à progresser avec les points morts d'inflation, ce qui constitue, selon nous, l'un des principaux catalyseurs pour commencer à se repositionner sur le dollar. Mais, la dynamique décevante du marché du travail et le maintien par la Fed de son scénario d'inflation transitoire ont remis en cause la tendance.

Toutefois, confiante dans les perspectives économiques, **la Fed prépare actuellement le terrain en vue d'une normalisation de sa politique d'assouplissement quantitatif.** Nous nous attendons à ce que la Fed commence à réduire son dispositif de QE d'ici 2022 et, bien que les « Dots » évoquent deux hausses de taux à partir de 2023, les publications de données seront de nouveau au centre de l'attention des investisseurs, ce qui raccourcira les orientations prospectives de la Fed et accentuera la volatilité. Les taux nominaux des États-Unis sont restés bas, plus encore que les points morts d'inflation. En effet, les taux nominaux à moyen et à court terme disposent d'une marge d'ajustement au cas où les données confirmeraient les prévisions actuelles. Dans ce scénario, le dollar s'appréciera vis-à-vis de l'ensemble des devises. Selon nous, cette évolution concernera, dans un premier temps, les devises à faible rendement, puis celles à haut rendement lorsque les anticipations d'inflation se dégraderont.

Ce scénario nous semble cohérent avec la montée du thème de l'exceptionnalisme du dollar américain.

Bien que les déficits jumeaux américains soient importants et qu'ils se traduisent souvent par une dépréciation de la devise à moyen terme, nous constatons que la croissance et l'avantage de portage sont suffisamment forts pour soutenir le dollar. Ces facteurs ont permis de compenser la surévaluation du dollar dans le passé récent et, nous pensons qu'ils auront encore plus d'importance aujourd'hui, puisque la monnaie semble presque à sa juste valeur par rapport aux fondamentaux (après la correction de 2020, le dollar n'est qu'à 2 % au-dessus de sa juste valeur moyenne).

ne le souhaite. La Fed est explicite: elle est prête à agir « si l'inflation ou les anticipations d'inflation dépassent de manière significative et persistante ce qu'elle considère comme ses objectifs à long terme ». « La stabilité des prix représente la moitié de notre mandat ». Le grand risque reste celui d'une éventuelle pression inflationniste résultant d'un resserrement de l'utilisation des ressources dans l'ensemble de l'économie.

La forte reprise économique attendue aux États-Unis devrait permettre à la Fed une réduction progressive du programme d'achat d'actifs à partir du premier trimestre 2022. Dans ce contexte, nous anticipons une hausse des

taux réels américains, soutenant le dollar américain. Néanmoins, la normalisation potentielle de la politique monétaire américaine sera limitée par des niveaux record de dette souveraine et d'entreprise, et par des valorisations d'actifs très élevées. Les conséquences d'un durcissement de la politique monétaire des États-Unis pourraient se manifester à l'étranger par une baisse des prix des actifs risqués, un resserrement des conditions financières et des sorties de capitaux. L'expérience du passé a montré qu'un resserrement de la politique étasunienne affectait plus fortement les économies émergentes que les économies avancées.

Achévé de rédiger le 25 juin 2021

LE THÈME DU MOIS

Marchés émergents : normalisation de la politique monétaire



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

Les conditions monétaires restent accommodantes dans les pays émergents avec des taux réels négatifs ou légèrement positifs

Les conditions de la politique monétaire dans les marchés émergents sont encore résolument accommodantes. Les facteurs intérieurs tels que l'inflation et, dans certains cas, un fort rebond économique poussent les banques centrales des pays émergents à normaliser leur politique monétaire. Le durcissement des conditions financières mondiales devrait déclencher une normalisation plus rapide et plus généralisée.

Mars 2021 : début de la normalisation de la politique monétaire des pays émergents

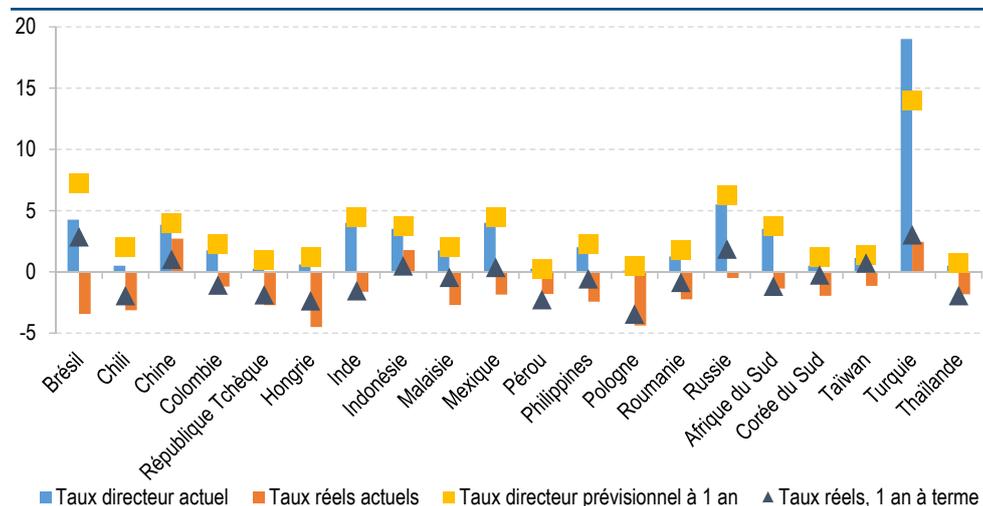
La politique monétaire des banques centrales (BC) des marchés émergents a commencé à changer de cap en mars 2021, même si cela est limité à ce stade à un nombre réduit de pays. Au cours de la même semaine, la Banque centrale du Brésil (BCB) a relevé le taux Selic de 75 pb et la Banque centrale de Russie (CBR) a relevé son taux directeur de 25 pb, plus tôt que prévu.

En début d'année, les marchés ont commencé à réévaluer la situation macroéconomique aux États-Unis (accélération de la croissance et de l'inflation) avec la hausse des taux longs américains. Toutefois, le principal moteur de l'évolution de la politique monétaire dans les deux pays mentionnés ci-dessus a été la poussée d'inflation globale, inattendue dans son ampleur, et les prévisions de hausse de l'inflation à venir. Par conséquent, un facteur national a joué un rôle plus important que les facteurs externes, pour une

CBR très orthodoxe et pour une BCB orthodoxe à contrecœur (au moins au début).

Depuis, ces deux banques centrales ont poursuivi la normalisation de leur politique monétaire (+225 pb pour la BCB et +125 pb pour la CBR) et seulement quelques autres ont suivi (Ukraine +150 pb et Turquie +200 pb), bien que les chiffres d'inflation aient globalement augmenté et que, dans de nombreux pays émergents, ils aient désormais dépassé la limite supérieure de la fourchette cible des banques centrales (BC). **Aujourd'hui, la politique monétaire et les conditions de liquidité des marchés émergents restent clairement accommodantes. Les taux réels, qui correspondent à la différence entre les taux directeurs nominaux et l'inflation, sont pour la plupart négatifs et devraient le rester ou devenir légèrement positifs même sur un horizon de 12 mois, sauf changement brutal des conditions financières mondiales.** En outre, les BC des marchés émergents ont entrepris un virage vers une politique monétaire moins orthodoxe (un assouplissement

1/ Taux de politique monétaire et taux réels des marchés émergents (actuels vs prévisions 12M)



Source : Recherche Amundi - Données au 22 Juin 2021

LE THÈME DU MOIS

La direction des politiques monétaires est claire : les taux directeurs sont orientés à la hausse

Alors que les facteurs domestiques plaident pour une politique monétaire plus rigoureuse, les conditions financières mondiales joueront un rôle important

quantitatif (QE) de nature différente, passant de l'injection de liquidité au QE budgétaire) ainsi que des mesures plus ciblées, en coordinations avec différents organismes publics (par ex. incitations sectorielles au crédit ou extensions des moratoires sur la dette).

Les politiques monétaires accommodantes et peu conventionnelles deviennent de plus en plus neutres et sévères en raison de la hausse de l'inflation

Pendant la pandémie, il est devenu normal pour certaines banques centrales des marchés émergents de s'engager dans des programmes d'achat de titres (dette publique et des banques centrales, obligations bancaires) visant à atténuer les effets de la pandémie, à financer directement les déficits budgétaires, à assouplir les conditions de crédit et à stabiliser les marchés financiers nationaux.

Ces opérations se sont principalement déroulées sur le marché secondaire, avec peu d'exemples d'achats primaires ou de placements privés. Alors que l'on anticipait une réduction de ces programmes dans les marchés émergents en 2021, **le premier semestre a vu, en moyenne, une augmentation des achats d'actifs en pourcentage du PIB, toutefois concentrée dans quelques pays** (Inde, Indonésie, Corée du Sud, Hongrie ou Pologne, pour en citer certains) mais une réduction dans quelques autres (Colombie, Chili ou marginalement les Philippines).

Bien que beaucoup d'incertitudes demeurent quant à la possibilité de nouvelles vagues de pandémie dans les pays dont les programmes de vaccination ne sont pas satisfaisants et qui peinent encore à atteindre les niveaux de croissance pré-pandémiques, **il apparaît de plus en plus clairement depuis ces derniers mois que les taux directeurs évoluent « progressivement » à la hausse.**

En effet, de plus en plus de banques centrales émergentes rejoindront bientôt le groupe BRUT (Brésil, Russie, Ukraine et Turquie), calibrant leurs actions en fonction de différents critères : une inflation durablement trop élevée, un compromis classique entre croissance et inflation, et enfin, leur

vulnérabilité externe au resserrement des conditions financières mondiales, i. e. la politique de la Fed.

Indépendamment des fortes croissances des PIB remarquables attendus en 2021, principalement grâce à un effet de base positif, la reprise des marchés émergents n'est pas encore pleinement durable sans le soutien d'un assortiment de politiques publiques. Les politiques monétaires et budgétaires ne devraient réduire le soutien nécessaire aux secteurs les plus vulnérables que progressivement.

Même si la croissance économique reste un frein à la normalisation plus rapide de la politique monétaire, d'autres aspects importants poussent dans la direction opposée : la montée de l'inflation et les premiers signes/mentions de changement de politique monétaire aux États-Unis. De plus, une baisse des taux d'emprunt et une extension des moratoires sur la dette présentent des risques non négligeables pour le système bancaire national.

À quelques exceptions près, l'inflation globale a fortement augmenté dans les marchés émergents, principalement sous l'effet des composantes les plus volatiles (amplifié par la faiblesse des devises locales), de la hausse des coûts de transport et, dans certains cas, de la hausse des prix administrés. En rythme séquentiel, la hausse des prix des produits alimentaires mondiaux (indice FAO) a été exceptionnellement fort depuis l'année dernière, portant la croissance annuelle à près de 40 % en mai 2021, soit le troisième pic le plus élevé enregistré depuis 1991. Bien que de pondération différente, la composante des prix alimentaires dans le panier de l'IPC des marchés émergents reste très importante, et beaucoup plus significative que dans les économies avancées. En effet, un pic précédent (d'une ampleur similaire) s'est produit entre le second semestre 2010 et le premier semestre 2011, période caractérisée par des turbulences politiques dans les marchés émergents. En hausse constante depuis le début de l'année, le prix du pétrole a renforcé son impact sur les prix finaux au cours des deux derniers mois, partant d'une base très faible sur la même période l'année dernière. L'augmentation progressive de la production des pays de l'OPEP+

LE THÈME DU MOIS

La réduction plus rapide et plus marquée des dispositifs de soutien s'estompera au S2

après une période de réduction rattrape lentement la hausse de la demande et, dans l'ensemble, les prix du pétrole en 2021 devraient rester plus élevés qu'en 2020, même s'ils se replient vers notre estimation de juste valeur autour de 65 USD le baril.

À l'heure actuelle, l'ampleur plus importante que prévu des pics d'inflation et la persistance des facteurs mentionnés ci-dessus ont relevé les profils d'inflation globale, dans la plupart des marchés émergents, au-dessus des fourchettes cibles des BC et ralentissent leur retour à des niveaux plus confortables, ce qui met les autorités monétaires en difficulté pour persévérer sur la voie accommodante plus longtemps. Toutefois, compte tenu de la baisse des prix des facteurs de production et de l'absence de pressions structurelles provenant de la demande, nous pensons que l'inflation va ralentir et revenir dans la fourchette cible des BC ou s'en rapprocher, les perspectives d'inflation restant donc relativement bénignes. La persistance de capacités inutilisées dans les économies émergentes est bien visible dans la dynamique plus modérée des composantes de base des prix à la consommation. Par conséquent, **nous avons progressivement avancé le début du cycle de normalisation là où la politique monétaire est excessivement accommodante, compte tenu du rebond économique plus tangible et du risque de désancrage de l'inflation.** L'Amérique latine et la région CEEMEA sont sur le devant de la scène (la NBH, la CNB et la BCC sont les prochaines), l'Asie du Sud suivra plus tard, même si la récente hausse inattendue de l'inflation en Inde a soudainement amené la RBI à durcir le ton (de conciliant à neutre) et avancera peut-être la première hausse des taux à 2021 au lieu de 2022.

Enfin et surtout, les conditions financières mondiales exerceront une pression supplémentaire sur les banques centrales des pays émergents

Le prochain changement de cap de la Réserve fédérale est certainement une variable importante dans la conduite des politiques monétaires des banques centrales des marchés émergents. Il

est désormais communément admis que la vulnérabilité externe des marchés émergents a diminué depuis l'épisode du « Taper tantrum » en 2013, si l'on considère les chiffres de compte courant ou de solde de base ainsi que les ratios d'adéquation des réserves en termes de couverture des importations. De plus, la pandémie a encore contribué au rééquilibrage des comptes extérieurs dans de nombreux pays qui sont entrés dans la crise dans de meilleures conditions extérieures que celles observées il y a quelques années : il n'existe pas aujourd'hui de groupe comme celui des cinq pays fragiles (en dehors de la Turquie). Toutefois, **la hausse des taux mondiaux et l'appréciation du dollar peuvent encore peser sur les marchés émergents en raison de l'importance de leur dette extérieure et pousser leurs BC à normaliser leur politique plus tôt afin de stabiliser leur devise et d'essayer de préserver un différentiel de taux stable pour attirer les investissements étrangers.**

Cela a de nouveau été démontré récemment, lorsque la Fed a adopté un ton plus ferme en juin et annoncé deux hausses de taux en 2023 au lieu d'une ; les classes d'actifs des marchés émergents, principalement les devises, ont sous-performé en raison de l'appréciation du dollar, tandis que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est resté globalement inchangé. En dehors des problèmes spécifiques aux pays, pour démontrer l'importance des facteurs externes dans le processus de décision des politiques monétaires des marchés émergents, la performance négative globale a été moins prononcée pour les devises des pays dont la politique monétaire est perçue comme en avance sur la courbe : le réal brésilien reste résilient en raison d'un processus de normalisation complet.

La réduction plus rapide et plus marquée des dispositifs de soutien de la Chine s'estompera

La **PBoC** a entamé la normalisation de sa politique sur le marché interbancaire en diminuant le soutien de la liquidité, puis a commencé à contenir la croissance du crédit. Jusqu'à présent, **la réduction de l'assouplissement a été plus rapide**

LE THÈME DU MOIS

et plus prononcée que prévu. Bien que les autorités aient réaffirmé ne pas prévoir de changement radical des politiques macroéconomiques, la croissance du financement social total (TSF) - l'indice global du crédit - a continué de surprendre à la baisse ces derniers mois. Son taux de croissance de 11 % en mai était déjà proche de son niveau d'avant-Covid (10,7 % en GA fin 2019). Le resserrement inattendu des conditions de liquidité à l'approche du Nouvel An chinois a rappelé la tendance intrinsèque au resserrement monétaire lorsque les marchés d'actions et immobilier sont en surchauffe.

Après une année de diminution accélérée des mesures de soutien monétaire, nous pensons que les responsables politiques vont marquer une pause au second semestre. La dynamique de croissance économique a ralenti, en partie en raison de l'affaiblissement du crédit et de l'impulsion budgétaire. Dans le même temps, la reprise de la consommation est en retard. Compte tenu de l'affaiblissement des perspectives économiques, le rythme du désendettement devrait ralentir. La

croissance du TSF devrait se maintenir légèrement au-dessus de 10 % sur le reste de l'année. Nous pensons que la PBoC maintiendra sa position neutre sur le marché interbancaire, ancrant les taux autour de ses niveaux souhaités.

Des hausses de taux ne sont attendues que début 2022. Lors du forum de Lujiazui (10 juin), Yi Gang, gouverneur de la PBoC, a clairement indiqué que la banque centrale prendra en compte les taux d'inflation moyens plutôt que les niveaux élevés de l'IPP constatés ces derniers mois. Par conséquent, la PBoC devrait rester en retrait au second semestre, d'autant plus que les risques d'inflation des matières premières s'atténuent. Toutefois, l'IPC sous-jacent continuera d'augmenter progressivement et dépassera les 2 % début 2022, tandis que l'inflation globale devrait se redresser à plus de 2,5 %. Compte tenu du raffermissement de l'inflation, la PBoC devrait procéder à deux hausses de 5 pb au premier semestre 2022.

Achévé de rédiger le 22 juin 2021

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Selon nos estimations, les pays de l'UEM des 10 ont déjà placé près des deux tiers de l'ensemble des émissions nettes prévues pour 2021

Obligations européennes : la dynamique de l'offre et de la demande des obligations d'État européennes devrait s'améliorer au S2 2021

Les émissions nettes d'obligations d'État de l'UEM des 10, nettes des achats d'actifs de la BCE, devraient être négatives au S2 cette année pour trois grandes raisons : 1) les émissions d'obligations d'État sont concentrées au S1, 2) environ 60 % des remboursements annuels d'obligations restent à venir, et 3) les achats d'actifs de la BCE devraient rester élevés. Le marché de la dette supranationale continuera de croître à un rythme soutenu, sous l'impulsion du financement du plan NGEU de l'UE, et suite aux émissions d'obligations SURE au S1, la BCE étant susceptible de continuer à offrir un soutien dans ce segment également.

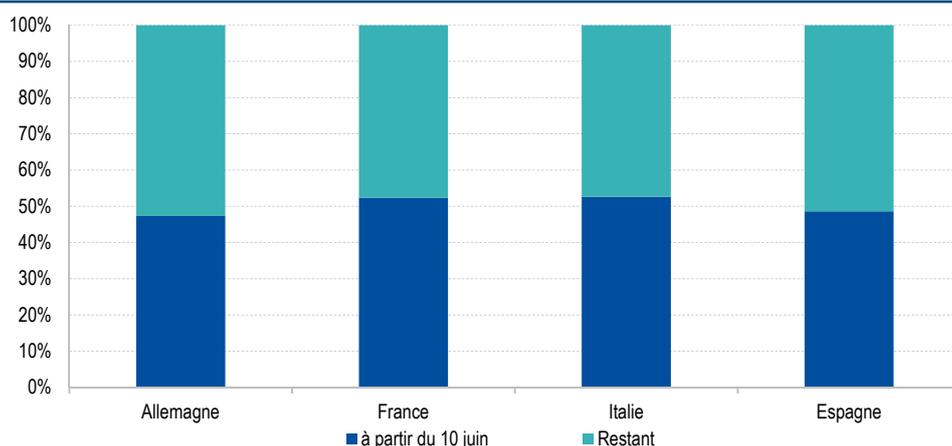
Après des émissions records au premier trimestre, les pays de l'UEM des 10 ont maintenu leur activité sur le marché primaire au deuxième trimestre

Alors que le premier trimestre a vu l'offre brute d'obligations d'État européennes de l'UEM des 10 atteindre son deuxième record trimestriel depuis 2015 et, sur une base équivalente à une échéance moyenne pondérée à 10 ans, un nouveau plus haut record, le deuxième trimestre est sur le point de marquer l'atteinte des objectifs de financement annuels, bien que ces derniers aient augmenté entre-temps, grâce aux nouveaux plans budgétaires récemment approuvés. À l'heure où nous écrivons ces lignes, au 10 juin, l'offre brute cumulée d'obligations d'État européennes de l'UEM des 10 est passée de 370 milliards d'euros à 660 milliards d'euros et d'environ 460 milliards d'euros à 770 milliards

d'euros sur une base équivalente à une échéance moyenne pondérée à 10 ans. Plus important encore, les émissions nettes (émissions brutes moins les remboursements d'obligations) sont passées de 265 milliards d'euros au T1 à 380 milliards d'euros actuellement.

La situation semble assez différente entre les émissions brutes et nettes : si la progression des premières pointes vers une moyenne de placement élevée de 50 % jusqu'à présent, la dynamique des émissions nettes semble bien meilleure pour la plupart des pays, car environ 60 % des remboursements annuels prévus pour les pays de l'UEM des 10 restent à venir. Selon nos estimations annuelles actuelles, tenant compte d'une hausse des déficits désormais attendue par rapport au début de l'année, les pays de l'UEM des 10 ont déjà placé une part considérable (près des deux tiers) du montant total prévu pour 2021, estimé à environ 590 milliards d'euros.

1/ Évolution des émissions obligataires brutes annuelles, en % : quatre grandes puissances d'Europe



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

THÉMATIQUE

Malgré les différences de progression des financements à l'échelle des pays, le niveau des achats anticipés semble également solide par rapport aux normes historiques. Si l'on regarde le positionnement individuel des pays à cet égard, l'Italie domine parmi les « quatre grands », tandis que les six autres pays sont presque tous assez proches d'atteindre leurs objectifs de financement net pour l'ensemble de l'année.

Les progrès du mix de financement « compensent », dans une certaine mesure, les écarts entre les « quatre grands » en ce qui concerne l'offre nette émise jusqu'à présent. Les pays en retard sur les volumes d'émissions nettes depuis le début de l'année ont globalement enregistré une meilleure progression s'agissant de maintenir une durée élevée pour les émissions brutes. L'échéance moyenne pondérée des nouvelles émissions d'obligations françaises et espagnoles, par exemple, a été assez élevée depuis le début de l'année : en équivalent à 10 ans, les volumes d'émissions brutes de ces deux pays ont atteint respectivement 1,34 et 1,20 fois le volume total placé, tandis que ce ratio est légèrement inférieur à 1,0 pour l'Italie et l'Allemagne. Dans le même temps, en ce qui concerne le financement net de bons du Trésor, l'Allemagne (12,5 milliards d'euros) et la France (EUR 6,6 milliards d'euros) ont encore davantage recours à la dette à court terme, tandis que l'Italie, avec une émission nette négative depuis le début de l'année (-4 milliards d'euros), conserve une certaine marge de manœuvre pour réduire

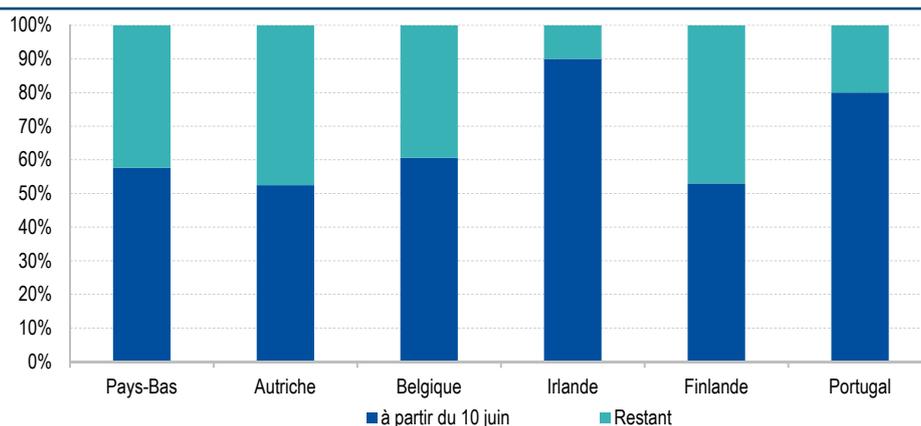
l'offre d'obligations au cours des mois restants. L'Espagne utilise plutôt l'offre à court terme (6,3 milliards d'euros), également grâce à la durée élevée de sa dette obligataire.

La conjonction de l'offre anticipée d'obligations souveraines et des achats d'actifs à venir de la BCE devrait faire baisser les pressions haussières exercées par les facteurs techniques sur les rendements et les spreads au S2

Alors que la BCE, qui a fait part de son intention de garder une « main ferme » sur le PEPP lors de sa réunion de juin, va maintenir un volume mensuel relativement stable de sa demande de dette souveraine, les progrès réalisés depuis le début de l'année en matière de financement présagent clairement d'une meilleure dynamique à venir au S2 2021. Dans l'ensemble, jusqu'à présent, la BCE n'a pas répondu à l'offre nette émise par des pays plus actifs en termes d'achats anticipés, mais le vent devrait tourner, le ratio entre les achats estimés des banques centrales et l'offre nette restante étant susceptible d'augmenter plus de deux fois. Le taux d'équilibre attendu entre la demande de la BCE et les nouvelles émissions est élevé pour l'Italie et l'Allemagne parmi les « quatre grands », et assez important pour tous les autres petits pays, en supposant l'absence d'écart par rapport à la clé de répartition du capital. Dans le cas de la dette souveraine italienne, par exemple, selon nos estimations, la BCE a acheté environ les deux tiers des émissions nettes depuis le début de l'année, mais devrait couvrir 2,3 fois le financement

Alors que la BCE va maintenir une demande relativement stable d'obligations souveraines, les progrès réalisés depuis le début de l'année en matière de financement présagent clairement d'une meilleure dynamique à venir au S2 2021

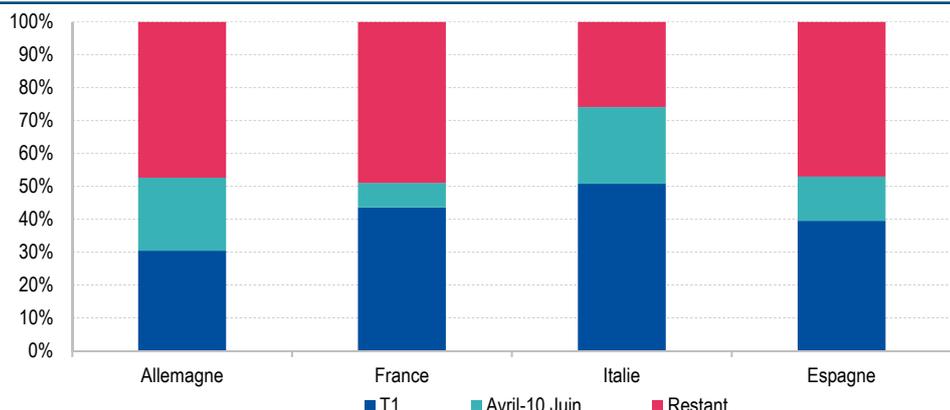
2/Évolution des émissions obligataires brutes annuelles, en % : autres pays de l'UEM des Dix



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

THÉMATIQUE

3/ Évolution du financement obligataire net annuel, en % : quatre grandes puissances d'Europe



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

Nous pensons que la BCE utilisera sa flexibilité pour continuer à soutenir les prochaines émissions de l'UE dans le cadre du plan de financement NGEU au cours des prochains trimestres

net restant pour 2021. Ces estimations tiennent déjà compte de la part de 10 % des programmes publics qui sera allouée aux obligations supranationales (voir sections suivantes et encadré). Enfin, la BCE a progressivement augmenté l'échéance moyenne pondérée de son portefeuille PEPP, en particulier dans les pays du cœur de la zone euro, renforçant finalement le soutien « qualitatif » au-delà des seuls chiffres. Cela devrait aider la BCE à cibler des *spreads* et des rendements stables, afin de maintenir des conditions de financement accommodantes.

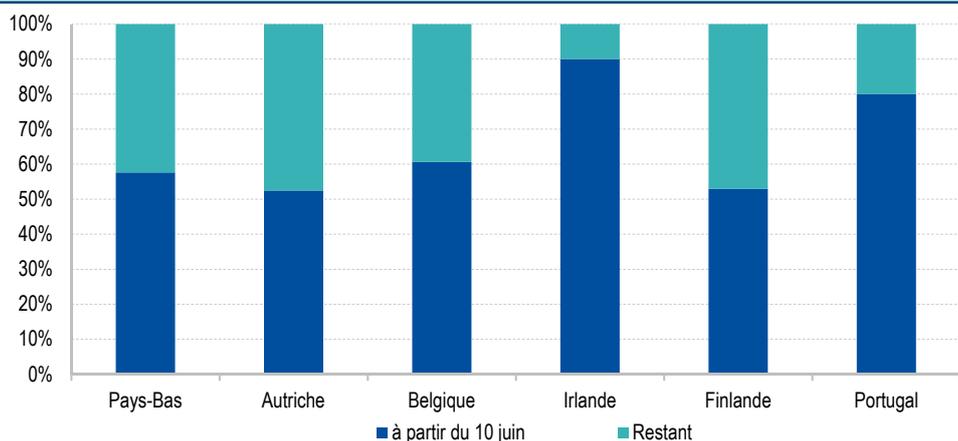
Suite aux émissions d'obligations SURE au S1, le marché de la dette supranationale devrait continuer à croître au deuxième semestre, porté par les nouvelles émissions NGEU de l'UE

Peu après l'annonce du plan de financement du S2 cette année, l'UE a

émis sa première obligation NGEU pour un montant de 20 milliards d'euros à 10 ans. L'opération a été un succès, tant en termes de demande collectée (plus de sept fois la taille finale) qu'en termes de prix par rapport aux prévisions initiales, confirmant la forte demande de dette de qualité supérieure sur le marché obligataire européen. Comme le plan de financement prévoit « environ 80 milliards d'euros » d'obligations jusqu'à la fin de l'année (**voir l'encadré pour plus de détails**), cette première obligation représente déjà un quart de la taille globale ciblée, tandis que deux autres opérations devraient être placées le mois prochain, avant la pause d'août.

L'émission NGEU fait suite à l'offre d'obligations SURE, qui a débuté à l'automne l'année dernière et est restée active au premier semestre cette année, en janvier (14 milliards d'euros) mais surtout en février/mars (22 milliards

4/ Évolution du financement obligataire net annuel, en % : autres pays de l'UEM des Dix



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

d'euros), et dans une moindre mesure en avril/mai (14 milliards d'euros). Le volume d'émissions de 80 milliards d'euros actuellement prévu par l'UE au cours des derniers mois de l'année est proche des 90 milliards d'euros estimés d'émissions nettes restant à placer dans le segment de la dette souveraine semi-core.

Le rôle de la BCE reste important pour soutenir les émissions de l'UE

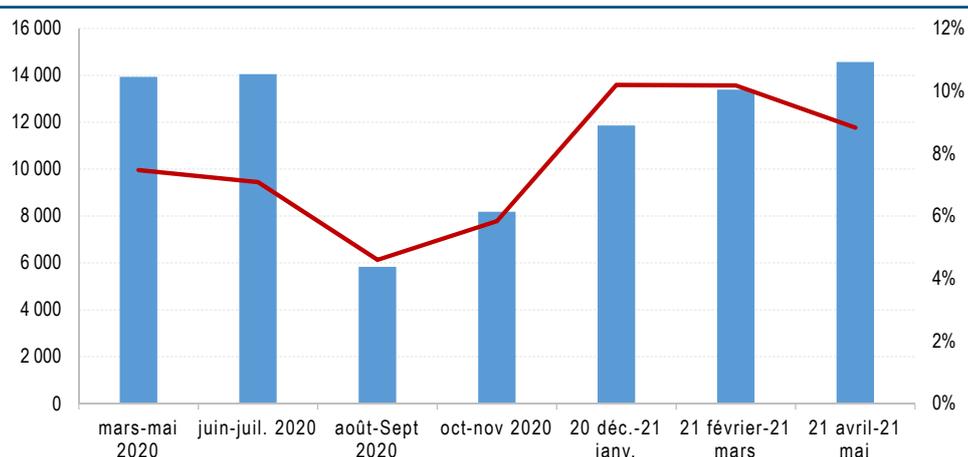
Depuis le lancement des obligations SURE de l'UE au T4 l'année dernière, la BCE a renforcé son allocation aux obligations supranationales et dispose d'une marge de manœuvre supplémentaire à cet égard. Pour la troisième fois consécutive, les derniers chiffres bimensuels détaillés publiés par la BCE ont confirmé une trajectoire plus soutenue pour les achats de dette supranationale au sein de la composante de la dette publique PEPP. La part des achats de titres SSA en avril-mai 2021 n'a été que légèrement inférieure (proche de 9 %) par rapport à décembre 2020-mars 2021 (10 %). Cette baisse récente pourrait également être liée au fait que les émissions SURE ont chuté de 22 milliards en février/mars à 14 milliards de dollars en avril/mai. Toutefois, en valeur absolue, le volume alloué aux SSA au cours des deux derniers mois a atteint son plus haut depuis le lancement du PEPP. Après le lancement de l'émission SURE de l'UE (à l'automne 2020), la part du PEPP allouée aux SSA a augmenté, passant de 6 % en moyenne à près de 10 % des achats de dette publique

au cours des six derniers mois. Les achats du PEPP sont allés de pair avec la hausse des émissions de l'UE, non seulement en termes de volumes mais aussi en termes d'échéance moyenne. L'échéance moyenne pondérée des SSA a poursuivi sa progression, s'établissant actuellement à 10,4 ans, et sa hausse globale coïncide avec le lancement du programme SURE de l'UE comprenant des obligations à échéance longue.

Nous pensons donc que la BCE utilisera sa flexibilité pour continuer à soutenir les prochaines émissions de l'UE dans le cadre du plan de financement NGEU au cours des prochains trimestres. Il est raisonnable de supposer que la part de l'allocation PEPP au segment restera proche des 10 % récemment observés, ou pourrait même légèrement augmenter, car depuis le début du programme, l'allocation cumulée aux SSA reste inférieure, aux alentours de 7 %. Une allocation de 10 % devrait représenter à peu près entre 55 et 60 milliards d'euros, afin de contrebalancer l'augmentation constante de l'offre de l'UE. Même en supposant une part supérieure à 10 %, cela n'aurait que peu d'effets sur les volumes totaux alloués à l'absorption de la dette souveraine: même dans ce cas, l'offre nette d'obligations d'État européennes, nette des achats d'actifs, devrait rester en territoire fortement négatif au S2.

Achévé de rédiger le 21 juin 2021

5/ Achats bimensuels de dette supranationale par le PEPP: en millions d'euros (à g.) et en % de la dette publique (à d.)



Source : ECB, Recherche Amundi - Données à mai 2021

Émissions NGEU : contexte et plan actuellement prévu

L'UE a annoncé son premier plan de financement à 6 mois dans le cadre du NGEU, prévoyant « environ 80 milliards d'euros » d'obligations jusqu'à la fin de l'année, « à compléter par des dizaines de milliards d'euros de bons du Trésor européens à court terme pour couvrir les besoins de financement restants ». La CE « mettra à jour le plan de financement en septembre, lorsqu'elle aura une vision plus précise des besoins de financement des États membres de l'UE pour les derniers mois de l'année ».

« La première émission obligataire se fera via une syndication. D'autres transactions syndiquées devraient avoir lieu avant la fin du mois de juillet. » Les anticipations du marché indiquent un volume compris entre 30 et 40 milliards d'euros avant la pause du mois d'août, soit près de la moitié du volume annoncé actuellement, avec probablement deux émissions après la première en juin, toutes syndiquées. « La Commission a également l'intention de commencer à émettre des obligations européennes et des bons du Trésor européens par le biais de procédures d'adjudications à partir de septembre 2021. Une fois le système d'adjudications mis en place, la Commission organisera régulièrement des syndications et des adjudications pour les obligations. Elle organisera également des adjudications régulières pour les bons du Trésor européens. » À partir de septembre, les opérations de syndication et d'adjudication régulières seront combinées. Le financement NGEU au S2 2021 va accroître l'univers de la dette couvert par le PEPP de la BCE, mais a peu de chances de modifier l'équilibre des facteurs techniques du marché des obligations d'État européennes.

Obligations de l'UE

« L'émission d'obligations par le biais d'échéances de référence (3, 5, 7, 10, 15, 20, 25, 30 ans) est la principale façon pour un émetteur de mettre en œuvre son plan de financement. Le programme d'émission du plan Next Generation EU donnera à la Commission l'occasion de consolider une présence régulière sur toutes les parties de la courbe des taux avec des obligations de l'UE aussi liquides que possible. Plutôt que d'émettre de nouvelles obligations avec de nouvelles échéances, la Commission augmentera, dans la mesure du possible, le montant des obligations déjà émises. L'encours rendra ainsi ces obligations plus liquides sur le marché secondaire, et donc plus attractives pour les investisseurs. »

Bons du Trésor européens

La Commission commencera également à émettre des titres assortis d'une échéance plus courte (moins d'un an) appelés bons du Trésor européens (EU-Bills). Cela permettra à l'UE d'accéder au marché monétaire profond et liquide. L'UE bénéficiera ainsi de la souplesse nécessaire pour déterminer la taille de chaque transaction en fonction des besoins de liquidité réels. Pour émettre des bons du Trésor européens, la Commission aura recours aux adjudications, conformément aux pratiques habituelles du marché.

Technique de financement

Comme les « syndications sont la technique traditionnelle d'émission de dette des émetteurs supranationaux » et que « la Commission a utilisé exclusivement la syndication dans le passé », le recours à l'adjudication, « principale technique d'émission utilisée par les grands États de l'UE », est une évolution en faveur de l'abandon du statut purement « supranational » en termes de financement. L'émission de bons du Trésor suit la même logique. L'objectif est de « permettre à la Commission d'attirer le financement nécessaire, même dans des conditions de marché difficiles, d'élargir la base d'investisseurs et de réduire les coûts de financement »

THÉMATIQUE



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment
Intelligence

La Chine représente plus de la moitié de la valeur des importations de produits pour lesquels l'UE dépend le plus de l'étranger

Le coût de l'autosuffisance

La perturbation des chaînes d'approvisionnement mondiales a été un signal d'alarme pour l'Union européenne. Depuis des années, le principe d'un marché unique, ouvert et libre a conduit à un transfert massif de la production industrielle et à son externalisation, principalement vers l'Asie. La crise Covid-19 a montré que la dépendance de l'Europe était supérieure à ce qu'imaginaient la plupart des dirigeants politiques et des décideurs, et aurait pu entraîner des perturbations plus importantes, avec des conséquences fatales dans certains secteurs. Il est devenu crucial d'assurer, au minimum, une forme d'autosuffisance sur les produits essentiels ; mais le coût de l'indépendance pourrait s'avérer beaucoup plus élevé que prévu.

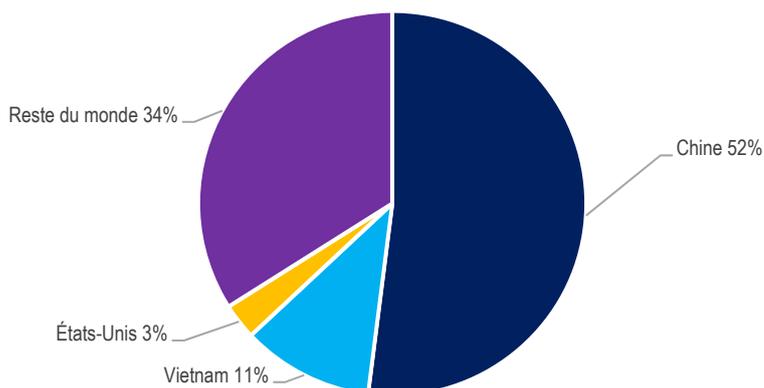
En évaluant la dépendance de l'Europe, la Commission a identifié 137 produits pour lesquels l'UE est fortement dépendante de la production extérieure, dont 34 sont peu susceptibles d'être remplacés (matières premières et pétrole par exemple). Cela laisse plus de 100 produits dans des secteurs tels que la santé, l'électronique ou la chimie. La Chine représente plus de la moitié de la valeur des importations de produits pour lesquels l'UE dépend le plus de l'étranger. Le Vietnam, la Corée, Singapour et le Brésil viennent ensuite, avec une valeur beaucoup plus faible, tandis que les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon ne représentent que 3 % de cette valeur totale (voir graphique 1).

En ce qui concerne les secteurs stratégiques, on constate une concentration importante dans certains segments tels que les semi-conducteurs, mais aussi les produits pharmaceutiques, pour lesquels la

dépendance devient plus critique dans le monde post-crise sanitaire. L'industrie pharmaceutique européenne compte des acteurs mondiaux de premier plan, mais la plupart des ingrédients pharmaceutiques actifs (API) et des excipients sont importés depuis l'Inde et la Chine (voir graphique 2). Certains médicaments ne sont plus produits en Europe en raison de la pression sur les coûts. La Chine occupe ainsi une position clef dans la chaîne d'approvisionnement des traitements antibiotiques, antiviraux, anti-bactériens et anti-inflammatoires. L'Inde est le leader mondial sur le segment des maladies du système nerveux central et des pathologies respiratoires.¹ Le coût d'une éventuelle relocalisation de la production de ces médicaments est incertain, car ce secteur est fortement intégré. Toutefois, l'impact sur les consommateurs se traduirait nécessairement par une hausse des prix s'ils étaient produits au sein de l'UE.

¹ Source : DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION Dépendances et capacités stratégiques. Mise à jour de la nouvelle stratégie industrielle de 2020 : construire un marché unique plus solide pour soutenir la reprise en Europe.

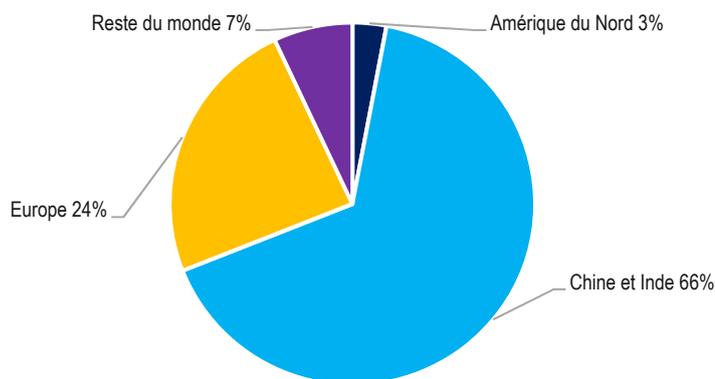
1/ Part de la valeur des importations des 137 produits pour lesquels l'UE est dépendante



Source : Commission européenne, Recherche Amundi, juin 2021

THÉMATIQUE

2/ Production d'ingrédients pharmaceutiques actifs dans le monde



Source : Rapport CPGA 2015, Recherche Amundi, juin 2021

Le monde dépend de Taïwan et de la Corée pour les semi-conducteurs de pointe

Il existe au moins trois façons différentes de traiter les problèmes de dépendance.

L'une d'elles consiste à diversifier les sources d'approvisionnement, une autre à constituer des réserves; une autre à créer (recréer dans de nombreux cas) des capacités de production au sein de l'UE. Le rapport coût-avantage/coût-bénéfice n'est évidemment pas le même. Le stockage pourrait ne pas être possible dans certains cas, comme pour les biens périssables et les technologies en constante évolution, ou n'a tout simplement pas de sens dans le cas des logiciels, par exemple. La diversification des sources ne résout pas entièrement le problème. Les Européens continueront de dépendre de la volonté d'un tiers pour fournir ce qui est nécessaire, cela pourrait ne pas être possible dans le cas d'une nouvelle pandémie mondiale comme la Covid-19 ou un événement géologiques d'envergure. Par conséquent, assurer au sein même du territoire cette production hautement dépendante mais critique, est le moyen le plus sûr. Toutefois, cette

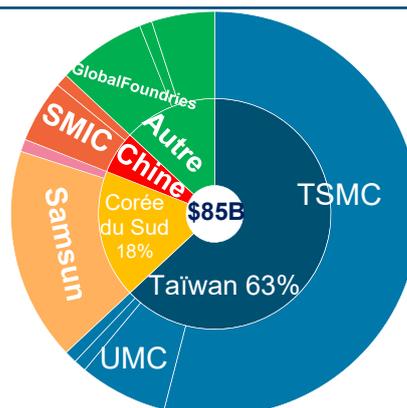
solution risque de ne pas être simple et pourrait coûter cher, voir très cher.

Prenons l'exemple de la souveraineté numérique. Elle nécessite, comme Thierry Breton² le souligne, « une capacité européenne autonome en matière de microélectronique », et donc d'être autosuffisant sur la fabrication de semi-conducteurs. Ce secteur possède une chaîne d'approvisionnement très complexe avec de nombreux acteurs dans les domaines de la conception, la lithographie, la fonderie ou la distribution. Pourtant, s'agissant de la production de puces, il présente toutes les caractéristiques d'un marché de matières premières oligopolistique, avec un très petit nombre d'acteurs (cf. graphique 3), à savoir Taïwan, la Corée et la Chine... et de très importantes barrières à l'entrée (avance technologique et capacités de production en masse).

La part de l'Europe représente moins de 10 % de la valeur totale du marché mondial des semi-conducteurs,

² Commissaire européen pour le marché intérieur

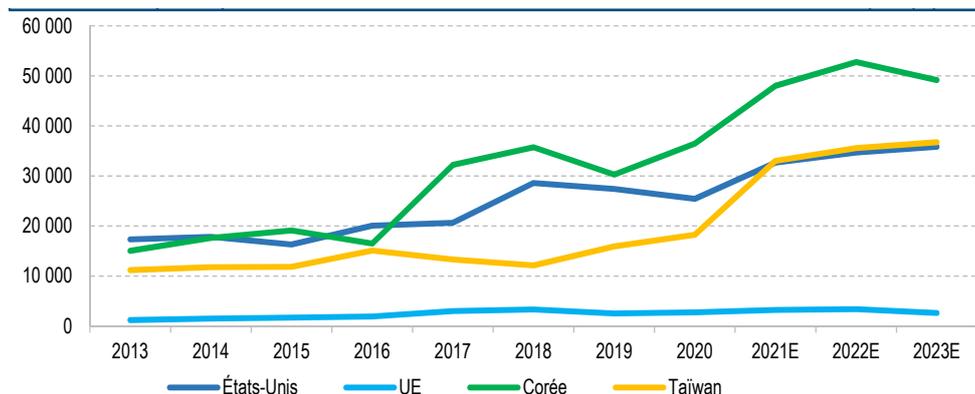
3/ Chiffre d'affaires total et parts de marché de la fonderie en 2020



Source : TrendForce, SIA, Recherche Amundi, Juin 2021

THÉMATIQUE

4/ Dépenses des principaux investisseurs du secteur des semi-conducteurs (M\$) (circuits logiques, DRAM, fonderie, NAND)



Source : UBS, Recherche Amundi, juin 2021

qui s'élève à 380 milliards d'euros (440 milliards de dollars), contre 44 % en 1990. **L'ambition de la Commission européenne est d'atteindre 20 % d'ici la fin de la décennie.** Aujourd'hui, les puces produites en Europe sont de moyenne gamme (20 nm et plus), principalement utilisées dans l'industrie automobile. Mais on ne recense aucune fonderie de semi-conducteurs de pointe, lesquels sont nécessaires pour les appareils mobiles et les voitures autonomes. L'enjeu est donc non seulement d'augmenter les capacités de production en Europe, mais aussi de moderniser les sites de production. Ces deux objectifs nécessitent des investissements importants, une stratégie de R&D à long terme et des ingénieurs talentueux. TSMC (Taïwan) et Samsung (Corée) sont aujourd'hui les seuls fabricants capables de produire des puces inférieures à 5 nm, alors même que la demande des clients pour la 5G et l'IA augmentera au cours des 3 prochaines années³. L'Europe peut compter sur ASML, leader mondial de la lithographie, mais ce n'est qu'une pièce du puzzle. Malgré le soutien du public, il n'est pas certain que les acteurs européens puissent atteindre les capacités de production de premier plan de Taïwan à une échelle rentable, même sur un horizon de 10 ans. Pour mettre les choses en perspective, les principaux acteurs ont investi de 10 à 20 milliards de dollars par an au cours de la dernière décennie (voir graphique 4). En avril dernier, TSMC a annoncé un plan d'investissement

de 100 milliards de dollars sur 3 ans pour faire face à la forte demande des clients (Apple, Qualcomm et Nvidia). Cela fait suite à l'annonce par Intel d'un investissement supplémentaire de 20 milliards de dollars dans deux nouvelles usines en Arizona, et aux 100 milliards de dollars investis par Samsung au cours de la décennie passée.

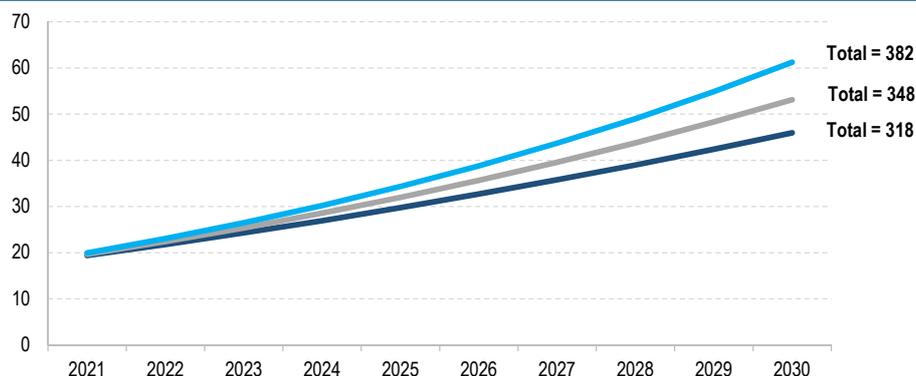
Par conséquent, pour avoir une réelle chance d'atteindre 20 % de parts de marché, y compris des capacités de fonderie de pointe pour garantir l'autosuffisance et l'indépendance stratégique en 2030, **l'Europe doit investir entre 400 et 500 milliards d'euros de fonds publics et privés** sur 10 ans (cf. graphique 5). En comparaison, la partie du plan Next Generation EU destinée au numérique et à l'innovation s'élève à 143 milliards d'euros sur 6 ans. En supposant que les fonds publics et privés disponibles suffisent à atteindre l'objectif de production et que les ingénieurs européens soient en mesure de remporter ce défi de R&D et de fabrication, il est peu probable que l'Europe atteigne des coûts marginaux plus faibles que les fonderies d'Asie du Nord. Par conséquent, des subventions publiques ou des taxes sur les importations seront probablement nécessaires, au moins pour certaines catégories de puces importées, afin que les producteurs de semi-conducteurs européens gagnent des parts de marché et atteignent une masse critique rentable. Il s'agit là d'un processus inflationniste par nature⁴.

³ Rapport annuel 2020 de TSMC

⁴ « Une alternative hypothétique, avec des chaînes d'approvisionnement locales parallèles et totalement autosuffisantes dans chaque région, pour atteindre ses niveaux actuels de consommation de semi-conducteurs, nécessiterait au moins 1000 milliards de dollars supplémentaires d'investissements immédiats. S'ensuivraient une hausse globale de 35 % à 65 % des prix des semi-conducteurs et, au final, une hausse des coûts des appareils électroniques pour les utilisateurs finaux ». *Strengthening the Global Semiconductor Supply Chain in an Uncertain Era*, Boston Consulting Group, juin 2021

THÉMATIQUE

5/ Union européenne - Estimation des dépenses de R&D et Capex pour atteindre 20% de part de marché à horizon 2030 (en milliards d'euros)



Ces scénarios sont basés sur des ventes industrielles 2020 de semi-conducteurs de 440 milliards de dollars (380 milliards d'euros selon la SIA). Nous supposons ensuite que les dépenses totales de R&D de l'industrie européenne représentent 20 % du chiffre d'affaires et que les dépenses d'investissement totales s'élèvent à 25 % du chiffre d'affaires. Le scénario 1 suppose une croissance de 10 % par an pour le marché mondial des semi-conducteurs jusqu'en 2030. Le scénario 2 table sur une croissance du chiffre d'affaires de 10 % jusqu'en 2025 inclus, puis une croissance du chiffre d'affaires de 5 % jusqu'en 2030. Le scénario 3 suppose une croissance du chiffre d'affaires de 7,5 % jusqu'en 2025 inclus, puis une croissance du chiffre d'affaires de 5 % jusqu'en 2030.

— SCÉNARIO (FAIBLE) 3% 2030
— SCÉNARIO (ÉLEVÉ) 6% 2025 5% 2030

— SCÉNARIO (BASE) 4,5% 2025 5% 2030

Source : Recherche Amundi

L'autosuffisance signifie une hausse de inflation

La réaction de l'Europe à la crise Covid-19 se traduit par un appel légitime à l'autosuffisance dans les secteurs stratégiquement dépendants. Dans le cas des composants électroniques, l'UE peut mobiliser les acteurs industriels pour concevoir un projet européen phare sous la forme d'un deuxième Projet important d'intérêt européen commun (IPCEI). Le premier IPCEI rassemble déjà 8 milliards d'euros et a apporté environ 5 milliards de fonds publics et privés supplémentaires en R&D⁵. Au total, la CE estime pouvoir réunir 20 à 30 milliards d'euros⁶. Une partie des fonds de relance et de résilience sera allouée à ce projet. Pourtant, cela pourrait ne pas suffire à atteindre l'objectif ambitieux de 20 % de part de marché. L'UE peut également demander à ses partenaires, à commencer par les États-Unis, de renforcer leurs capacités de production sur le territoire européen. Toutefois, cela ne sera pas gratuit. Durant la dernière discussion entre la Commission européenne et Intel, le fabricant américain de puces a demandé un versement de 8 milliards de dollars pour construire une usine en Europe⁷.

L'impact pour les investisseurs est double: (1) des opportunités d'investissement à long terme dans ces secteurs stratégiques, soutenues par des financements publics, et (2) une distorsion des coûts marginaux de production et la contribution à une hausse de l'inflation. Plutôt que de poursuivre une stratégie d'autosuffisance dans les semi-conducteurs, à travers un grand plan industriel incertain, l'Europe devrait d'abord renforcer la résilience de ses chaînes d'approvisionnement, atteindre un degré d'autonomie stratégique minimum sur les segments critiques comme la défense, la sécurité ou l'aérospatial par exemple, et utiliser les fonds publics pour développer la recherche et avoir la propriété intellectuelle.

En réalité, le coût de l'autosuffisance pourrait nettement dépasser le prix que les dirigeants politiques et les contribuables sont prêts à payer.

Achévé de rédiger le 25 juin 2021

⁵ Déclaration de Thierry Breton au CCFA et à Les Échos du 28 avril 2021

⁶ Déclaration de Thierry Breton à Le Monde du 25 avril 2021

⁷ « Intel demande 8 milliards d'euros de subventions pour fabriquer des puces européennes », Politico, avril 2021

THÉMATIQUE



Claire HUANG,
Macrostratège, Marchés
Émergents

Le taux de fécondité total de la Chine à 1,3 figure parmi les plus bas au monde

Les difficultés démographiques de la Chine

Les derniers résultats du recensement indiquent que la population de la Chine vieillit plus rapidement que prévu, incitant Pékin à assouplir le contrôle des naissances et à adopter une politique dite « des trois enfants ». Étant donné les difficultés à inverser le faible taux de fécondité, nous pensons que la Chine s'appuiera davantage sur le moteur de la productivité pour sa croissance à long terme.

Le vieillissement de la population est plus marqué que prévu

Les résultats du septième recensement montrent que la population totale chinoise a continué de croître pour s'établir à 1,41 milliard en 2020. Toutefois, la croissance démographique a encore ralenti à 0,53 % par an en 2010-2020, contre 0,57 % au cours de la décennie précédente. La part de la population en âge de travailler (de 15 à 64 ans) s'est réduite à 68,5 % en 2020, contre un pic de 74,5 % en 2010. À l'inverse, celle des seniors (65 ans et plus) a augmenté à 13,5 % en 2020 contre 8,9 % en 2010.

Parallèlement à la croissance plus lente de la population, les naissances diminuent. Le nombre de nouveau-nés est tombé à un plus bas historique de 12 millions en 2020, dans un contexte de diminution des nouveaux mariages et de contraction de la cohorte de femmes en âge de procréer. La pandémie pourrait également avoir affecté les naissances, compte tenu du retard dans la planification familiale et sachant que le taux de fécondité total (TFT) - un indicateur qui contrôle les cohortes d'âges - était de 1,3 en 2020, une durée inférieure aux prévisions de la plupart des démographes¹. Ce niveau de TFT est inférieur au taux de renouvellement des

générations de 2,1 et figure parmi les plus bas au monde.

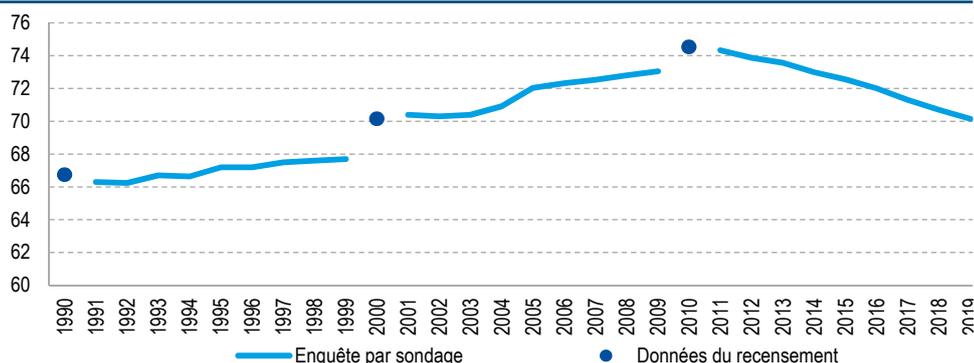
Le faible taux de fécondité est difficile à inverser dans le cadre de la nouvelle politique des trois enfants

Quelques semaines après les résultats du recensement, le Politburo chinois a annoncé un assouplissement du contrôle des naissances, passant de la politique des « deux enfants » à la politique « des trois enfants ». Cette décision marque une étape supplémentaire dans l'abandon de la politique du contrôle des naissances afin d'encourager la natalité. Toutefois, même si le contrôle des naissances a efficacement limité le taux de fécondité de la Chine depuis les années 1980, il n'est plus le principal facteur d'atténuation. Le désir d'avoir des enfants s'est rapidement atténué sous l'effet des changements sociaux, de l'accélération de l'inflation des prix des logements et de l'augmentation des coûts liés à l'éducation. En effet, bien que le passage de la politique de l'enfant unique à la politique des deux enfants en octobre 2015 ait légèrement augmenté le taux de fécondité pendant plus d'un an, les nouvelles naissances ont commencé à diminuer rapidement en 2018 à mesure que les effets de rattrapage se sont dissipés. Une récente enquête² révèle que

¹ Les perspectives de la population mondiale des Nations Unies 2019 prévoient une augmentation du taux de fécondité total de la Chine de 1,70 en 2020-2025 à 1,77 en 2075-2100. La CIA en 2021 l'estime à 1,6.

² Enquête 2020 de l'Université Fudan (en chinois).

1/ Part de la population chinoise en âge de travailler (15-64 ans, % du total)



Source : NBS, Recherche Amundi. Données au 11 mai 2021

THÉMATIQUE

La population en âge de travailler continuera de diminuer au cours des cinquante prochaines années

pour la majorité des ménages chinois, la famille à deux enfants constitue une taille idéale, mais pas plus, ce qui indique que le rebond induit par politique des trois enfants ou un assouplissement complet sera beaucoup plus faible que le changement de politique précédent.

La population chinoise atteindra un pic vers 2026

Même en partant de l'hypothèse d'un assouplissement complet du contrôle des naissances dans cinq ans et d'un relèvement temporaire du taux de fécondité total, le profil démographique chinois restera défavorable. La population totale commencera à diminuer au milieu des années 2020. Les nouveaux-nés pourraient passer en dessous des 10 millions à la fin des années 2020 après un rebond initial dans le sillage de l'assouplissement. Dans ces conditions, la part de la population âgée (plus de 65 ans) va doubler en l'espace de 20 ans pour se rapprocher du niveau actuel du Japon.

Pour la croissance chinoise, cela signifie que le *premier* dividende démographique³ est passé depuis longtemps. La population en âge de travailler va continuer de diminuer au cours des cinquante prochaines années, ce qui devrait se traduire par une croissance potentielle plus faible. Le *deuxième* dividende démographique, obtenu par le biais d'investissements dans le capital physique et le capital humain, est généralement plus important que le premier et va devenir l'axe principal de la politique. La faiblesse des taux de fécondité des économies d'Asie de l'Est permet de tirer des enseignements

importants: s'il est difficile d'inverser le profil démographique à long terme, il est intéressant d'investir dans le capital humain et de tirer parti du dividende des talents.

L'innovation est le nouveau moteur de la croissance chinoise

Pour faire face au vieillissement de la population, le **report de l'âge de la retraite** est déjà en cours de discussion. Nous anticipons également une amélioration du réseau de sécurité sociale et un durcissement des mesures de lutte contre la spéculation sur les prix des logements; un facteur qui semble jouer un rôle majeur dans la baisse du taux de fécondité dans le cadre du processus d'urbanisation.

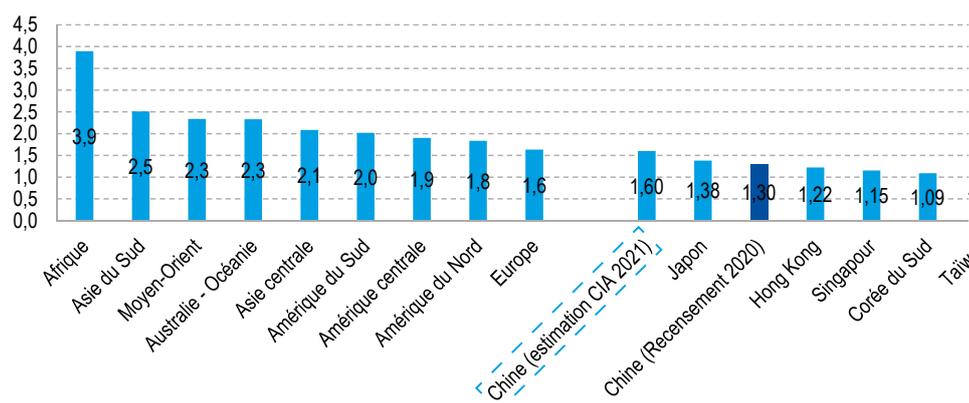
Dans un discours interne de janvier, le président Xi a remarqué que l'ancien modèle de croissance chinois n'était pas durable dans un contexte de goulots d'étranglement environnementaux et de hausse des coûts de la main-d'œuvre. Il considère que **l'innovation est « une question de survie » et joue un rôle essentiel dans le développement économique à long terme**, ce qui implique de stimuler la croissance potentielle en augmentant la productivité à long terme.

Les résultats du recensement rappellent les difficultés démographiques qui se profilent en Chine, et exigeront d'engager davantage de ressources pour opérer une transition de la Chine vers un modèle de croissance axé sur l'innovation.

Achévé de rédiger le 21 juin 2021

³ FMI - Qu'est-ce que le dividende démographique ?

2/ Taux de fécondité mondial



Source : CIA, NBS, Recherche Amundi. Données au 17 juin 2021

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

Mise à jour mensuelle

Sur la base de nos mises à jour trimestrielles, nous avons revu le détail et les probabilités de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs. Dans notre scénario central, le dosage macroéconomique et l'amélioration des fondamentaux sont favorables à la reprise économique et aux marchés financiers. Au-delà de 18 mois, nous anticipons un retour de la croissance américaine à son potentiel dans un contexte de régime d'inflation plus élevée, tandis que les pressions stagflationnistes se renforcent, notamment en Europe. Les valorisations étant chères et la dynamique économique s'essouffant, les performances ajustées du risque des actions sont revues en baisse. Nous envisageons à présent la possibilité de variants résistants aux vaccins ou des problèmes liés aux vaccinations, comme des risques pour le scénario central.

SCÉNARIO BAISSIER 25 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession avec inflation	Reprise multi-vitesses	Reprise durable et inclusive
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> ✳ Reprise compromise par les restrictions sanitaires malgré le succès des campagnes de vaccination ✦ Retour de la croissance des économies avancées (EA) à son potentiel (ou en dessous), malgré le soutien budgétaire ✦ Persistance des pressions inflationnistes en raison de goulots d'étranglement durables des chaînes d'approvisionnement ✦ Ralentissement plus rapide que prévu en Chine impactant les EA ▲ Durcissement des conditions financières exacerbant les fragilités économiques et financières ● Chute des prévisions de croissance à moyen terme et hausse des taux d'intérêt compromettant la viabilité de la dette publique et limitant le soutien budgétaire ● Protectionnisme et démondialisation impactant le commerce et les chaînes de valeur ● Pressions stagflationnistes exacerbées par le désendettement et les goulots d'étranglement 	<ul style="list-style-type: none"> ✳ Reprise forte mais inégale et à plusieurs vitesses en 2022, suivie d'un ralentissement en 2023. ● Dosage macroéconomique favorable permettant de stabiliser les ratios dette/PIB ● Normalisation progressive des politiques monétaires des EA, en commençant par la Fed ✦ Réduction de l'écart de prime de croissance entre les ME et les EA (relance budgétaire des États-Unis et ralentissement de la Chine) ✦ Pic et normalisation de la croissance et de l'inflation des USA au T2. Pic de la croissance et de l'inflation de la zone euro au S2 ▲ Dilution du déploiement du NGEU, malgré l'engagement politique ● Recul du risque de solvabilité, grâce à la dynamique positive des bénéficiaires des entreprises, au processus actif de désendettement et à la faiblesse des coûts de financement ✳ Hausse des tensions sociales et politiques en raison des inégalités de revenus et de richesses 	<ul style="list-style-type: none"> ✳ Reprise mondiale complète grâce aux campagnes de vaccinations de masse ✦ Réduction de l'écart entre le secteur manufacturier et les services ✦ Dynamisme de la consommation porté par l'épargne et l'augmentation du revenu disponible ▲ Maintien du statu quo par la Fed malgré la reprise du marché de l'emploi et les pressions salariales aux États-Unis ▲ Succès de la mise en œuvre du NGEU ● Cercle vertueux de croissance et d'inflation sans surchauffe mondiale ✳ Reprise inclusive et durable ● Croissance potentielle plus élevée grâce aux gains de productivité induits par les développements verts et numériques et l'investissement

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
25 %**Récession avec inflation**

Répercussions sur les marchés

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

SCÉNARIO CENTRAL
60 %**Reprise multi-vitesses**

Répercussions sur les marchés

- Rendements anticipés, ajustés en fonction du risque, plus faibles en raison des valorisations élevées et du ralentissement de la croissance.
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents
- Préférence pour les actions décotées
- Couverture de l'inflation via l'or, les obligations indexées sur l'inflation et les actions
- Préférence pour un positionnement de type « Barbell » pour les devises
- Émergents : prudence à court terme. Scénario de croissance à long terme intact

SCÉNARIO HAUSSIER
15 %**Reprise durable et inclusive**

Répercussions sur les marchés

- Pentification de la courbe des bons du Trésor américain
- Préférence pour les actifs risqués cycliques et décotés
- Préférence pour les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Ce mois-ci, nous augmentons la probabilité des risques économiques et (géo)politiques à 20 %. Nous envisageons à présent les risques liés au Covid-19, notamment en ce qui concerne les variants et les vaccins, comme faisant partie des risques économiques pesant sur notre scénario central. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

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

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

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

RISQUE FINANCIER
20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE
20 %

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

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexés 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 :



CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique s'est renforcée dans la zone euro avec l'assouplissement des restrictions de Covid-19, comme le confirment les statistiques à haute fréquence et les derniers indices PMI. Avec des performances bien supérieures aux attentes, les « soft data » [données subjectives] confirment l'optimisme qui sous-tend la réouverture en cours. En particulier, les hausses dans le commerce de détail et les activités commerciales ont confirmé que les secteurs les plus durement touchés par la pandémie étaient en train de toucher le fond... La tendance haussière du consensus se poursuit, avec des dynamiques plus marquées en France et en Italie.
- La croissance de l'activité économique aux États-Unis se poursuit à un rythme soutenu. Les enquêtes continuent de refléter la forte confiance qui sous-tend la réouverture de l'économie américaine. Toutefois l'indice CESI s'est inversé à la baisse sous l'effet de la modération des surprises liées aux données molles et dures. Le consensus demeure, lui, globalement stable.



FACTEURS TECHNIQUES

- Pas de grands changements dans la contribution de nos outils techniques par rapport au mois dernier. Les marchés ont considéré les commentaires de la FED comme bellicistes, mais les turbulences n'ont duré que quelques jours et les prix ont ensuite repris leur ascension. Pas assez pour structurer un « momentum » stable dans l'ensemble et peut-être trop rapide pour que les signaux d'achat à contre-courant puissent durer. Les RSI étaient en territoire de sur-achat avant la réunion du FOMC de juin. Ils se sont retournés après le commentaire belliciste de la FED et sont repartis à la hausse une fois que les esprits s'étaient calmés. Les données techniques restent mitigées, avec un manque de directionnalité à l'heure actuelle.

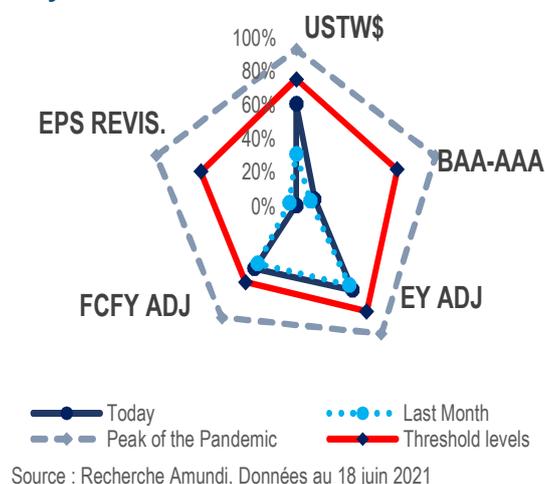

**FONDAMENTAUX
& VALORISATION**

- La plupart des actions ont atteint des records historiques et, malgré la reprise des bénéfices, les valorisations restent élevées et semblent chères sous certains aspects.
- L'injection de liquidités par les banques centrales reste le seul argument en faveur des niveaux élevés de marché, mais cette contribution est amenée à disparaître.
- Les niveaux absolus de ratios C/B sont supérieurs aux tendances historiques et sont un signe de complaisance des investisseurs.


SENTIMENT

- La FED a modifié ses dots, indiquant désormais deux hausses de taux en 2023. Une communication belliciste par rapport aux attentes du marché, ce qui explique la forte correction des actifs risqués au lendemain de l'événement. La volatilité n'a cependant augmenté que marginalement et il n'y a pas eu de preuve de détérioration significative de l'appétence pour le risque systémique dans le cadre de notre analyse. Les conditions financières se sont légèrement détériorées, les indices FCI des marchés émergents étant les plus affectés. Le rebond du dollar US en est l'une des principales raisons, les preuves de l'indicateur CAST étant toutefois compensées par les révisions de BPA encore saines et une prime de risque de crédit bien maîtrisée (Moody's en dessous de 65 pb à l'heure actuelle). La faible aversion au risque des investisseurs institutionnels (toujours favorables au risque dans le spectre des cross assets) semble le confirmer, mais il s'agit d'un élément à surveiller en permanence, étant donné que la plupart des paramètres semblent éloignés (bien que bien orientés) des normes historiques.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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

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

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

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 épencentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

POINTS CLÉS

1 Marchés développés : croissance et inflation revues à la hausse aux Etats-Unis et dans la zone euro

- Les données du PIB du premier trimestre ont été supérieures aux attentes et nos prévisions ont été révisées en conséquence.
- PIB américain 2021 de 7,2 % à 7,4 % ; 2022 à 4 %. PIB de la ZE 2021 de 3,3 % à 4,4 % ; 2022 à 3,6 %.
- L'inflation a également été revue à la hausse grâce à des indicateurs mensuels plus élevés que prévu.
- Prévisions pour les banques centrales :
 - La Fed commencera à réduire ses taux début 2022 et à les relever fin 2023.
 - La BCE continuera à déployer des mesures de relance jusqu'en 2022 (dont les détails seront fournis lors de la réunion de septembre), soit en prolongeant le PEPP/le APP actuel, soit en réduisant/arrêtant le PEPP tout en augmentant le APP.

Conséquences en matière d'investissement

- Mise à jour des objectifs des principaux emprunts d'État à 12 mois : États-Unis 10 ans à 2,10/2,30 % (1,8/2 % auparavant) - Allemagne 10 ans à -0,10/+0,10 % (-0,20/0,00 % auparavant) - Royaume-Uni 10 ans à 1,10/1,30 % (0,90/1,10 % auparavant)

2 USD : les taux à court terme maintiennent le dollar sous pression

- Le coût de la couverture du dollar a baissé en raison de la stagnation des taux d'intérêt à court terme, conséquence de l'engagement de la FED envers un objectif flexible d'inflation moyenne [FAIT] (position très accommodante sur le timing du premier relèvement).

Conséquences en matière d'investissement :

- Même si la Fed garde un ton accommodant, les fortes perspectives de croissance aux États-Unis placent la barre plus haut pour de nouveaux risques de baisse de la monnaie.
- Nous nous attendons donc à un dollar plus fort : l'EUR/USD à 1,16 au T1 2022.

3 Super cycle des matières premières

- La pénurie actuelle des stocks de métaux de base n'est pas nouvelle, car la faiblesse de la demande due à une croissance atone au cours des dernières années, a mis un terme à de nombreux projets.
- La production de pétrole reste bien en deçà des niveaux pré-Covid, mais celle-ci devrait reprendre une fois que les problèmes liés aux sanctions contre l'Iran seront résolus.

Conséquences en matière d'investissement :

- La récente pénurie de pétrole devrait s'atténuer d'ici la fin de l'année (objectif à 12 mois) : 65 \$ pour le WTI ainsi qu'une pénurie des stocks de métaux de base.

4 Croissance de la Chine et dépréciation du RMB

- La reprise économique devrait se poursuivre à un rythme soutenu : PIB à 8,9-9,5 % en 2021.
- L'IPC devrait continuer à se renforcer pour atteindre 1 à 2 % en glissement annuel, tandis que l'IPP devrait culminer en mai à environ 8 % en glissement annuel.
- L'augmentation des ratios de réserves obligatoires (RRR) de la BPC et la promotion des investissements à l'étranger atténuent l'appréciation du renminbi.

Conséquences en matière d'investissement :

- Légère dépréciation du renminbi à venir en raison des efforts de la BPC pour contenir la vigueur de la devise et également en raison des attentes d'un dollar américain plus fort.
- Objectif : USD/CNY à 6,5/6,6 pour le T4 2021/T2 2022.

Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsable Investment Intelligence*

Malgré le succès de sa campagne de vaccination, le Royaume-Uni a enregistré 35 000 nouveaux cas du variant Delta la semaine dernière (+46 % en variation hebdomadaire). Ce variant est désormais le plus répandu et représente 90 % des nouveaux cas. Le Premier ministre britannique pourrait se voir contraint de reporter la levée définitive des restrictions sanitaires. Au Portugal, la situation se détériore également. Le nombre de nouveaux cas est en augmentation au Brésil et en Russie. Le degré de sévérité du variant Delta n'est pas clairement établi, mais on estime qu'il serait 60 % plus transmissible que le variant « britannique ». Selon les projections, le variant Delta pourrait représenter 90 % de tous les cas de Covid-19 d'ici la fin du mois d'août et déclencher une nouvelle vague épidémique dans l'hémisphère nord après les vacances d'été.

À l'heure où nous rédigeons ces lignes, près d'un quart de la population mondiale a reçu au moins une dose de vaccin contre le Covid-19, mais moins de 1 % dans les pays les plus pauvres. Plus de 3 milliards de doses ont été administrées dans le monde. Avec un taux d'injection quotidien de plus de 40 millions de doses, il faudra attendre encore au minimum 6 à 9 mois pour se rapprocher de l'immunité collective. Parmi les principaux risques, il faut tenir compte du risque d'apparition d'un ou de plusieurs variants résistants aux vaccins existants et du risque d'effets secondaires inattendus des vaccins.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les programmes de dépenses du président Biden, associés à la poursuite de la campagne de vaccination et des réouvertures, devraient soutenir les dépenses de consommation dans les secteurs des biens et des services. Toutefois, la fin des aides gouvernementales dans certains États, d'éventuelles hausses d'impôts et l'inflation résultant des pénuries d'approvisionnement pourraient constituer un frein. Dans ce contexte, nous restons sélectifs et recherchons des entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix leur permettant de répercuter les hausses des prix des intrants sur les consommateurs afin de préserver leurs marges.
	Actions US Value	+		Nous restons constructifs sur les actions décotées (principalement de bonne qualité) et les actions cycliques et sommes conscients qu'à mesure que les données économiques se conforment aux prévisions, la surperformance dépend moins de la sélection du marché (bêta) que de la sélection des valeurs. Ces rotations resteront une tendance à long terme, soutenue par la hausse de l'inflation, une légère augmentation des rendements obligataires et une forte croissance économique.
	Actions US Croissance	-		Nous restons prudents vis-à-vis des segments d'hyper croissance et de croissance spéculative, qui s'éloignent déjà de l'exubérance excessive affichée précédemment. Cette tendance pourrait se poursuivre à mesure que les prévisions de taux d'intérêt et d'inflation augmentent.
	Europe	=		La forte croissance économique et la politique accommodante (BCE et NGEU) étayent notre vision d'une reprise cyclique bénéfique pour la région. Cependant, les bonnes nouvelles ont en grande partie déjà été intégrées dans les cours et nous préférons nous concentrer sur la valeur relative et rester sélectifs au vu des pressions inflationnistes qui pourraient compromettre les marges de certaines entreprises. À noter que l'ESG, l'activisme actionnarial et les droits des actionnaires minoritaires restent des thèmes clés sur les marchés et pour nous.
	Japon	=		La tendance relative des bénéfiques a récemment souffert de la vigueur des bénéfiques aux États-Unis et en Europe, mais, à long terme, la reprise cyclique mondiale et les perspectives d'affaiblissement du yen devraient soutenir les marchés japonais.
	Marchés émergents	=/+		La région connaît un rebond de la croissance et des bénéfiques, ainsi que des valorisations attractives, mais il est nécessaire de se montrer sélectif et de se concentrer sur les segments décotés/cycliques. Nous percevons quelques obstacles liés aux risques géopolitiques et à la rapidité de la hausse des taux et de l'inflation aux États-Unis.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Nous sommes prudents à l'égard des bons du Trésor américain en raison de la persistance de l'inflation, de la hausse des rendements et du déficit budgétaire colossal. Les marchés semblent adhérer au discours de la Fed sur la nature passagère de l'inflation, ce qui empêche toute hausse des rendements pour l'instant. Pour autant, nous pensons que l'orientation générale des taux reste haussière (non linéaire). Ce sera négatif pour la durée et nous préférons les emprunts d'État indexés sur l'inflation.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Il est conseillé de réduire le DTS (bêta) et le risque de durée longue dans les portefeuilles, car une augmentation future des rendements de base pourrait affecter les prix du crédit. En revanche, nous apprécions la dette à durée courte et préférons les opportunités idiosyncrasiques pour créer de la valeur. En ce qui concerne le crédit titrisé, nous sommes attentifs aux valorisations, car nous pensons que le secteur s'est en grande partie rétabli.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le HY offre un potentiel de portage attractif dans un contexte d'amélioration de l'économie et des fondamentaux et de refinancements à taux bas. Nous restons néanmoins très sélectifs en nous efforçant d'équilibrer la qualité avec le potentiel de rendements plus élevés.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents sur les obligations du cœur de la zone euro, car nous pensons qu'une amélioration de l'économie (plan NGEU), le redémarrage économique et les pressions inflationnistes pourraient entraîner une hausse des rendements. Nous restons toutefois conscients de la détermination de la BCE à maintenir sa politique de soutien et des conditions financières favorables, ce qui devrait empêcher toute hausse rapide des rendements. Ce soutien de la BCE devrait également permettre à la région d'éviter toute fragmentation, contribuant ainsi à soutenir la dette des pays périphériques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous maintenons un bêta stable, mais le faisons par le biais d'émetteurs de qualité supérieure et sommes encouragés par le soutien de la BCE, qui assure un contexte technique solide, compte tenu notamment de l'amélioration des fondamentaux. Nous privilégions les titres BBB et les durations courtes, ainsi que les secteurs cycliques comme les services financiers (dette subordonnée), l'énergie et l'automobile. En revanche nous estimons qu'il est judicieux de trouver un équilibre en réduisant l'exposition à la dette financière senior.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		La reprise des bénéfiques, le désendettement et le refinancement de la dette à des taux bas sont autant de facteurs qui nous permettent de nous intéresser aux émetteurs moins bien notés, tout en maintenant un équilibre entre qualité, rendement et liquidité. Nous évitons les signatures dont les titres pourraient être fortement impactés par une hausse des rendements core.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous sommes légèrement constructifs sur la dette en devises fortes à court terme, mais reconnaissons que la marge de compression des spreads est très limitée à moyen terme. Nous maintenons notre préférence pour le HY par rapport à l'IG, tant pour les titres souverains que pour les titres d'entreprises, car le HY offre de meilleures perspectives de portage et pourrait bénéficier de la dynamique de reflation, mais la sélection reste essentielle.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes particulièrement prudents en ce qui concerne les taux, mais en matière de change, nous privilégions les devises offrant un bon potentiel de portage tout en restant attentifs à la liquidité. Nous avons une vision plus positive pour le second semestre de l'année malgré les anticipations d'appréciation du dollar, mais nous restons sélectifs.
AUTRES	Matières premières			La reprise économique est, de manière générale, propice aux matières premières. Il convient toutefois de noter que les pénuries actuelles de métaux de base sont le résultat de l'arrêt des projets au cours des dernières années du fait de la faiblesse de la demande enregistrée jusqu'alors. Celles-ci sont plus prononcées dans les matières premières (cuivre) liées à la transition verte. Toutefois, cette situation devrait se normaliser d'ici la fin de l'année. De même, la situation du pétrole devrait se détendre lorsque les questions liées aux sanctions contre l'Iran seront résolues. Nous maintenons notre objectif à 12 mois de 65 \$/baril pour le WTI.
	Devises			Le durcissement monétaire et l'assouplissement budgétaire devraient soutenir le dollar (avantage de taux et de croissance économique). Nous tablons sur un renforcement du dollar - notre objectif pour l'EUR/USD est de 1,17 pour la fin de l'année et de 1,16 au premier trimestre 2022. Lorsque les taux réels augmenteront (même s'ils restent négatifs) et que les prévisions d'inflation diminueront, le dollar devrait s'apprécier par rapport aux devises à faible et à fort rendement.

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 22/06/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,9/6,7	3,7/4,6	2,6	3,2	3,2
Pays développés	-5,2	5,3/6,0	3,4/4,1	0,7	2,3	2,0
États-Unis	-3,5	6,9/8,1	3,5/4,5	1,3	3,5	2,7
Japon	-4,9	2,9/3,1	2,8/3,4	0,0	-0,4	0,6
Royaume-Uni	-9,8	5,5/6,1	4,5/5,1	0,9	1,6	2,2
Zone euro	-6,7	4,1/4,7	3,2/3,9	0,3	2,0	1,6
Allemagne	-5,1	2,7/3,4	3,6/4,2	0,5	2,5	1,6
France	-8,0	5,6/6,4	3,5/4,1	0,5	1,7	1,6
Italie	-8,9	4,0/4,9	3,2/3,8	-0,1	1,5	1,5
Espagne	-10,8	4,6/5,4	4,6/5,2	-0,3	1,9	1,4

Source : Recherche Amundi

- États-Unis** : grâce à un dosage macroéconomique particulièrement accommodant, l'économie états-unienne va continuer à se relever avec vigueur. Le PIB a très probablement déjà atteint ses niveaux d'avant la pandémie, mais le marché du travail se redresse à un rythme plus lent, qui devrait s'accélérer à partir du troisième trimestre. L'inflation devrait atteindre son plus haut au deuxième trimestre, puis décélérer progressivement. Pour autant, nous avons revu à la hausse nos prévisions d'inflation pour 2021-2022 en raison de la persistance, malgré leur nature transitoire, des pressions haussières. La Fed devrait très probablement continuer à considérer cette évolution comme étant conforme à son objectif et maintenir une politique accommodante.
- Zone euro** : après une contraction au premier trimestre due aux restrictions sanitaires imposées dans plusieurs pays, nous anticipons une croissance modérée au deuxième trimestre, à mesure que ces restrictions seront levées, puis une accélération plus forte à partir de l'été, lorsque les restrictions auront globalement été levées, que les campagnes de vaccination auront progressé et que la confiance des consommateurs et des entreprises se sera améliorée. Les politiques budgétaires et monétaires resteront accommodantes et soutiendront la reprise. L'inflation devrait évoluer selon une tendance haussière, en raison essentiellement de facteurs transitoires, dépassant la cible au quatrième trimestre avant de retomber en dessous de la tendance en 2022.
- Japon** : après le PIB décevant du premier trimestre et compte tenu du faible taux de vaccination, nous nous attendons désormais à ce que le Japon progresse à un rythme plus lent relativement aux autres marchés développés en 2021. L'immunité de groupe devrait être atteinte à la fin de l'année, retardant toute reprise significative de la consommation à début 2022. Pendant ce temps, le Japon continuera à bénéficier de la résilience de la demande extérieure, sous la forme notamment de commandes de machines de la Chine et de commandes de biens d'équipement des États-Unis. La dynamique du cycle mondial des investissements est de bon augure pour la croissance des bénéfices des entreprises japonaises, mais l'inflation restera faible en raison de la reprise molle de la demande intérieure.
- Royaume-Uni** : bien que le gouvernement ait reporté la réouverture complète de l'économie à la mi-juillet afin de contrer la propagation d'un nouveau variant, les marqueurs de la reprise économique restent vigoureux, confirmant notre prévision d'une accélération de la croissance à partir du deuxième trimestre et d'une dynamique soutenue au second semestre. L'inflation, qui a récemment surpris à la hausse en raison de plusieurs facteurs temporaires, devrait rester au-dessus de la cible cette année et l'année prochaine, sans pour autant compromettre le dosage accommodant des politiques monétaire et budgétaire.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	25-06 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,19
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,51
Japon	-0,03	-0,1	-0,04	-0,1	-0,04
RU	0,10	0,1	0,11	0,1	0,23

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	July 28
BCE Conseil des gouverneurs	July 22
Banque du Japon MPM	July 16
Banque d'Angleterre MPC	August 5

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed pose les jalons de la normalisation de sa politique d'assouplissement quantitatif. Elle devrait commencer à évoquer un QE en août/septembre et amorcer une réduction de ses achats d'actifs en début 2022. Les éléments de langage relatifs à l'inflation ont évolué et reconnaissent plus explicitement les risques d'emballement. Les Dots prévoient désormais deux hausses de taux en 2023, mais nous devons garder à l'esprit qu'ils ne constituent pas une orientation prospective, mais simplement des projections individuelles. Une grande incertitude demeure quant à l'évolution de l'inflation et notamment quant à sa durée ou au type de pressions inflationnistes qui pourraient résulter d'une forte expansion et d'un resserrement de l'utilisation des ressources dans l'ensemble de l'économie.
- BCE :** lors de la réunion de juin, la BCE a confirmé le maintien du rythme de ses achats au titre du PEPP à un niveau nettement supérieur à celui des premiers mois de l'année. Conformément aux préannonces, il n'y a aucun signe de réduction des dispositifs de soutien pour l'instant et la politique reste ultra-accommodante. Les perspectives économiques ont été revues à la hausse pour 2021 et 2022, tout en tablant sur des niveaux d'inflation inchangés et inférieurs à l'objectif en 2023. Les mesures de relance monétaire devraient être maintenues et la réunion de septembre devrait fournir davantage d'indications à leur égard pour le T4 2021 et l'année 2022.
- BoJ :** le 18 juin, la BoJ a maintenu ses principales politiques inchangées et a prolongé le soutien au financement des entreprises de six mois supplémentaires, jusqu'en mars 2022, comme l'anticipaient les marchés. Ce dispositif de soutien inclut le programme de financement exceptionnel lié au Covid-19, d'un montant actuel de 68 600 milliards de yens et l'achat de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprise à hauteur de 20 000 milliards de yens. Haruhiko Kuroda, le gouverneur de la banque centrale, maintient des perspectives prudemment optimistes, notant que l'économie se redresse et que l'inflation finira par s'accélérer lorsque les vaccins auront atteint le seuil critique. Compte tenu de la lenteur actuelle de la campagne de vaccination, la BoJ restera en retard par rapport à la courbe en 2021.
- BoE :** lors de sa dernière réunion, la Banque d'Angleterre a maintenu son programme d'achat d'actifs inchangé à 895 milliards de livres sterling, malgré le vote d'un membre du comité en faveur d'une réduction de sa taille globale. En parallèle, le programme d'assouplissement quantitatif du Royaume-Uni n'étant pas illimité et ses achats d'obligations étant largement en avance sur le calendrier, la BoE a annoncé un ralentissement de son rythme d'achat d'obligations. Malgré une hausse significative, de 5 % à 7,25 % des prévisions du PIB pour 2021, le Comité de politique monétaire a envoyé un message globalement accommodant, un durcissement monétaire état encore très lointain.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 22/06/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,9/6,7	3,7/4,6	2,6	3,2	3,2
Pays émergents	-2,2	6,4/7,2	4,0/4,9	4,0	3,9	4,1
Chine	2,3	8,6/9,2	5,1/5,7	2,5	1,1	2,4
Brésil	-4,1	4,9/5,9	1,0/3,0	3,2	6,9	4,3
Mexique	-8,3	5,8/6,8	2,0/4,0	3,4	5,1	4,1
Russie	-3,1	3,0/4,5	2,0/3,5	3,4	5,5	4,4
Inde	-7,1	9,0/10,2	4,6/6,0	6,6	5,5	6,0
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,6/5,6	2,0	2,1	3,2
Afrique de Sud	-6,9	3,6/4,6	2,0/3,0	3,2	4,4	4,7
Turquie	1,6	4,3/5,3	3,7/4,7	12,3	15,3	11,4

Source : Recherche Amundi

- Chine :** la croissance est restée inférieure aux attentes en mai. La croissance de la production industrielle a ralenti à un rythme plus rapide que prévu, mais nous pensons que sa faiblesse est en partie due aux restrictions d'offre avant le centenaire du PCC le 1^{er} juillet. Néanmoins, la croissance de la consommation a été modérée et la reprise du tourisme a marqué le pas en juin en raison de nouvelles restrictions sur fond de recrudescence des infections dans le sud de la Chine. Cela nous conduit à revoir à la baisse les prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année de 0,3 ppt à 8,9 %. Sur le front de l'inflation, les risques de hausse des prix des matières premières devraient s'atténuer et l'IPC devrait rester faible au T3 compte tenu de la baisse des prix du porc.
- Inde :** la décélération de la pandémie et la levée partielle des restrictions ont coïncidé avec une reprise progressive mais persistante des données de mobilité. Le peu de chiffres mensuels disponibles font toujours état d'un ralentissement économique en mai et sont cohérents avec une révision à la baisse du PIB entre 9 % et 10 % en glissement annuel pour 2022. La forte hausse inattendue de l'inflation (du prix des intrants aux prix de base) limite la marge de manœuvre de la politique monétaire, tandis que sur le plan budgétaire, de petits programmes ont été annoncés ou prolongés (programme alimentaire jusqu'en novembre, vaccin gratuit pour tous, programme pour l'emploi en milieu rural).
- Brésil :** la mobilité et l'activité se sont redressées après que le consensus a nettement relevé ses prévisions du PIB 2021 (croissance légèrement supérieure à 5 %). L'inflation déjà supérieure à 8 % sur un an n'a pas encore atteint son pic et montre également des signes d'effets secondaires. La BCB, consciente du risque haussier pesant sur les prix, a renoncé à la renormalisation « partielle », relevé son taux directeur de 75 pb (à 4,25 %) et « pré-annoncé » une nouvelle hausse de 75 pb (et se tient prête à accélérer le rythme si nécessaire). L'administration devrait prolonger l'aide financière d'urgence de 3 mois, mais de nouveaux écarts budgétaires sont moins préoccupants compte tenu de la baisse du ratio d'endettement (avec un dénominateur plus élevé) et de l'avancée des réformes macro/microéconomiques.
- Russie :** l'économie russe est en phase de reprise rapide et le PIB réel devrait retrouver son niveau antérieur à la crise au T2 2021. La croissance du PIB devrait avoisiner 3,5 % voire plus en 2021. Alors que l'offre augmente, les pressions sur la demande, tant nationales qu'internationales, ont augmenté, entraînant une accélération de l'inflation. En mai, l'inflation a atteint 6 % en glissement annuel, contre 5,8 % en avril, bien au-delà de l'objectif de 4 %. La CBR a de nouveau relevé son taux directeur de 50 pb à 5,5 % le 11 juin. Selon la CBR, l'inflation ne devrait revenir à l'objectif qu'au S2 2022. Alors que la balance des risques penche vers une augmentation des risques proinflationnistes, nous anticipons de nouveaux relèvements lors de la réunion de juillet.

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

	28-06 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,85	3,85	4,02	3,95	4,27
Inde	4,00	4,25	4,00	4,50	4,20
Brésil	4,25	7,00	6,25	7,00	6,45
Russie	5,50	6,25	6,10	6,25	6,10

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	July 20
RBI (Inde)	August 6
BCB (Brésil)	August 4
CBR (Russie)	July 23

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** lors du forum de Lujiazui, Yi Gang, gouverneur de la PBoC, a clairement indiqué que la banque prendra en compte les taux d'inflation moyens plutôt que les niveaux élevés de l'IPP constatés ces derniers mois. Par conséquent, la PBoC devrait rester en retard par rapport à l'évolution de la courbe au deuxième semestre, d'autant plus que la dynamique de reprise de la croissance a ralenti et que les risques inflationnistes s'atténuent. Nous anticipons deux hausses de 5 pb du taux de référence des prêts bancaires (LPR) au premier semestre 2022, si l'IPC sous-jacent augmente de plus de 2 %. Sur le marché interbancaire, la PBoC devient moins accommodante qu'il y a un mois et diminue progressivement l'injection de liquidités supplémentaires, dans un contexte d'augmentation des émissions d'obligations d'État, entraînant une hausse progressive des taux.
- RBI (Inde) :** début juin, la RBI a confirmé poursuivre sa politique accommodante, laissant le taux de référence inchangé à 4 % tout en annonçant la prolongation de son programme d'assouplissement quantitatif (G-SAP) au deuxième trimestre de l'année fiscale 2022 (1200 milliards INR), légèrement supérieur à celui du premier trimestre fiscal 2022. En outre, la RBI a ouvert de nouvelles possibilités de prêt pour les secteurs exigeant un contact important avec la clientèle et pour les micro/petites et moyennes entreprises par l'intermédiaire de la Small Industries Development Bank. Depuis, les niveaux étonnamment élevés d'un ensemble d'indicateurs d'inflation (l'inflation totale s'est inscrite à 6,3 % en glissement annuel en mai) ouvrent la voie à un retour de la RBI vers une politique plus neutre.
- BCB (Brésil) :** alors que la Fed était occupée à remanier les « dots » (projections du taux des fonds fédéraux), la BCB a décidé de procéder à un nouveau relèvement de son taux directeur (de 75 pb à 4,25 %), a annoncé une autre hausse d'ampleur similaire en août (mais se dit prête à accélérer le rythme de la normalisation si les anticipations d'inflation continuent de se détériorer) et a abandonné l'idée d'un ajustement « partiel » - le Copom revient désormais vers un taux neutre, sans pause, pour lutter contre les pressions inflationnistes et les effets de second ordre. Nous tablons sur une normalisation complète jusqu'à un taux de 6,50 % d'ici octobre et sur la probabilité d'une nouvelle hausse en décembre (de 50 pb), ce qui rendrait la position de la BCB un peu moins neutre et plus restrictive.
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau relevé son taux directeur de 50 pb à 5,5 % le 11 juin. Le ton a été plus ferme que par le passé, car, selon la CBR, les pressions inflationnistes se sont intensifiées. Alors que le PIB réel reviendra à son niveau d'avant crise au deuxième trimestre, la demande, tant nationale qu'internationale, dépasse l'offre. En mai, l'inflation a atteint 6 % en glissement annuel, contre 5,8 % en avril, bien au-delà de l'objectif de 4 %. La CBR s'attend à ce que l'inflation ne revienne à son objectif qu'au deuxième semestre 2022. L'équilibre des risques étant orienté vers des risques pro-inflationnistes, nous anticipons que de nouvelles hausses de taux seront décidées lors de la réunion de juillet.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(22 juin 2021)

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

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	25/06 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,19
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,51
Japon	-0,03	-0,1	-0,04	-0,1	-0,04
Royaume-Uni	0,10	0,1	0,11	0,1	0,23

Pays émergents

	28/06 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,85	3,85	4,02	3,95	4,27
Inde	4,00	4,25	4,00	4,50	4,20
Brésil	4,25	7,00	6,25	7,00	6,45
Russie	5,50	6,25	6,10	6,25	6,10

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	25/06 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,27	0,20/0,35	0,47	0,35/0,50	0,68
Allemagne	-0,65	-0,70/-0,50	-0,67	-0,70/-0,50	-0,66
Japon	-0,11	-0,20/-0,10	-0,11	-0,20/-0,10	-0,14
Royaume-Uni	0,08	0/0,25	0,22	0,25/0,5	0,31

Taux 10 ans

	25/06 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,49	1,8/2,0	1,64	2,1/2,3	1,76
Allemagne	-0,18	-0,20/-0,0	-0,13	-0,10/+0,1	-0,06
Japon	0,05	0/0,20	0,10	0/0,20	0,13
Royaume-Uni	0,75	0,9/1,1	0,93	1,1/1,3	1,01

Prévisions de change

	25/06/2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022
EUR/USD	1.19	1.17	1.21	1.16	1.24
USD/JPY	111	113	109	114	110
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.85	0.85
EUR/CHF	1.09	1.11	1.12	1.11	1.13
EUR/NOK	10.14	9.83	9.83	10.19	9.80
	25/06/2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022
EUR/SEK	10.13	9.97	9.95	10.23	9.90
USD/CAD	1.23	1.20	1.22	1.24	1.21
AUD/USD	0.76	0.79	0.78	0.74	0.79
NZD/USD	0.71	0.71	0.74	0.68	0.75
USD/CNY	6.46	6.55	6.39	6.65	6.30

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT OUTLOOK


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

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

ASSET CLASS VIEWS


Asset Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)

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

SHIFTS & NARRATIVES


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

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

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

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

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

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

Shifts & Narratives #4 - In search of a new international order (26-05-2020)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

INSIGHTS PAPERS


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

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

The inflation moment - Strategies to protect portfolios from inflation risk (08-06-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer

Insurers' portfolios: re-load the income engine, go beyond the traditional investment universe (07-06-2021)

DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income investment platform - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager, Buy & Maintain

WORKING PAPERS


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

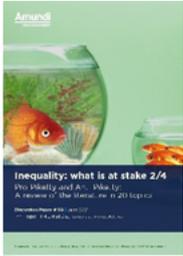
BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

Measuring and Pricing Cyclone-Related Physical Risk under Changing Climate (03-06-2021)

Théo Le Guenedal, Quantitative Research - Philippe Drobinski, LMD-IPSL, Ecole polytechnique - IP Paris, ENS - PSL Université, Sorbonne Université, CNRS, France - Peter Tankov, CREST-ENSAE, IP Paris

PUBLICATIONS RÉCENTES

DISCUSSION PAPERS


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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and ionicomics transform the world (19-05-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS


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

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

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

REPORT


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 Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

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

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,

Stratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, 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

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Economiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste 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