

# CROSS ASSET Investment Strategy

# 04

Avril  
2020

Mensuel

VUES DES CIO

Le point d'inflexion des  
marchés va dépendre de la  
vitesse de contagion

LE THÈME DU MOIS

Entrée des banques centrales  
dans l'ère du  
« soutien illimité »

## #04 - Avril 2020

### Sommaire

#### Global Investment Views

##### CIO Views

##### **Le point d'inflexion des marchés va dépendre de la vitesse de contagion p. 3**

Les marchés (cycle financier) précèdent le cycle économique, et vont donc toucher leur point bas avant la fin de la pandémie de coronavirus. Le profil cyclique de la pandémie, les mesures politiques annoncées, ainsi que l'ajustement de la courbe de crédit et des rendements des obligations « core », sont les trois principaux facteurs à suivre. À ce stade, nous attendons plus une stabilisation temporaire des marchés qu'une reprise complète.

##### Macro

##### **Nouveaux scénarios de base et alternatifs p. 5**

Notre scénario de base est que l'économie mondiale peut parvenir à une reprise en forme de U, mais la base de ce U sera plus large et plus profonde que prévu, et le rebond sera moins rapide que la chute.

##### Gestion diversifiée

##### **Nous restons prudents sur les actifs risqués p. 7**

Nous pensons qu'il est crucial de surveiller les nouvelles données sur la contagion, de rester diversifié et d'éviter d'accroître agressivement le risque étant donné que la volatilité devrait persister.

##### Marchés obligataires

##### **Priorité à la liquidité dans un contexte de risques de crise et de défaut p. 9**

Alors que les gouvernements et les banques centrales ont réagi par des mesures politiques extrêmes pour lisser l'impact économique de la crise et le manque de liquidité pourraient augmenter le risque de défaut des entreprises.

##### Actions

##### **La volatilité renforcera la sélection bottom-up p. 11**

Cette crise sans précédent, a entraîné une extrême volatilité des marchés, mais les investisseurs devraient se concentrer sur les secteurs/entreprises capables de résister au blocage économique.

#### Thématique

##### **Saut quantique de la zone euro vers une mutualisation de la dette p. 13**

L'architecture de la zone euro ne lui permet pas de contenir tous les risques liés au choc actuel. Le recours à une ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) sans conditions strictes serait de facto un premier pas vers une mutualisation de la dette. Un tel dispositif pourrait ouvrir la voie à un budget européen et à une dette commune.

#### Le thème du mois

##### **Entrée des banques centrales dans l'ère du « soutien illimité » p. 20**

L'action coordonnée des banques centrales et des gouvernements a pour objectif explicite de prévenir une forte augmentation des faillites. Nous sommes convaincus de la capacité des banques centrales à faire face à la crise de liquidité, celles-ci étant entrées dans une nouvelle ère, celle du « soutien illimité ». Nous n'avons, en revanche, pas de convictions fortes quant à la profondeur de la crise de solvabilité à venir.

#### Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 18
- > Principaux risques p. 20
- > Points clés de la Recherche p. 21
- > Allocation d'actifs Amundi p. 23

#### Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 25  
Perspectives macroéconomiques  
Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 27  
Perspectives macroéconomiques  
Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 29
- > Avertissement concernant nos prévisions p. 30
- > Publications récentes p. 35

CIO VIEWS



PASCAL BLANQUÉ,  
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

## Le point d'inflexion des marchés va dépendre de la vitesse de contagion

Les marchés (cycle financier) précèdent le cycle économique, et vont donc toucher leur point bas avant la fin de la pandémie de coronavirus. Toutefois, ils devraient se stabiliser une fois confortés sur trois points :

- **Le profil cyclique de la pandémie**, ou lorsque l'on observe des signes de ralentissement de la vitesse de contagion. Cela dépend de la variable « temps » (durée de la période de crise) et des efforts de mobilisation (mesures de confinement mises en place dans différents pays). Il y a encore beaucoup d'incertitude à ce stade.
- **La tactique « quoiqu'il en coûte » des autorités budgétaires et monétaires**, et la question de savoir si ces politiques sont considérées comme crédibles lorsqu'il s'agit d'assouplir les conditions financières des entreprises ou de fournir des ressources adéquates aux ménages afin que ceux-ci puissent faire face à une période de chômage plus importante résultant d'une paralysie de l'économie. Les marchés semblent enfin avoir compris à quel point ces efforts sont importants et sans précédent.
- **La partie courte de la courbe de crédit**, après les récentes dislocations, et les **rendements des obligations « core »**, qui ont progressé depuis l'annonce des mesures budgétaires, prenant en compte le volume de dettes futures plus élevé. Les rendements obligataires semblent désormais sous contrôle, alors que du côté du crédit, il y a encore une marge d'amélioration.

**Toutefois, l'arme politique ne sera efficace que s'il y a une baisse correspondante de la vitesse de contagion du Covid-19.** La combinaison des deux influera sur le calendrier de la reprise et, tant que la pandémie ne semblera pas maîtrisée, la volatilité persistera. Ce qui importe le plus pour les investisseurs, selon nous, c'est la vitesse de l'évolution de la pandémie, qui tend toujours vers une augmentation du nombre de cas, avec une accélération au cours des dernières semaines. Lorsque les mesures de confinement commenceront à produire des résultats, la vitesse de contagion devrait décélérer. C'est ce qui s'est passé en Chine, et nous en voyons maintenant quelques signes en Italie. La plupart des pays sont encore loin de leur pic. Le Royaume-Uni et les États-Unis sont encore en phase d'accélération, de même que de nombreux pays de l'UE, tandis que certains pays émergents en sont à un stade précoce.

Si le confinement généralisé s'avère efficace, la pandémie devrait accélérer vers son pic le mois prochain, puis la vitesse de l'augmentation du nombre de nouveaux cas devrait commencer à décliner. Nous nous dirigeons vers cela, mais nous n'y sommes pas encore. **À court terme, nous ne pouvons qu'attendre une stabilisation temporaire de la dislocation extrême du marché plutôt qu'une reprise complète et stable.**

Dans cette phase transitoire, au fur et à mesure que la crise évolue, **il deviendra clair pour les investisseurs qu'au lendemain de la pandémie, ils se retrouveront avec des rendements obligataires plus faibles dans les principaux pays et devront donc trouver des rendements ailleurs.** Les marchés cotés du crédit et de la dette des pays émergents seront les candidats naturels, même si la pression sur ces actifs reste forte à l'heure actuelle et qu'il n'est pas encore temps de rechercher des points d'entrée agressifs. **Sur le crédit, nous restons prudents et très sélectifs sur le high yield, tandis que nous préférons l'investment grade qui devrait bénéficier du parapluie des banques centrales, de même que les obligations euro périphériques.** Une poursuite du cycle baissier des marchés ne pourrait se justifier que par un choc permanent sur la croissance potentielle, mais ce n'est pas le scénario privilégié en ce moment.

**Les marchés actions resteront sous pression jusqu'à ce que des signes de stabilisation de la courbe de l'épidémie se matérialisent.** Nous voyons

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Garder une position prudente sur les actifs à risque, essayer d'améliorer la gestion de la liquidité et couvrir un certain risque de crédit.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Plus prudent sur les obligations émergentes et le HY américain
- ▶ Quelques opportunités « bottom-up » au sein des valeurs cycliques

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

apparaître des opportunités dans les secteurs cycliques de qualité qui pourraient rebondir fortement une fois que les cycliques auront retrouvé leur attrait, à l'approche du pic de la pandémie. Des points bas pourraient apparaître plus tôt au niveau régional et la Chine est bien placée.

En termes de gestion de portefeuille, **ce contexte incite à la prudence, l'aversion globale au risque devant persister à court terme** et générant de fait un mouvement de « fuite vers la sécurité » en privilégiant des actifs de haute qualité, défensifs et liquides. La gestion active et la sélection seront essentielles pour gérer cette période « intermédiaire » et, en particulier, le compromis entre performance et liquidité. **Aujourd'hui, plus que jamais, une gestion robuste de la liquidité fera la différence.**

MACRO

## Nouveaux scénarios de base et alternatifs



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



**DIDIER BOROWSKI,**  
Responsable Global Views

Notre scénario de base est que l'économie mondiale peut parvenir à une reprise en forme de **U**, mais la base de ce **U** sera plus large et plus profonde que prévu et le rebond sera moins rapide que la chute

La propagation mondiale de l'épidémie de coronavirus, avec le blocage séquentiel de la plupart des activités économiques, a été inattendue tant par sa sévérité que par sa profondeur voici seulement quelques semaines, et **c'est pourquoi nous révisons nos scénarios de base et alternatifs**. Par nature, toute épidémie est un choc contrôlable et réversible. Toutefois, dans le cas de l'épidémie actuelle, on ne sait toujours pas comment réduire le taux de contagion et, une fois la population en sécurité, à quelle vitesse les économies pourront rebondir. Ce qui se passe en Chine, puis en Italie, sera une sorte d'indicateur avancé pour le reste du monde. Les États-Unis, en ce qui concerne la résilience de la consommation des ménages, seront clés dans l'évolution de l'économie mondiale.

Tous les pays touchés n'ont pas adopté les mêmes mesures pour contenir le virus. Lorsque la crise a éclaté en Chine, le reste du monde, et dans une moindre mesure la zone euro, s'orientait vers un rebond cyclique en début d'année. Aujourd'hui, avec quelques semaines de décalage, toutes les économies ont été touchées, ce qui conduira à **une contraction économique sévère et synchronisée dans la plupart des marchés développés et émergents dans les mois à venir**. Les principaux déterminants de son issue seront la rapidité, la solidité et la coordination des efforts politiques, le rythme et l'efficacité des mesures de confinement des épidémies et la possibilité de tester ou non un traitement ou un vaccin. Les efforts des autorités monétaires et budgétaires sont sans précédent. Les taux des banques centrales (BC) sont revenus à leurs niveaux de 2009 et l'expansion du bilan des BC des marchés développés dépassera fin 2020 les niveaux de 2009. Le soutien budgétaire devrait être important, à la fois dans son montant et dans l'ampleur des mesures prises, destinées à préserver la stabilité sociale, à renforcer le système de santé, à prévenir les défauts de paiement massifs du secteur des entreprises et à soutenir les

ménages. Il est néanmoins clair que ces mesures ne seront pas suffisantes pour empêcher une contraction économique significative au cours des deux ou trois prochains trimestres. Toutefois, nous pensons que la croissance potentielle est peu susceptible d'être affectée à ce stade, et les mesures de soutien pourraient entraîner un rebond de l'activité économique en fin d'année, ou très probablement début 2021. Notre scénario de base est que l'économie mondiale peut parvenir à une reprise en forme de **U**, mais que la base de ce **U** sera plus large et plus profonde que prévu, et le rebond sera moins rapide que la chute.

Deux scénarios alternatifs sont également possibles, qui dépendent du niveau d'interaction du choc économique, de l'ampleur de la crise de solvabilité des entreprises et de la résurgence potentielle du risque politique sur les zones de tension préexistantes.

**Dans notre scénario baissier**, les mesures de confinement ne parviendront pas à ralentir la pandémie et la crise s'étendra pour devenir systémique. Ceci n'est pas encore intégré dans les prix du marché et entraînerait une nouvelle correction des actions et une augmentation substantielle des taux de défaut, avec des secteurs entiers complètement perturbés. Une dette qui explose et deviendrait insoutenable serait la caractéristique de ce scénario, qui se terminerait probablement par la monétisation complète de celle-ci.

Dans notre scénario haussier, si les mesures de confinement s'avèrent efficaces et que la situation se stabilise dans deux ou trois mois (comme en Chine), l'activité économique pourrait reprendre rapidement, avec des pertes de valeur permanentes uniquement pour les seuls modèles d'activité les moins soutenables. Ce scénario n'est pas non plus intégré par le marché et pourrait entraîner une hausse significative des actifs risqués par rapport aux niveaux actuels en seconde partie d'année.

MACRO

<b>NÉGATIF</b> Reprise en forme de L	<b>SCÉNARIO CENTRAL</b> Reprise en forme de U	<b>UPSIDE</b> Reprise en forme de U
20 %	50 %	30 %
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Poursuite de la pandémie et progrès médicaux lents. Mise à l'arrêt prolongée des économies nationales</li> <li>– Récession mondiale profonde et durable se prolongeant au-delà de l'urgence sanitaire</li> <li>– Large monétisation de la dette dans le monde</li> <li>– Perte de production potentielle du fait des faillites d'entreprises</li> <li>– Explosion de la dette publique et du bilan des banques centrales</li> <li>– Dépression financière de longue durée</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Pandémie maîtrisée à la fin du T3 2020</li> <li>– Profonde récession mondiale aux T1/T2/T3 2020</li> <li>– Les banques centrales mondiales et les gouvernements mettent en place des mesures d'urgence (bazooka) pour apaiser les craintes et protéger les revenus et les entreprises</li> <li>– Reprise lente à partir du T4 2020-T1 2021 (effets d'hystérésis, croissance molle), suivie d'un rebond en 2021, attribuable principalement aux effets de base</li> <li>– Hausse des défauts d'entreprises en 2020, fragmentation importante du marché du crédit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Pandémie maîtrisée au S1 2020</li> <li>– Récession profonde, mais de courte durée (H1 2020)</li> <li>– Les banques centrales mondiales et les mesures budgétaires coordonnées contribuent à relancer l'économie (rattrapage). Reprise de la demande</li> <li>– Croissance supérieure au potentiel en 2021 et peut-être dès le S2 2020 dans certains pays</li> </ul>

Source : Recherche Amundi, au 23 mars 2020. Rang = Reste du monde

GESTION  
DIVERSIFIÉE



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

*Nous pensons qu'il est crucial de surveiller les nouvelles données sur la contagion, de rester diversifié et d'éviter d'accroître agressivement le risque étant donné que la volatilité devrait persister*

## Nous restons prudents sur les actifs risqués

Des perturbations sévères tant au niveau national qu'international, pouvant entraîner divers impacts économiques d'intensité variée et des schémas de récessions, posent un risque évident. C'est pourquoi **nous restons prudents sur les actifs risqués**. Notre stratégie consiste à être vigilants et à surveiller les données les plus récentes afin de mieux estimer les impacts sur l'économie mondiale et de mesurer le niveau d'intégration par le marché du ralentissement économique. **Pour l'instant, il est crucial pour les investisseurs de rester très diversifiés**. Les mesures annoncées par les gouvernements internationaux et les banques centrales sont assez impressionnantes, mais **la volatilité devrait persister** jusqu'à ce que les marchés se fassent une idée de la durée des perturbations économiques. Nous assistons également à une phase de « liquidation » de la correction, lorsque les positions sont clôturées en raison des « stop losses ». Certains segments du marché nous semblent attractifs sur le long terme, mais nous ne pensons pas que le moment soit venu d'ajouter du risque de manière agressive.

### Des idées à forte conviction

La situation ayant beaucoup évolué depuis fin février, **nous avons ajusté tactiquement notre allocation d'actifs**, en adoptant une exposition au risque plus faible et en abaissant notre opinion sur les actions, tout en restant à la recherche de nouveaux points d'entrée une fois que la situation

s'apaisera. Depuis la fin du mois de février, **nous sommes prudents sur les actions européennes et américaines, et sommes maintenant neutres sur le Royaume-Uni**. Même si le marché américain a cédé plus de 25 % depuis son plus haut de cette année, nous maintenons notre position pour le moment, tout en suivant l'évolution de l'épidémie et l'impact potentiel des mesures de blocage sur les bénéfices des entreprises. Celles-ci seront fortement affectées par le durcissement des conditions financières et la baisse des ventes. Nous sommes neutres sur les actions émergentes, avec une préférence pour le China FTSE A50 par rapport au GEM (indice émergent global), la Chine étant en avance dans le cycle pandémique et elle devrait se montrer plus résistante.

Sur le marché obligataire, nous conservons une vue neutre sur la duration globale, mais préférons les obligations US 5 ans aux obligations Allemagne 5 ans, ces dernières pouvant bénéficier de flux continus vers les valeurs refuges. Toutefois, le niveau actuel des rendements n'est pas jugé suffisamment attractif pour accroître l'exposition à la duration, les rendements semblant toujours faibles en termes de valorisation. Nous sommes désormais prudents sur les obligations indexées sur l'inflation à 10 ans américaines. La courbe italienne continue d'offrir des rendements attractifs et nous conservons notre position relative sur le 30 ans italien contre le 30 ans allemand, dans l'anticipation d'un soutien continu

### Convictions Amundi

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

Source: Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

de la BCE pour alléger la pression sur les obligations périphériques.

Par ailleurs, après avoir affiché une certaine résistance aux évolutions de Covid-19, les marchés du crédit ont souffert de la tendance générale d'aversion au risque, les États-Unis sous-performant l'Europe sur les segments High Yield (HY) et Investment Grade (IG). Nous sommes légèrement constructifs sur les obligations d'entreprise dans leur ensemble, en particulier sur les titres de grande qualité, mais avec un accent mis sur la couverture des risques extrêmes. Nous continuons de préférer l'Europe aux US tant sur l'IG que sur le HY. Le niveau élevé d'endettement des entreprises américaines HY, l'exposition du HY américain au secteur de l'énergie et la chute des prix du pétrole sont une source de préoccupation pour cette classe d'actifs.

**S'agissant des obligations des marchés émergents**, l'élargissement récent des *spreads* a été rapide et vigoureux, en raison de l'accroissement de la diffusion du virus et de l'effondrement des prix du pétrole qui a assombri le tableau pour les pays exportateurs de pétrole. Par conséquent, **nous pensons que les perspectives sont désormais plus**

**déliçates pour la classe d'actifs**. De nombreux pays en sont au début de la crise, avec des mesures d'endiguement limitées, et seront confrontés à une grave récession. Nous avons récemment adopté une approche plus prudente, avec une position neutre sur cette classe d'actifs.

Sur le front des devises, notre position sur l'euro est neutre par rapport au dollar américain dans un contexte de signes de faiblesse économique significative en Europe, mais nous conservons notre position positive sur l'euro par rapport au franc suisse en raison de la valorisation élevée de ce dernier.

### Risques et couverture

Dans cette phase de forte volatilité, il est particulièrement important de limiter **le risque de baisse, raison pour laquelle nous recommandons aux investisseurs** d'avoir une exposition au yen et à l'or et de maintenir une couverture via des options sur les actions et le crédit.

*USD = US Dollar, IG = Investment Grade, HY = High Yield, CHF = franc suisse, China FTSE A50 = un indice boursier du groupe FTSE composé de valeurs domestiques chinoises.*

**MARCHÉS  
OBLIGATAIRES**

**Priorité à la liquidité dans un contexte de risques de crise et de défaut**



**ÉRIC BRARD,**  
*Directeur du Métier Fixed Income*



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



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

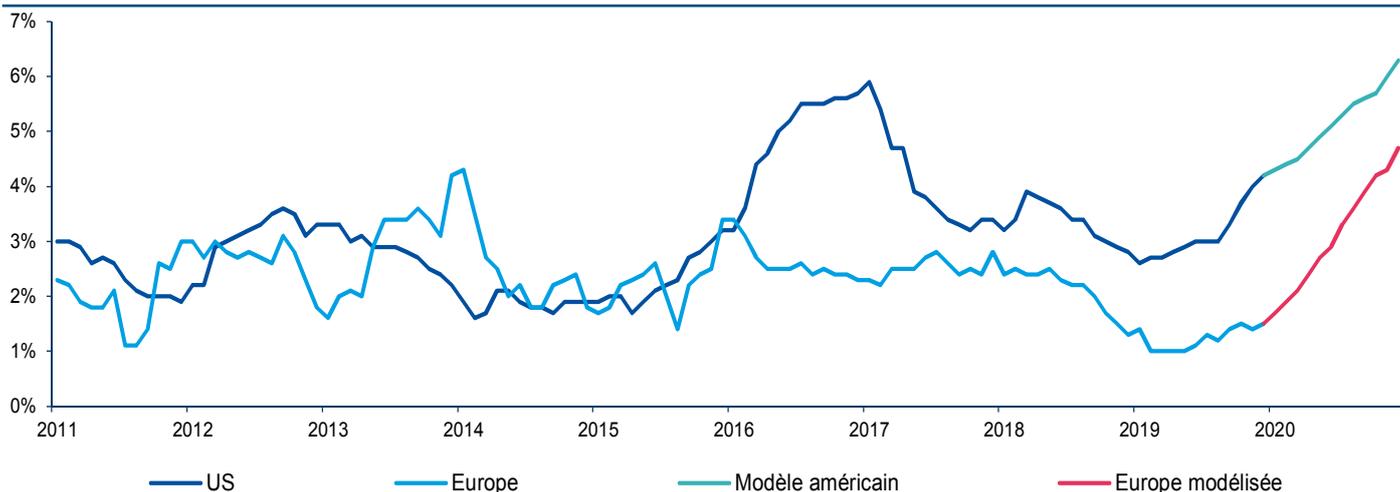
Les banques centrales ont sorti la grosse artillerie (bazooka) et les gouvernements se sont également mobilisés face aux craintes de récession mondiale. Les marchés ont réagi de manière extrême à la propagation mondiale du Covid-19, poussant les rendements des emprunts d'État des pays « core » à leur plus bas historique, avant de rebondir une fois que les marchés ont commencé à prendre en compte une dette plus élevée à la suite des vastes plans de relance budgétaire. Les produits de *spread* ont subi de fortes pressions à tous les niveaux, avec pour corollaire une récession mondiale, des dégradations de notations et un taux de défaut plus élevé dans le segment HY. L'accent mis sur des modèles d'activité résilients et capables de survivre au ralentissement économique est essentiel pour préserver les actifs d'une dépréciation permanente. La volatilité est extrêmement élevée, et la gestion de la liquidité avec la trésorerie et des actifs assimilés est une priorité absolue. Enfin, il est crucial de positionner les portefeuilles afin de renforcer leur capacité à se redresser lorsque les marchés s'amélioreront.

de durée, avec une vue constructive sur les États-Unis (flux refuges), proche de la neutralité sur la zone euro core et négative sur le Japon. Nous avons ajusté notre opinion sur la durée par ailleurs, devenant plus favorables sur l'Australie et neutres sur le Royaume-Uni et le Canada. Nous sommes moins constructifs sur les obligations indexées sur l'inflation américaines (baisse des prix de l'énergie) et en Europe. Les obligations périphériques de l'UE continuent d'offrir des rendements attractifs et nous restons positifs (injection massive de liquidités de la BCE), même si c'est un peu moins que par le passé en Italie et en Espagne. Nous anticipons toujours une forte volatilité sur les périphériques et des pénuries de liquidité. Nous sommes positifs sur le crédit mais avons modifié nos vues sectorielles : moins constructif sur les cycliques et les secteurs directement exposés à cette crise (transport maritime, automobile). La qualité des émetteurs est également importante, en particulier dans les segments les plus risqués. Nous sommes constructifs sur l'IG, mais nous avons accru le focus sur la liquidité. Nous préférons l'EUR aux US dans l'IG (fondamentaux solides et soutien du QE) ainsi que dans le HY (en évitant l'énergie US). Dans l'ensemble, nous attendons des signaux de fin de

**Obligations des pays développés**

Sur le marché obligataire mondial, nous avons un biais positif en termes

**Perspectives de défaut pour le crédit à haut rendement (pourcentage d'émetteurs)**



Source : Prévisions d'Amundi Research, Moody's, au 18 mars 2020

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Alors que les gouvernements et les banques centrales ont réagi par des mesures politiques extrêmes pour lisser l'impact économique de la crise et le manque de liquidité pourraient augmenter le risque de défaut des entreprises*

baisse avant d'ajouter du risque. Aux États-Unis, le resserrement des conditions financières pèse toujours sur la liquidité du marché. Cependant, au cours des derniers jours, nous avons vu que la chute spectaculaire des anticipations d'inflation s'était comblée, notamment sur le marché des TIPS. Ceci se confirme également sur la courbe des taux qui s'est pentifiée de manière assez régulière. Ensemble, ces deux paramètres suggèrent que les actions des banques centrales et la relance budgétaire commencent à rattraper leur retard et pourraient même reprendre un peu le contrôle de la situation. Nous restons prudents et sélectifs et continuons de nous concentrer sur la liquidité. Nous recherchons également des obligations d'entreprises américaines de qualité à long terme affichant une décote importante.

### **Obligations émergentes**

Nous sommes prudents à court terme en raison de la crise actuelle. Certains marchés émergents en sont au stade précoce de l'épidémie et d'autres pourraient assister à une deuxième vague, ce qui affectera la consommation domestique. Avec une sélection pays par pays appropriée, les obligations des marchés émergents offrent de la valeur à moyen terme. Toutefois, au cours de cette phase, les investisseurs resteront prudents avant d'envisager des points d'entrée. En ce qui concerne les pays à devise forte, l'Indonésie, l'Ukraine et l'Afrique du Sud sont attrayantes, mais nous sommes moins optimistes à l'égard des pays exportateurs de pétrole. En devises locales, nous préférons les pays à plus haut rendement où les taux réels locaux sont à des sommets depuis plusieurs années (Serbie, Égypte, Ukraine).

ACTIONS

## La volatilité renforcera la sélection *bottom-up*



**KASPER ELMGREEN,**  
*Responsable Actions*



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



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

### Évaluation globale

**Les perspectives à court terme des actions internationales sont très incertaines.** L'épidémie de coronavirus va peser sur la croissance économique ce trimestre et au prochain. Il existe un risque politique, sous-estimé en ce qui concerne les élections américaines et le rebond attendu des résultats des entreprises sera probablement reporté. Malgré ces difficultés de court terme, nous nous attendons à ce que l'économie rebondisse une fois que le pic sera derrière nous.

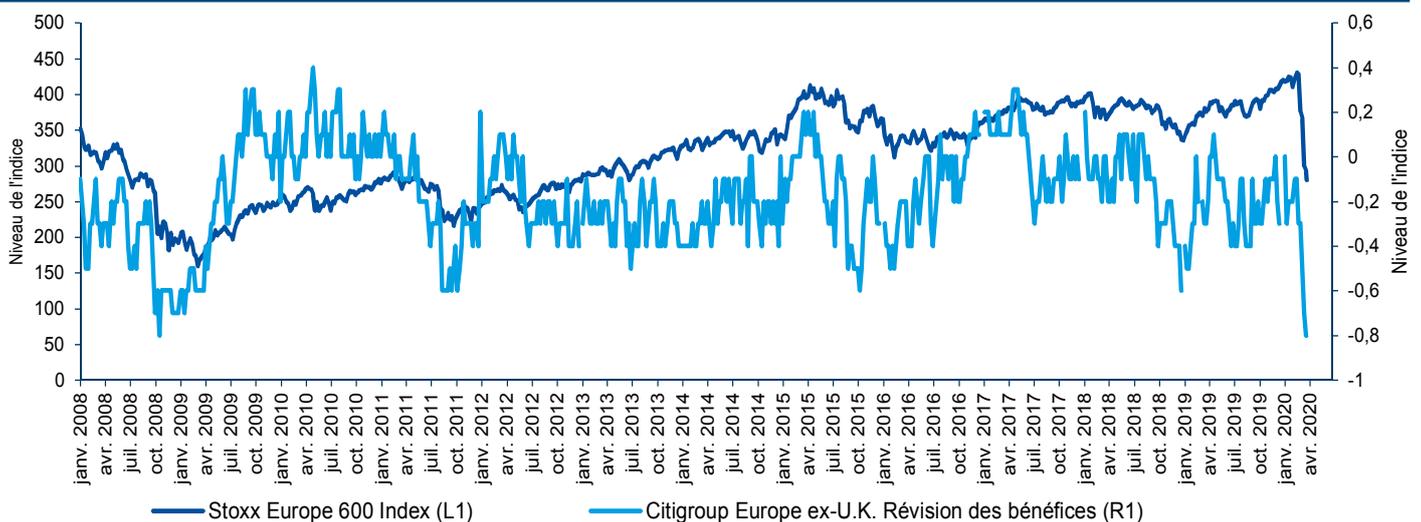
De plus, le ton accommodant des banques centrales et les mesures de relance budgétaire devraient favoriser une stabilisation du secteur manufacturier et une amélioration des perspectives pour les marchés actions. Il est important de noter que les marchés américains, en général, sont plus défensifs dans un contexte de faiblesse des actions. En revanche, **dès que la situation se stabilisera, les investisseurs prudents dans la phase actuelle devront exploiter les opportunités qui se présenteront dans les segments les plus disloqués du marché** (actions de l'UE et émergentes). **La sélection *bottom-up* est particulièrement importante** pour aborder les marchés dans cette phase.

### Actions des marchés développés

Sur les actions européennes, nous n'avons pas changé notre principale conviction, selon laquelle **les dislocations de prix parmi les valeurs cycliques décotées constituent une opportunité pour les investisseurs *bottom-up***. Quant au marché dans son ensemble, la détérioration des perspectives économiques fait de la croissance des bénéfices des entreprises un facteur déterminant des performances futures. La situation en Chine a suscité de nouveaux vents contraires dont il est difficile d'évaluer avec précision l'impact potentiel. Nous avons profité de la volatilité des marchés pour favoriser les entreprises dont nous sommes convaincus de la solidité des bilans et de la résilience des modèles économiques. Au niveau sectoriel, nous sommes devenus plus positifs sur les banques et l'industrie parmi les cycliques et sur la santé, parmi les défensives et nous sommes moins positifs concernant l'énergie. Nous estimons que les marchés ont des attentes trop élevées à l'égard des technologies de l'information et des biens de consommation de base, ce qui nous rend prudents sur ces secteurs.

**Aux États-Unis, nous considérons que les marchés sont trop optimistes** quant à la situation macro-économique

### Forte révision à la baisse des bénéfices et correction du marché



Source : Bloomberg, au 23 mars 2020

## ACTIONS

*Cette crise sans précédent a entraîné une extrême volatilité des marchés, mais les investisseurs devraient se concentrer sur les marchés/entreprises capables de résister au blocage économique*

et qu'ils sous-estiment le risque politique. Bien qu'un rebond des bénéfices est susceptible d'être différé, les résultats des entreprises devraient finalement s'améliorer plus tard en 2020 sous l'effet décalé de la baisse des taux d'intérêt et du coût des intrants (baisse des prix de l'énergie). Ceci profiterait au marché américain qui est fortement tributaire de la consommation. Une hausse des bénéfices devrait aller dans le sens de notre conviction selon laquelle les actions sous-évaluées sont appelées à surperformer les valeurs de croissance, **mais cela ne devrait se produire que lorsque la reprise du secteur manufacturier se sera concrétisée.** Nous adoptons un positionnement globalement prudent sur le marché en ce moment. Au niveau sectoriel, nous privilégions les valeurs cycliques relativement prudentes (moins cycliques) des secteurs de la finance et de l'industrie. En ce qui concerne la santé, nous constatons que la décote significative qui existait dans le secteur lorsque les chances de la candidate Elizabeth Warren étaient au plus haut l'été dernier s'est maintenant corrigée et le potentiel de hausse n'est plus

évident, compte tenu notamment de la législation sur le prix des médicaments qui devrait bientôt être soumise au Congrès américain. Nous sommes prudents à l'égard des technologies de l'information (valorisations chères), des biens de consommation de base et des services aux collectivités.

**Actions émergentes**

Nous sommes positifs mais sélectifs sur les actions émergentes que nous envisageons dans une perspective de moyen terme. **Nous privilégions les entreprises tirées par la consommation intérieure** de leur pays, qui sont relativement peu exposées au coronavirus et qui pourraient bénéficier d'une forte demande intérieure ou d'une poursuite de l'évolution de la chaîne de valeur (Russie, Indonésie, Vietnam). En revanche, nous sommes devenus très prudents à l'égard des secteurs liés au tourisme chinois tels que l'hôtellerie, l'aviation et la consommation discrétionnaire et sommes donc défensifs face aux entreprises cotées de pays tels que la Thaïlande, la Corée et les Philippines qui bénéficient de la demande touristique chinoise.

THÉMATIQUE

## Saut quantique de la zone euro vers une mutualisation de la dette



DIDIER BOROWSKI,  
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,  
Responsable Investment Intelligence

L'architecture de la zone euro ne lui permet pas de contenir tous les risques liés au choc actuel. Le recours à une ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité (MES) sans conditions strictes serait de facto un premier pas vers une mutualisation de la dette. Un tel dispositif pourrait ouvrir la voie à un budget européen et à une dette commune.

Les politiques économiques mises en œuvre des deux côtés de l'Atlantique sont sans précédent, tant sur le plan fiscal que monétaire. **Nous assistons à une fusion de facto entre les bilans des banques centrales et des États.** Compte tenu des garanties fournies par les gouvernements de la zone euro pour les entreprises dont l'activité a brusquement été mise à l'arrêt et de l'ampleur de la récession imminente, les dettes publiques augmenteront très fortement et, sans les dispositifs d'assouplissement quantitatif des banques centrales (BCE, BoE et Fed), les rendements obligataires monteraient en flèche. En revanche, les bilans des banques centrales s'envoleraient dans le sillage des dettes publiques. **Les gouvernements sont devenus les acheteurs de dernier recours, tandis que les banques centrales jouent leur rôle de prêteurs de dernier recours. Les politiques budgétaires et monétaires sont aujourd'hui étroitement imbriquées et cette situation n'est pas réversible.**

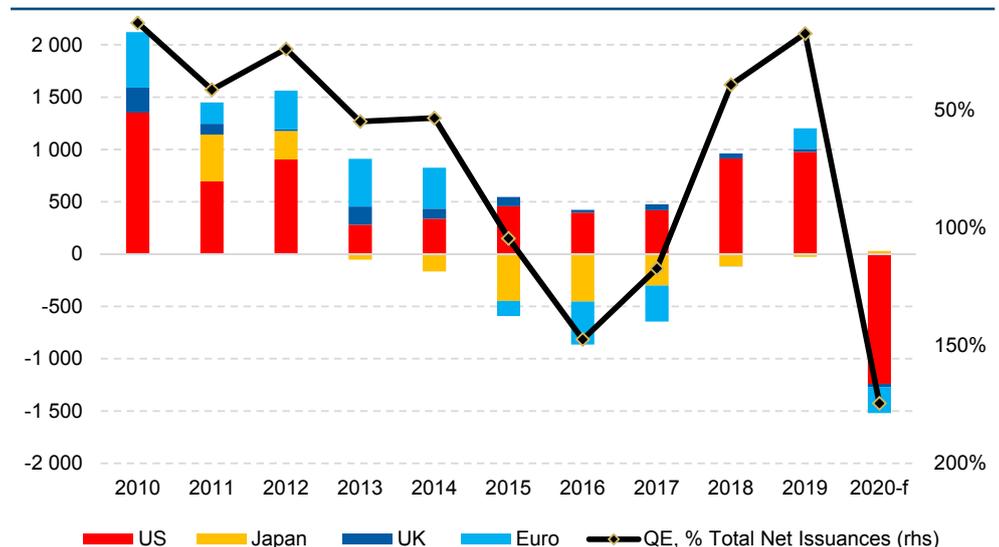
### Les crises financières présentent des opportunités de réforme institutionnelle

**Historiquement, les crises économiques et financières ont toujours donné aux autorités l'occasion de se doter des moyens appropriés pour les contenir.** C'est notamment au lendemain de la crise des années 1930 que la Fed a adopté les statuts qui lui permirent de faire face à la crise de 2008 et c'est grâce à la crise de la dette souveraine de la zone euro de 2012 que la BCE est aujourd'hui en mesure de soutenir (entre autres) les garanties fournies par les gouvernements. La plupart des outils déployés aujourd'hui par la BCE (ou qui pourraient l'être demain) ont été mis en place à l'issue de la crise de 2012 pour sauver l'euro.

Au fil des décennies, le *policy mix* américain est devenu plus flexible et plus transparent. La zone euro, en revanche, n'a pas encore atteint un tel degré de maturité politique. C'est pourquoi la monétisation de la dette

Les outils déployés pour faire face à la crise actuelle orienteront les débats une fois la crise terminée

### Émissions souveraines nettes des rachats et des achats des banques centrales (en milliards de dollars)



Source : Amundi, données au 31 mars 2020

Global Views est une nouvelle équipe au sein de la Recherche Globale chargée de consolider la réflexion d'Amundi sur les thématiques macroéconomiques et stratégiques.

## THÉMATIQUE

est une option tout à fait envisageable aux États-Unis, alors qu'elle est encore taboue dans certains pays de la zone euro.

**L'UEM est incomplète**

L'UEM n'est pas en mesure de résister à un choc systémique avec les outils dont elle dispose actuellement. Indépendamment du débat sur la monétisation, **l'architecture institutionnelle et financière de la zone euro n'est pas en mesure de maîtriser tous les risques liés au choc épidémique actuel.** Sans budget fédéral, les gouvernements ont d'abord été contraints d'agir individuellement en prenant des mesures mal calibrées, notamment dans les pays les plus faibles. **Ce ne sera sans doute pas suffisant.** Il est intéressant de noter que l'Eurogroupe a suggéré mardi 24 mars un recours au Mécanisme européen de stabilité (MES) pour l'ouverture d'une ligne de crédit assortie de conditions renforcées (ECCL) à hauteur de 2 % du PIB pour tous les pays membres de la zone euro qui en feraient la demande. Cette ligne de crédit ne serait conditionnée qu'à un « retour à la stabilité ». De toute évidence, l'absence de conditions strictes n'était pas dans l'esprit du MES lors de sa création

en 2012. Toutefois, l'épidémie de coronavirus constitue un choc externe symétrique et l'objection du risque moral devrait disparaître.

Pourtant, il est étonnant de constater que, deux jours plus tard, le Conseil européen des chefs d'État et de gouvernement ne parvint pas à adopter le projet, deux pays - l'Allemagne et les Pays-Bas - refusant toujours d'aller dans cette direction. Nous continuons toutefois de penser qu'une telle ligne de crédit du MES sera, à un moment donné, mise à disposition. Si tel est le cas, **ce serait de facto un premier pas vers une mutualisation de la dette.**

**Au final, les outils déployés pour faire face à cette crise orienteront inévitablement les débats une fois celle-ci derrière nous.** Les dirigeants européens seront alors contraints de reconnaître qu'un budget fédéral et un instrument de financement uniques pour la zone euro auraient été plus efficaces pour gérer la crise. **La naissance d'un budget européen et d'une dette commune (éventuellement monétisée) sera peut-être l'empreinte institutionnelle de cette crise sur l'histoire, celle d'une marche forcée vers plus d'Europe !**

*Achévé de rédiger le 30/03/2020*

LE THÈME DU MOIS

## Entrée des banques centrales dans l'ère du « soutien illimité »



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

*Le secteur des entreprises non financières est l'épicentre de cette nouvelle crise*

L'action coordonnée des banques centrales et des gouvernements a pour objectif explicite de prévenir une forte augmentation des faillites. Nous sommes convaincus de la capacité des banques centrales à faire face à la crise de liquidité, celles-ci étant entrées dans une nouvelle ère, celle du « soutien illimité ». Nous n'avons, en revanche, pas de convictions fortes quant à la profondeur de la crise de solvabilité à venir.

### Le Covid-19 fait office d'accélérateur puissant de la fin du cycle.

La combinaison des perturbations de l'offre, de la contraction de la demande et du brusque resserrement des conditions de financement conduit désormais inévitablement à une récession mondiale. Les réponses budgétaires et monétaires, musclées et coordonnées, visent à limiter l'étendue de cette récession et à éviter qu'elle ne se transforme en une profonde dépression économique. Aujourd'hui, le grand défi pour les banques centrales et les gouvernements consiste à éviter une multiplication des faillites des entreprises et des banques ainsi qu'une hausse brutale du chômage.

**Dans les pays développés, ce cycle économique aura été caractérisé par sa durée exceptionnelle, une forte augmentation de la dette des entreprises et des États et des politiques monétaires ultra-accommodantes.** En effet, le cycle du crédit a été étiré par des taux bas records et la mise en place de programmes

d'achat d'actifs. Il convient de garder à l'esprit les éléments suivants :

- Au cours des dernières années, la dette des entreprises a atteint des plus hauts historiques, en particulier aux États-Unis et en Chine. Les entreprises américaines ont levé d'énormes quantités de capitaux sur les marchés financiers pour racheter des actions et financer un nombre record d'opérations de fusions-acquisitions.
- Les perspectives de croissance étaient déjà faibles avant le début de l'urgence sanitaire. En effet, en 2019, la croissance du PIB était tombée à son rythme le plus lent depuis la crise financière de 2008-2009 et nous nous attendions à ce qu'en 2020 la croissance mondiale se stabilise à ces faibles niveaux.
- Au cours des derniers trimestres, malgré la faiblesse de la croissance mondiale, le taux de défaillance des entreprises est resté peu élevé grâce aux politiques monétaires ultra-accommodantes et à la complaisance des investisseurs.

### 1/ La Fed a élargi son bilan de 586 milliards de dollars au cours de la semaine qui s'est terminée le 25 mars, portant le total de ses avoirs à 5 300 milliards de dollars



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 25 mars 2020

**LE THÈME DU MOIS**

**Le secteur des entreprises non financières est l'épicentre de cette nouvelle crise.**

Le Covid-19 et la chute des cours du pétrole entraîneront une augmentation des taux de défaut dans un contexte de recul des bénéfices et de durcissement des conditions de financement. Le volume des faillites sera l'un des principaux déterminants de la poursuite de l'affaiblissement de nos économies. C'est là une différence importante par rapport à la crise financière de 2008, qui s'était concentrée sur les banques et les institutions financières. Quelles sont les principales mesures prises par les grandes banques centrales ?

**Les banques centrales entrent désormais dans une nouvelle ère caractérisée par leur soutien illimité.**

Les banques centrales mettent en place des dispositifs sans précédent pour :

- **À court terme : éviter l'assèchement de la liquidité.** Ces dernières semaines, nous avons constaté un regain d'aversion au risque et un mouvement de décollecte d'envergure dans les fonds obligataires. Cette ruée sur les liquidités a aggravé la dislocation des prix des actifs sur le marché obligataire. Pour y remédier, les grandes banques centrales achètent désormais

**La BCE a annoncé un Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) :**

- Ce programme d'achat de titres publics et privés porte sur 750 milliards d'euros et vient s'ajouter aux programmes existants (20 milliards d'euros par mois et enveloppe de 120 milliards d'euros d'ici la fin de l'année). La BCE va racheter des actifs à un rythme jamais vu, même lors des crises précédentes. En effet, d'ici décembre, elle achètera plus de 110 milliards d'euros par mois, alors qu'elle n'avait jamais dépassé 80 milliards par mois.
- Ce nouveau programme est ultra-flexible : il inclut les titres grecs, ne fixe pas de limite par émetteur, offre une plus grande latitude en termes de clé de répartition du capital et ramène la durée résiduelle minimale à 70 jours.
- En outre, la BCE achètera désormais des billets de trésorerie directement aux grandes entreprises.

**La Fed a décidé de ramener ses taux entre 0 et 0,25 % et a annoncé des mesures radicales pour dynamiser les conditions du marché :**

- Achat par la Réserve fédérale d'un nombre illimité de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires. Intégration par le FOMC d'achats de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) commerciales d'agences fédérales dans le cadre de ses achats de MBS d'agences.
- Soutien des flux de crédit aux employeurs, aux consommateurs et aux entreprises par la mise en place de nouveaux dispositifs qui, pris ensemble, fourniront jusqu'à 300 milliards de dollars de nouveaux financements. Le département du Trésor, par l'intermédiaire du Fonds de stabilisation des changes (FSE), apportera 30 milliards de dollars en fonds propres à ces dispositifs.
- Création de deux dispositifs pour soutenir le crédit aux entreprises de qualité investment grade, la Facilité de crédit aux entreprises du marché primaire (PMCCF) pour les nouvelles émissions d'obligations et de prêts et la Facilité de crédit aux entreprises du marché secondaire (SMCCF) pour fournir des liquidités aux obligations d'entreprises en circulation.
- Création d'un troisième dispositif, la Facilité de prêt sur titres adossés à des actifs (TALF) pour soutenir le flux de crédit aux consommateurs et aux entreprises. Le TALF permettra l'émission de titres adossés à des actifs (ABS) garantis par des prêts étudiants, des prêts automobiles, des prêts sur carte de crédit, des prêts garantis par la Small Business Administration (SBA) et certains autres actifs.
- La Fed a également élargi ses lignes de swap de devises avec les banques centrales.

des obligations d'entreprises et s'organisent pour soutenir le marché des billets de trésorerie, ce dernier étant vital pour les entreprises qui cherchent à combler les manques de liquidités à court terme résultant des perturbations causées par le coronavirus.

- **À moyen terme: monétiser la dette publique.** Les gouvernements déploient des plans de relance budgétaire massifs, allant jusqu'à verser directement des espèces aux ménages. Les déficits budgétaires des économies avancées devraient passer de 2 à 3 % du PIB à environ 10 % et plus. Si ces aides publiques étaient financées par le biais d'emprunts d'État ordinaires, les taux d'intérêt augmenteraient fortement et compromettraient la reprise. Il ne reste donc pas d'autre choix que de monétiser entièrement les prochaines augmentations de la dette publique.

À ce stade, il est difficile d'évaluer l'ampleur des dommages que le virus causera à l'économie. L'action coordonnée des banques centrales et des gouvernements a pour objectif explicite de prévenir une forte augmentation des faillites. Nous sommes convaincus de la capacité des banques centrales à faire face à la crise de liquidité, celles-ci étant entrées dans une nouvelle ère, celle du « soutien illimité ». Nous n'avons, en revanche, pas de convictions fortes quant à la profondeur de la crise de solvabilité à venir. Nous pensons que (1) les mesures des banques centrales permettront d'ancrer les rendements souverains, car l'offre supplémentaire de dette souveraine sera absorbée par les programmes d'achat des banques centrales et (2) que les grandes entreprises seront privilégiées, car elles joueront un rôle déterminant pour soutenir la reprise et limiter la hausse du chômage.

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

### Mise à jour mensuelle

La mondialisation progressive du Covid-19 en mars a changé la donne pour l'économie et les marchés financiers mondiaux. À mesure que les réponses politiques visant à limiter les dégâts provoqués par le virus se faisaient plus radicales, nous avons réévalué notre scénario de base et nos scénarios alternatifs. Nous avons revu à la hausse la probabilité du scénario haussier, le passant de 15 % à 30 % et revu à la baisse de 30 % à 20 % la probabilité du scénario baissier et de 55 % à 50 % celle du scénario central.

#### SCÉNARIO NÉGATIF en forme de L

20 %

- **Pandémie prolongée jusqu'en mi-2021** avec de lents progrès médicaux et une deuxième vague de foyers infectieux fin 2020
- **Extension des mesures de confinement nationales**
- **Forte hausse du nombre de décès**
- **Récession mondiale profonde et prolongée entraînant une dépression.** Effondrement de la demande et de l'activité économique, au-delà même de l'impact direct de l'urgence sanitaire
- **Monétisation totale de la dette** dans le monde et flambée de la dette publique et des bilans des banques centrales (BC)
- **Perte de production potentielle** du fait des faillites d'entreprises
- Longue période de **répression financière** (réglementation et politiques de taux zéro)
- **Faillites importantes et coût croissant de l'effondrement de l'activité** qui sapent la confiance dans le secteur bancaire et provoquent l'instabilité financière
- **Stagnation à long terme** de retour sur le devant de la scène et **démondialisation comme nouvelle norme**

#### SCÉNARIO CENTRAL en forme de U

50 %

- Choc temporaire, mais prolongé :
  - **la pandémie n'est pas endiguée à la fin du T2 2020** (le taux de mortalité est en baisse, mais la maladie ne disparaît pas)
  - grâce à des **dispositifs de confinement nationaux limités** dans le temps (3 mois max), l'épidémie est finalement maîtrisée (à la fin du T3)
  - crises sanitaires et économiques dans les marchés émergents plus fragiles (Afrique et Asie du Sud)
- **Profonde récession mondiale aux T1, T2 et T3 2020**
- **Reprise lente à partir du T4 2020, début T1 2021** (effets d'hystérésis et croissance molle) suivie d'un rebond en 2021 (attribuable principalement aux effets de base)
- **« Bazookas »** des gouvernements et des BC qui ne parviennent pas à calmer les « esprits animaux » (peur) à court terme (Q2) mais **sauvent les revenus et les entreprises**
- **Multiplication des défauts d'entreprises en 2020**, en raison du durcissement des conditions de financement, de la chute des bénéfices et de l'effondrement des cours du pétrole. Profonde fragmentation des marchés du crédit et problèmes de solvabilité
- **Retournement du secteur manufacturier retardé par rapport à celui des services**
- **Reprise chinoise** freinée par la faiblesse de la demande en provenance du RdM
- Concrétisation de certaines dynamiques stagflationnistes (**démondialisation**)

#### SCÉNARIO POSITIF en forme de U

30 %

- **Choc limité dans le temps**, la pandémie est maîtrisée au T2 2020
- **Récession profonde mais de courte durée** (S1 2020)
- Redémarrage rapide de l'économie (rattrapage) grâce aux banques centrales mondiales et à une **action budgétaire coordonnée**
- **Retournement** du secteur manufacturier et du secteur des services
- **Nombre limité de défauts d'entreprises** grâce au soutien des gouvernements et à l'action des banques centrales en matière de liquidité
- Reprise de la demande
- **Croissance supérieure au potentiel en 2021** et peut-être dès le S2 2020 dans certains pays

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

### Le point sur le Covid-19

« Il y a des décennies où rien ne se passe... et des semaines où des décennies se produisent ».

L'épidémie de Covid-19 est devenue mondiale, se propageant d'Asie en Europe puis aux États-Unis. Le nombre de cas continue de progresser et les politiques de santé destinées à maîtriser et à gérer la crise sont fortement mises à l'épreuve. Les politiques sont devenues plus radicales au cours du mois de mars.

Des mesures d'endiguement ont été mises en place avec différents niveaux de sévérité et selon des calendriers différents, des mesures de distanciation sociale ici et un confinement national ailleurs, provoquant des ruptures de chaînes d'approvisionnement et pesant à la fois sur l'offre et sur la demande. La préservation de la stabilité sociale et économique est devenue une priorité pour les décideurs politiques. Certaines politiques sanitaires et économiques visant à protéger les vies et les moyens de subsistance et à contenir les retombées économiques ont été mises en place.

La réaction des marchés financiers a été terriblement volatile face à l'incertitude grandissante quant à la préservation des vies, des moyens de subsistance et des entreprises. Les banques centrales ont stabilisé les attentes des acteurs du marché en matière de liquidité sur le segment à court terme de la courbe de crédit (aux États-Unis en particulier) et sur les rendements souverains, la BCE plafonnant le *spread* entre les rendements du Bund et ceux de la dette des pays périphériques. Le principe du « quoi qu'il en coûte » est à l'honneur. Il s'agit en effet de limiter le risque de propagation des difficultés financières à l'économie réelle et de faire en sorte que l'ampleur et la durée de la perturbation ne soient pas insurmontables.

### Méthodologie

#### – Scénarios

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

#### – Risques

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

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Le risque économique s'est considérablement accru en mars. À l'heure actuelle, le principal défi consiste à déterminer la portée de l'impact économique du Covid-19 alors que les banques centrales ont sorti leurs « bazookas » pour limiter le risque financier et stabiliser les anticipations en matière de liquidité et de *spreads* souverains. Le risque géopolitique reste élevé, mais devrait s'étendre sur un horizon plus large.

RISQUE ÉCONOMIQUE	RISQUE FINANCIER	RISQUE (GEO)POLITIQUE
7,5 % Probabilité	15 % Probabilité	7,5 % Probabilité
<b>Dépression</b>	<b>Instabilité financière</b>	<b>Tensions politiques aggravées par le Covid-19</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prolongation de la pandémie avec une seconde vague et augmentation du nombre de décès</li> <li>- Récession mondiale longue et profonde: la demande et l'activité économique s'effondrent et les mesures de confinement nationales s'allongent sur plus de six mois</li> <li>- Perte de production potentielle à mesure que les entreprises s'effondrent</li> <li>- Fardeau de la dette exacerbé par les politiques budgétaires d'urgence et l'injection de liquidités pour surmonter la crise du coronavirus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vulnérabilité croissante des entreprises, problèmes de solvabilité et augmentation des risques de défaut (&gt;15 % voire même 20 %)</li> <li>- Contagion au secteur bancaire et aggravation des risques financiers avec de nombreux défauts causés par la récession mondiale et l'instabilité financière</li> <li>- Illiquidité du crédit et mauvaise allocation du risque</li> <li>- Assèchement de la liquidité de l'USD</li> <li>- Inefficacité des politiques des banques centrales: hausse des rendements des bons du Trésor américain à long terme malgré l'assouplissement quantitatif de la Fed et faiblesse des marchés primaires (situation similaire possible en Europe)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Élections américaines: l'épidémie de coronavirus aux États-Unis menace la participation physique aux scrutins électoraux et compromet fortement la légitimité de l'élection présidentielle</li> <li>- Regain d'importance des intérêts (et des objectifs) économiques et de sécurité nationale lié à une résurgence du coronavirus entraînant une nouvelle vague de conflits commerciaux</li> <li>- En l'absence de politiques coordonnées et de leadership gouvernemental, les partis anti-système s'imposent (risque européen principalement)</li> <li>- Le Royaume-Uni se dirige vers un Brexit dur</li> <li>- Récrimination des États-Unis envers la Chine sur ses responsabilités dans la pandémie de Covid-19</li> <li>- Guerre pétrolière ouverte</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, USD, valeurs défensives vs cycliques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ CHF/AUD, JPY (AUD, NZD, CAD), CDS, optionnalité, volatilité minimale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, volatilité, qualité</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pétrole, actifs risqués, devises des exportateurs de matières premières</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pétrole, actifs risqués</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pétrole, actifs risqués, EMBI</li> </ul>

## POINTS CLÉS

### 1 Profonde récession mondiale aux T1, T2 et T3 2020. La reprise en Asie, suivie par l'Europe puis par les États-Unis devrait changer la donne et ouvrir la voie à un retournement de situation.

— La durée du choc a été prolongée (avec un pic mondial attendu pour mai ou juin). L'impact géographique a également été étendu au niveau mondial, se transformant de choc exogène sur la dynamique commerciale provenant de Chine en choc endogène d'effondrement de la demande dans la plupart des pays confrontés à des interruptions d'activité. À quelques exceptions près (comme en Chine et en Corée du Sud), l'épidémie n'a pas encore atteint son pic, c'est pourquoi nous tablons sur une reprise en forme de U élargi dans notre scénario central.

### 2 Les banques centrales luttent contre le risque de liquidité.

— Les banques centrales s'efforcent de résoudre les problèmes de liquidité, réajustant les risques souverains et ancrant largement les rendements. Nous nous attendons à ce qu'elles obtiennent de bons résultats, limitant les débordements des marchés financiers vers l'économie réelle via le secteur du crédit. Toutefois, nous sommes bien conscients que les banques centrales ont une puissance de feu limitée en matière de solvabilité. Cette question sera du ressort des politiques économiques.

### 3 Les gouvernements protègent les vies et les revenus des ménages.

— Les gouvernements devront se concentrer sur la stabilité sociale, en préservant d'abord les vies, puis en maintenant les revenus et en minimisant les coûts à long terme de l'effondrement de l'activité afin de préparer l'économie réelle à l'après-crise. Si aux États-Unis, la coopération entre le Trésor et la Fed est déjà bien établie, il n'en va pas de même en zone euro, où nous en sommes aux premiers stades d'une réponse budgétaire commune plus vigoureuse et coordonnée avec la politique monétaire.

### 4 Les cours du pétrole devraient rester bas tout au long de l'année.

— L'effondrement des cours du pétrole a été déclenché par une dynamique vertueuse de l'offre et de la demande. La pandémie de Covid-19 et les mesures de confinement déployées dans le monde entier ont fortement réduit les prévisions de demande et la décision soudaine des autorités saoudiennes d'augmenter leur production de 3 millions de barils par jour a entraîné un excédent d'offre important sur les marchés pétroliers. C'est pourquoi il nous semble raisonnable de revoir à la baisse notre cible pour le pétrole à 25-35 dollars/baril, avec une pression baissière le poussant à 20 dollars si la récession mondiale se prolonge au second semestre de 2020.

## POINTS CLÉS

## Mesures de relance

**États-Unis : plan de relance Covid-19 de 2 200 milliards de dollars.** Ce plan est conçu pour protéger l'économie américaine contre le choc extrême qu'elle subit. C'est là le plan de sauvetage économique le plus important de l'histoire (10 % du PIB) et il apportera un large soutien à tous les pans de l'économie, y compris aux travailleurs non salariés et indépendants affectés par les retombées économiques de la crise sanitaire. Parmi les principaux éléments de cette aide d'urgence colossale figure le paiement direct de 1200 dollars par adulte et de 500 dollars par enfant (sous condition de ressources) pour un total de 290 milliards de dollars. En outre, l'aide aux chômeurs est majorée de 260 milliards de dollars. 510 milliards de dollars sont accordés sous forme de prêts et de garanties, dont 454 milliards de dollars destinés à soutenir les programmes de prêts de la Fed et le reste pour les secteurs les plus touchés (notamment les compagnies aériennes, qui recevront également des subventions). 377 milliards de dollars en prêts, garanties et subventions seront consacrés aux petites entreprises. Enfin, les gouvernements des États et les administrations locales se verront allouer 150 milliards de dollars, tandis que 180 milliards de dollars serviront à soutenir les hôpitaux et à financer d'autres dépenses de santé. Le reste du dispositif sera essentiellement constitué de dispositions fiscales pour les entreprises et le financement d'autres avantages.

**Union européenne : soutien important de la part des gouvernements et de la BCE.** Le Conseil européen a confirmé la mise en suspens des règles budgétaires et a autorisé les États membres à assouplir les restrictions en matière d'aides d'État aux entreprises. Un premier plan d'aide de 37 milliards d'euros (réutilisation, pour l'essentiel, des fonds de la « politique de cohésion ») a été approuvé en amont du lancement des plans nationaux. L'Eurogroupe a décidé de déclencher le Mécanisme européen de stabilité pour des montants de l'ordre de 2 % du PIB, mais des décisions supplémentaires devront être prises avant son entrée en vigueur. Au niveau des États membres, des mesures importantes ont été annoncées, avec notamment 45 milliards d'euros en France (2 % du PIB) et 120 milliards d'euros en Allemagne (4 % du PIB). Il convient de noter que ces montants ne sont pas des maximums dans la mesure où ils dépendront en fin de compte du taux d'utilisation des dispositifs en question comme l'aide au chômage partiel notamment. Des garanties publiques à grande échelle de prêts aux entreprises ont également été annoncées, avec 300 milliards d'euros en France et un total de plus de 800 milliards d'euros en Allemagne (où le gouvernement évoque des garanties « illimitées »). L'Allemagne est également en train de créer un fonds de 100 milliards d'euros pour permettre l'injection de capitaux publics dans les entreprises.

**Royaume-Uni : trois paquets de mesures** ont déjà été adoptés, dont les principaux dispositifs concernent le système national de santé (NHS) et la recherche médicale, le chômage partiel (avec un programme couvrant 80 % des salaires à hauteur de 2 500 par mois pendant trois mois) et un programme supplémentaire de soutien aux travailleurs indépendants et intérimaires. Ces dispositifs ajouteront au moins 42 milliards de livres sterling au budget britannique cette année. Le gouvernement a également proposé une garantie indicative de 330 milliards de livres sterling pour les prêts aux entreprises.

**Japon : deux trains de mesures totalisant 9,6 milliards de dollars** ont déjà été annoncés en février et en mars. Ceux-ci prévoient des prêts bon marché pour soutenir les petites et moyennes entreprises durement touchées (d'abord dans le secteur du tourisme, puis dans d'autres secteurs), des aides aux parents qui travaillent ainsi que d'autres dispositifs d'aide sociale. Le Japon travaille actuellement à la préparation d'un paquet de mesures bien plus important (jusqu'à 515 milliards de dollars, soit 10 % du PIB) qui devrait inclure des paiements directs aux ménages et des garanties de prêts. Une partie du financement proviendrait d'un précédent plan de relance destiné à minimiser les dommages causés par le conflit commercial sino-américain.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
<b>ACTIONS</b>	<b>États-Unis</b>	-/=	▼	Malgré le récent rebond, nous restons prudents car nous pensons que les actions américaines devraient rester volatiles, en raison des nouvelles concernant le virus et de l'impact économique des efforts de confinement qui augmentent la probabilité d'une récession américaine. Toutefois, la récession pourrait être de courte durée, étant donné les mesures de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire (QE infini) car la Fed a annoncé qu'elle « continuerait d'utiliser toute la gamme d'outils ».
	<b>Europe</b>	-/=		L'Europe a connu un arrêt économique brutal sans précédent qui pourrait conduire à une récession temporaire. Les acteurs fragiles des secteurs les plus touchés pourraient faire l'objet de nationalisations. Toutefois il faut trouver l'équilibre entre d'un côté une amélioration de la liquidité et de l'autre une forte volatilité des marchés et une faible visibilité sur les bénéfices des entreprises. Des opportunités idiosyncratiques ont émergé, mais les actions semblent toujours vulnérables dans l'ensemble.
	<b>Japon</b>	=		De nombreuses entreprises japonaises sont exportatrices et pourraient être pénalisées par un yen plus fort, qui agit comme une valeur refuge en période d'extrême volatilité. En conséquence, leurs bénéfices sont liés aux PMI mondiaux et à l'activité économique. Toutefois, les valorisations sont attractives et les bilans des entreprises sont également sous-endettés. Nous restons donc neutres.
	<b>Marchés émergents</b>	=		Compte tenu de la vulnérabilité des EMs à l'impact économique du coronavirus et de l'incertitude sur les marchés des matières premières, nous sommes globalement prudents, notamment dans les secteurs et pays dépendants des services et du tourisme, ainsi que du secteur de l'énergie. Nous privilégions la Chine et la Corée où l'on observe une amélioration du nombre de cas de coronavirus. Au fur et à mesure que la situation s'améliore, il pourrait y avoir des poches d'opportunités en raison de valorisations attractives et des mesures de relance adoptées par les autorités.
<b>FIXED INCOME</b>	<b>Govies États-Unis</b>	=/+		En ce qui concerne les obligations internationales, nous conservons une vue constructive sur la duration aux États-Unis, compte tenu des flux continus vers les valeurs refuges, dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés mondiaux. Le QE illimité contribuera probablement à ancrer les taux obligataires, malgré une hausse future de la dette.
	<b>États-Unis Obligations d'entreprise IG</b>	=/+		Le durcissement des conditions financières affecte la liquidité du marché. Toutefois la décision de la Fed d'établir deux facilités de crédit aux entreprises du marché primaire (PMCCF) ou secondaire (SMCCF) et d'apporter un soutien aux titres adossés à des créances hypothécaires d'agences devrait apporter un certain soulagement. Nous restons prudents dans l'ensemble et nous concentrons sur la liquidité. Les mouvements du marché pourraient offrir des opportunités d'ajouter sélectivement des obligations d'entreprises de qualité à long terme avec une décote.
	<b>États-Unis Obligations d'entreprise HY</b>	-	▼	Nous sommes très prudents dans un contexte d'endettement élevé, de risques accrus de défaut, d'impact économique de Covid-19 et de chute des prix du pétrole.
	<b>Govies Europe</b>	-/=		Nous ne voyons pas beaucoup de valeur dans les obligations d'État du cœur de l'UE, mais nous sommes constructifs sur les obligations périphériques, car elles continuent d'offrir des rendements attractifs. Nous sommes positifs sur l'Italie et l'Espagne (bien que plus contestées maintenant) en raison de l'engagement de la BCE à une injection massive de liquidités pour éviter la fragmentation de la ZEE et de stress financier supplémentaire sur les pays durement touchés par l'épidémie. Toutefois, nous prévoyons toujours une forte volatilité pour les pays périphériques, avec d'éventuelles pénuries de liquidité.
	<b>Euro Obligations d'entreprise IG</b>	++		L'IG EUR conserve notre préférence par rapport à l'IG US, compte tenu des solides fondamentaux du premier et du soutien continu de la BCE. Nous favorisons toutefois les émetteurs de qualité. Nous sommes positifs sur la dette subordonnée financière car les banques sont bien mieux préparées qu'en 2008 pour faire face à la crise.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	-/=	▼	Si nous privilégions le HY EUR au HY US, nous sommes sélectifs, et reconnaissons que la dégradation des conditions de liquidité doit être surveillée, ainsi que la hausse des taux de défaut due au ralentissement économique.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+	▼	Nous sommes prudents à court terme en raison de l'épidémie de coronavirus et du fait que de nombreux pays émergents sont au stade précoce de la contagion. Nous privilégions l'Indonésie, l'Ukraine et l'Afrique du Sud, et sommes prudents sur les obligations des pays exportateurs de pétrole.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous conservons notre préférence pour les pays à plus haut rendement tels que la Serbie, l'Égypte et l'Ukraine, où les taux réels locaux sont sur des niveaux historiquement élevés.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Les prix des matières premières ont plongé ces dernières semaines, deux chocs majeurs ayant touché le pétrole, les métaux de base et, dans une moindre mesure, l'or. Le blocage mondial dû au Covid-19 a réduit les anticipations sur la demande de pétrole, tandis que la décision soudaine de l'Arabie Saoudite d'augmenter sa production de 3 millions de barils/jour a amené une offre excédentaire sur le marché du pétrole. Nous abaïssons notre prévision sur le prix du pétrole à 25-35 \$ p/b, avec la possibilité d'une nouvelle pression baïssière à 20 \$ en cas de début de récession mondiale au S2. L'or a également temporairement souffert des ventes forcées pour financer les appels de marge sur les autres positions risquées. Toutefois, l'or reste une couverture efficace en période de politiques monétaires non conventionnelles.
	<b>Devises</b>			Le dollar américain a progressé dans un contexte de durcissement des conditions financières, capitalisant les anticipations de croissance et augmentant les inquiétudes relatives à la liquidité. Ceci contraste avec la fin février, lorsque la hausse de la volatilité a poussé les devises à faible rendement à la hausse en réponse à la clôture des positions de portage. Cependant, en mars, le dollar a progressé, terminant 15 % surévalué par rapport à ses fondamentaux. À l'avenir, en l'absence de visibilité sur la durée potentielle de l'impasse économique et sur les besoins croissants de liquidité, le dollar devrait rester fort, au moins jusqu'à ce que les interventions des banques centrales et des gouvernements soient perçues comme crédibles et jusqu'à ce que l'on atteigne un plancher sur les actifs risqués.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 24 mars 2020, opinion relative à un investisseur basé en EUR. Ce document représente une évaluation de l'environnement de marché à un moment donné et n'a pas pour objet de constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un Compartiment ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement données à titre d'illustration et à des fins éducatives et sont susceptibles de changer. Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'Amundi.

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 29/03/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
<b>Monde</b>	3,1	-0,9/0,3	3,1/3,8	3,0	3,4	2,8
<b>Pays développés</b>	1,7	-3,4/-1,9	2,8/3,5	1,5	1,5	1,6
<b>États-Unis</b>	2,3	-3,1/-1,9	3,0/4,0	1,8	1,6	1,6
<b>Japon</b>	1,2	-3,0/-1,9	1,0/2,0	0,7	0,7	0,6
<b>Royaume-Uni</b>	1,4	-5,0/-3,2	3,1/3,8	1,8	1,6	1,7
<b>Zone euro</b>	1,2	-5,2/-3,0	3,2/3,8	1,2	0,8	1,3
<b>Allemagne</b>	0,6	-5,5/-3,1	3,1/3,7	1,5	1,0	1,3
<b>France</b>	1,2	-5/-3	3,2/3,9	1,3	0,9	1,3
<b>Italie</b>	0,3	-6,1/-4,9	3,1/3,6	0,7	0,3	1,0
<b>Espagne</b>	2,0	-5,8/-4,2	3,0/3,7	0,7	0,6	1,0

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** forte contraction attendue au S1 suivie d'une reprise au S2. Celle-ci sera fonction de la durée de la crise et de l'efficacité de la réponse politique sans précédent et interviendra une fois la phase de normalisation post-confinement entamée. Bien que l'état d'urgence ait été décrété par le Président, les mesures d'urgence mises en œuvre par les États sont plus ou moins strictes, allant d'une simple interdiction des rassemblements à la mise en quarantaine d'États entiers. Les données disponibles à fin mars font état d'une forte chute du moral des entreprises et des consommateurs et d'une augmentation sans précédent des demandes hebdomadaires d'allocations-chômage (3,2 millions).
- Zone euro :** l'économie de la zone euro entre en récession, car dans le sillage de l'Italie, presque tous les pays européens sont confrontés à une grave épidémie de Covid-19 et ont dû mettre en place des mesures de confinement de plus en plus strictes, avec des retombées sous forme de chute de la demande intérieure, de rupture des chaînes d'approvisionnement et de disparition de la demande extérieure. La quasi-totalité des secteurs de l'activité économique ont été touchés. Le scénario le plus probable est celui d'une reprise en forme de U. Dans ce scénario, la largeur du U dépendra de la durée de l'urgence sanitaire et de l'efficacité des mesures budgétaires prises pour soutenir l'économie une fois la phase de normalisation engagée.
- Japon :** à fin mars, le risque économique d'une pandémie outre-mer était devenu un risque endogène, le nombre de cas augmentant à Tokyo et dans les grandes villes. Après le report des Jeux olympiques de Tokyo (probablement à 2021), Shinzō Abe n'en est pas encore au point de décider de la mise en place de mesures de confinement plus strictes. À mesure que la plupart des économies subissent le double choc d'un effondrement de la demande intérieure et extérieure, l'économie japonaise devrait également tomber dans une profonde récession. La dynamique des investissements en capital au Japon est étroitement liée à celle des exportations.
- Royaume-Uni :** l'économie britannique devrait entrer en récession cette année. Le nombre total de cas de Covid-19 a atteint des niveaux inquiétants, incitant le gouvernement à mettre en place des restrictions plus strictes sur la circulation des personnes et sur l'activité économique, ce qui devrait considérablement freiner la croissance économique, ne serait-ce qu'au premier semestre. La réponse du gouvernement par le biais de mesures budgétaires et monétaires est sans précédent. Elle vise à endiguer la propagation du virus, à aider les ménages et les entreprises à surmonter la tempête et à préparer le terrain pour la reprise, une fois l'urgence passée.

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	31-03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	0,13	0,25	0,13	0,25	0,15
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,64	-0,50	-0,66
Japon	-0,1	-0,2	-0,16	-0,2	-0,28
RU	0,1	0,00	0,20	0,00	0,20

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	29 avril
BCE Conseil des gouverneurs	30 avril
Banque du Japon MPM	27 avril
Banque d'Angleterre MPC	7 mai

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed est rapidement passée de la parole aux actes : avec 1) une baisse de taux (en deux temps) de 150 points de base au total, 2) l'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif illimité ciblant les bons du Trésor et les MBS, 3) la mise en place de dispositifs de soutien pour le marché des billets de trésorerie et la liquidité des spécialistes en valeurs du Trésor, et 4) la mise à disposition de 300 milliards de dollars de nouveaux financements d'ici fin septembre 2020 pour soutenir le crédit par le biais de trois dispositifs : 1) Facilité de crédit aux entreprises du marché primaire (PMCCF) pour soutenir de nouvelles émissions d'obligations et de prêts, 2) Facilité de crédit aux entreprises du marché secondaire (SMCCF) pour fournir des liquidités aux obligations d'entreprises, et 3) Facilité de prêt sur titres adossés à des actifs (TALF) pour soutenir l'émission de titres adossés à des actifs (ABS).
- BCE :** la BCE est intervenue à deux reprises : lors de sa dernière réunion, elle a étendu son programme d'assouplissement quantitatif de 120 milliards d'euros en achats d'actifs nets supplémentaires et a approuvé des outils de liquidité et de nouveaux prêts à long terme à des taux très préférentiels pour faciliter le refinancement des PME. En parallèle, le mécanisme de supervision bancaire de la BCE a fourni des capitaux provisoires et un soulagement opérationnel en réaction au coronavirus. Dans un second temps, la BCE a annoncé un programme d'assouplissement quantitatif complémentaire d'un montant de 750 milliards d'euros (le nouveau Programme d'achat d'urgence pandémique ou PEPP) qui se caractérise par sa très grande flexibilité (disparition des contraintes liées aux émetteurs).
- BoJ :** dans le sillage des autres banques centrales, la BoJ réclame également davantage de souplesse. À l'instar des déclarations des autres grandes banques centrales, la BoJ a annoncé qu'elle fournirait d'importantes liquidités et qu'elle assurerait la stabilité des marchés financiers par le biais d'opérations de marché et d'achats d'actifs appropriés. La BoJ a indiqué qu'elle injecterait suffisamment de fonds par le biais d'opérations de marché pour s'assurer que les banques disposent de fonds suffisants d'ici la fin de l'année fiscale japonaise le 31 mars. Elle a également annoncé des mesures pour maintenir la stabilité du marché des prises en pension ("repo").
- BoE :** le Comité de politique monétaire a réduit le taux de référence de 65 points de base, le faisant passer de 0,75 % à 0,1 %. Il a également annoncé une augmentation du stock d'achats d'actifs de 200 milliards de livres sterling, pour le porter à un total de 645 milliards. L'essentiel des achats d'actifs supplémentaires concernera des obligations d'État britanniques, mais certaines obligations d'entreprises non financières de première qualité seront également achetées. Un nouveau dispositif de financement à terme assorti d'avantages supplémentaires pour les petites et moyennes entreprises (TFSME) a été introduit.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 fourchette		2019	2020	2021
		2021				
<b>Monde</b>	3,1	-0,9/0,3	3,1/3,8	3,0	3,4	2,8
<b>Pays émergents</b>	4,1	0,8/1,7	3,3/4,0	4,0	4,6	3,5
<b>Brésil</b>	1,1	-3,2/-1,8	-0,1/0,9	3,7	4,2	4,5
<b>Mexique</b>	-0,1	-3,5/-1,5	-0,2/0,8	3,6	3,6	3,6
<b>Russie</b>	1,3	-1/1	1,0/2,5	4,5	3,5	4,0
<b>Inde</b>	5,3	1,2/2,6	3,6/4,9	3,7	6,4	4,4
<b>Indonésie</b>	5,0	3,3/4,1	4,1/5,0	2,8	2,8	3,3
<b>Chine</b>	6,2	2,3/3,3	5,0/5,6	2,9	4,0	2,0
<b>Afrique de Sud</b>	0,2	-5/-3	0,8/1,0	4,6	4,1	4,4
<b>Turquie</b>	0,8	1,3/1,8	2,3/2,5	15,5	10,9	9,2

Source : Recherche Amundi

- Chine :** les données publiées pour janvier et février s'avèrent particulièrement faibles dans les différents secteurs de l'économie (consommation des ménages, investissements et commerce). Ces données ont entraîné une sévère révision à la baisse de nos prévisions de croissance pour 2020, qui se situent désormais dans une fourchette de 2,7 à 3,7 %. Le *policy mix* reste accommodant, notamment sur le plan budgétaire, les administrations locales ayant été autorisées à conserver une plus grande part des recettes fiscales et à émettre plus de la moitié de leurs quotas annuels dès les premiers mois de l'année. L'activité économique reprend lentement, mais les risques de baisse perdurent, parmi lesquels une deuxième vague de l'épidémie et la disparition de la demande extérieure de produits chinois dans un contexte de récession mondiale.
- Mexique :** les performances économiques en 2020 devraient être nettement inférieures à celles de 2019. En effet, le PIB mexicain sera impacté par trois chocs majeurs, l'épidémie de Covid-19, la récession de son principal partenaire commercial, les États-Unis (destinataire d'environ 80 % du total de ses exportations) et la faiblesse des prix du pétrole. Le *policy mix* évolue très lentement vers davantage d'accommodation. La Banxico a baissé ses taux directeurs de 50 points de base, mais il en faudra bien davantage. La faiblesse de l'économie du pays devrait se voir aggravée par le manque de clarté des mesures de lutte contre l'épidémie et de la politique budgétaire. En outre, la faiblesse des cours du pétrole compromet davantage la stabilité budgétaire qui est déjà fragile, en ajoutant Pemex au risque souverain.
- Turquie :** le pays a abordé l'urgence sanitaire avec une dynamique forte, grâce à une croissance importante du crédit. De plus son ratio dette/PIB de 31 % lui garantit une certaine marge de manœuvre budgétaire. Lors d'une réunion d'urgence, la banque centrale turque a décidé de baisser son taux de référence de 100 points de base pour le ramener à 9,75 % et a annoncé d'autres mesures en matière de liquidité. Le président Erdogan a présenté un plan de relance économique de 15,4 milliards de dollars qui devrait renforcer la capacité des entreprises et du public à faire face aux retombées économiques à court terme. Cet ensemble de mesures budgétaires et d'expansion monétaire représentant 2 % du PIB constitue un premier pas dans la bonne direction, mais d'autres mesures devraient suivre.
- Russie :** la faiblesse record des cours du pétrole, combinée au ralentissement mondial résultant de la crise du Covid-19 a incité la Russie à prendre une série de mesures. Si la banque centrale a laissé son taux directeur inchangé lors de sa réunion de mars, une série de mesures visant à soutenir les PME et les ménages a été annoncée. Celles-ci ne semblent pas particulièrement importantes en termes de PIB, mais d'autres pourraient être prises au fil du temps. La Russie dispose de ressources importantes dans son Fonds souverain qui pourraient compenser la perte de recettes pétrolières pendant plusieurs années. Les finances publiques du pays restent globalement saines, avec un niveau d'endettement très faible et, jusqu'à présent, des excédents budgétaires.

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

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	31-03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
<b>Chine</b>	4,05	3,85	-	3,85	-
<b>Inde</b>	4,4	4,15	4,95	4,15	4,9
<b>Brésil</b>	3,75	3,5	3,4	3,5	3,6
<b>Russie</b>	6	5,5	5,95	5,5	5,95

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 avril</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>2 juin</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>5 mai</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>24 avril</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la politique monétaire de la PBoC n'a que légèrement accéléré depuis le début de l'épidémie de Covid-19, avec des réductions ciblées de son ratio des réserves obligatoires et de légères baisses du LPR (taux de référence des prêts bancaires) et du MLF (facilité de prêt à moyen terme). Compte tenu de la forte baisse de l'activité économique en janvier et février, de la reprise progressive de l'activité, mais des risques importants qui pèsent sur celle-ci en termes de seconde vague épidémique et de disparition de la demande extérieure de produits chinois, la PBoC pourrait devoir intervenir de manière plus agressive. Une baisse du taux de dépôt de référence semble de plus en plus probable, en particulier si les données de mars ne sont pas à la hauteur de l'amélioration progressive attendue.
- RBI (Inde) :** en raison de la puissance destructrice du Covid-19, la RBI a avancé d'une semaine sa réunion de politique monétaire bimensuelle et a baissé son taux directeur de 75 points de base, pour le passer de 5,15 % à 4,4 %. La RBI a également abaissé le taux fixe de sa facilité de prise en pension de 90 points de base (4,0 %) afin de rendre les dépôts passifs auprès de la RBI peu attractifs pour les banques et ainsi développer l'offre de crédit. Le *policy mix* est toujours déterminé principalement par la politique monétaire, dont la marge de manœuvre à l'avenir est faible en raison de l'inflation globale qui reste élevée. Il apparaît clairement que la RBI doit faire davantage d'efforts pour améliorer les mécanismes de transmission à l'économie réelle par l'intermédiaire des banques.
- BCB (Brésil) :** après une baisse de taux préventive de 50 points de base en réaction à l'épidémie de Covid-19, la BCB a annoncé fin mars « une injection de liquidité et un allègement des exigences en matière de fonds propres d'une ampleur sans précédent » (gouverneur de la BCB), représentant 1 200 milliards de BRL de liquidités. Les nombreuses mesures annoncées visent à assurer la liquidité du système financier et à intensifier les activités de crédit. La BCB se trouvait déjà à la fin d'un important cycle d'assouplissement, tant par sa taille que par sa durée, et les taux réels étaient négatifs. Le peu de marge de manœuvre dont dispose la BCB l'oblige à se tourner vers des outils alternatifs pour soutenir l'économie. Un nouvel assouplissement de taille modeste reste possible.
- CBR (Russie) :** après avoir baissé son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 6 % en février, la CBR a maintenu son taux directeur inchangé lors de la réunion de mars. Bien que l'inflation soit bien inférieure à l'objectif de 4 %, la CBR a évoqué une évolution des conditions extérieures liée à la forte baisse des cours du pétrole et à la menace d'une récession mondiale liée à la propagation du coronavirus. La CBR s'attend à ce qu'une accélération temporaire de l'inflation résultant de la dépréciation du rouble soit compensée par les pressions désinflationnistes causées par le ralentissement de la demande intérieure et mondiale.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

(29 mars 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
<b>États-Unis</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.1/-1.9</b>	<b>3.0/4.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
<b>Japon</b>	<b>1.2</b>	<b>-3.0/-1.9</b>	<b>1.0/2.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<b>Zone euro</b>	<b>1.2</b>	<b>-5.2/-3.0</b>	<b>3.2/3.8</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>
Allemagne	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
France	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
Italie	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
Espagne	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0
<b>Royaume-Uni</b>	<b>1.4</b>	<b>-5.0/-3.2</b>	<b>3.1/3.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
<b>Brésil</b>	<b>1.1</b>	<b>-3.2/-1.8</b>	<b>-0.1/0.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>
<b>Mexique</b>	<b>-0.1</b>	<b>-3.5/-1.5</b>	<b>-0.2/0.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>
<b>Russie</b>	<b>1.3</b>	<b>-1/1</b>	<b>1.0/2.5</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
<b>Inde</b>	<b>5.3</b>	<b>1.2/2.6</b>	<b>3.6/4.9</b>	<b>3.7</b>	<b>6.4</b>	<b>4.4</b>
<b>Indonésie</b>	<b>5.0</b>	<b>3.3/4.1</b>	<b>4.1/5.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>
<b>Chine</b>	<b>6.2</b>	<b>2.3/3.3</b>	<b>5.0/5.6</b>	<b>2.9</b>	<b>4.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Afrique du Sud</b>	<b>0.2</b>	<b>-5/-3</b>	<b>0.8/1.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>
<b>Turquie</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3/1.8</b>	<b>2.3/2.5</b>	<b>15.5</b>	<b>10.9</b>	<b>9.2</b>
<b>Pays développés</b>	<b>1.7</b>	<b>-3.4/-1.9</b>	<b>2.8/3.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.1</b>	<b>0.8/1.7</b>	<b>3.3/4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>3.5</b>
<b>Monde</b>	<b>3.1</b>	<b>-0.9/0.3</b>	<b>3.1/3.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>

### Prévisions de taux directeurs

#### Pays développés

	31/03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0,25</b>	<b>0,13</b>	<b>0,25</b>	<b>0,15</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,64</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,66</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,28</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,1</b>	<b>0,00</b>	<b>0,20</b>	<b>0,00</b>	<b>0,20</b>

#### Pays émergents

	30/03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
<b>Chine</b>	<b>4,05</b>	<b>3,85</b>	<b>-</b>	<b>3,85</b>	<b>-</b>
<b>Inde</b>	<b>4,4</b>	<b>4,15</b>	<b>4,95</b>	<b>4,15</b>	<b>4,9</b>
<b>Brésil</b>	<b>3,75</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Russie</b>	<b>6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,95</b>	<b>5,5</b>	<b>5,95</b>

### Prévisions de taux longs

#### Taux 2 ans

	31/03 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,23</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,30</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,35</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,8/-0,60</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,75</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,13</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,15</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,15</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,14</b>

#### Taux 10 ans

	31/03 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,69</b>	<b>0,5/0,7</b>	<b>0,79</b>	<b>0,8/1</b>	<b>0,86</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,8/-0,5</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,50/-0,30</b>	<b>-0,42</b>
<b>Japon</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,10/0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0/0,2</b>	<b>0,13</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,37</b>	<b>0,20/0,4</b>	<b>0,36</b>	<b>0,4/0,6</b>	<b>0,43</b>

### Prévisions de change

	30/03/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
<b>EUR/USD</b>	<b>1,107</b>	<b>1,06</b>	<b>1,12</b>	<b>1,15</b>	<b>1,14</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>108</b>	<b>106</b>	<b>107</b>	<b>105</b>	<b>106</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,89</b>	<b>0,92</b>	<b>0,86</b>	<b>0,85</b>	<b>0,86</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,06</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>1,10</b>	<b>1,07</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>11,69</b>	<b>11,83</b>	<b>10,27</b>	<b>11,01</b>	<b>10,65</b>
	30/03/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
<b>EUR/SEK</b>	<b>11,02</b>	<b>11,55</b>	<b>10,59</b>	<b>10,25</b>	<b>10,54</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,41</b>	<b>1,46</b>	<b>1,35</b>	<b>1,30</b>	<b>1,36</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,61</b>	<b>0,59</b>	<b>0,67</b>	<b>0,72</b>	<b>0,65</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,60</b>	<b>0,55</b>	<b>0,64</b>	<b>0,68</b>	<b>0,63</b>
<b>USD/CNY</b>	<b>7,10</b>	<b>7,10</b>	<b>6,97</b>	<b>7,10</b>	<b>6,99</b>

Source: Recherche Amundi

## AVERTISSEMENT CONCERNANT NOS PRÉVISIONS

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

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

#### 1. Profondeur de la récession

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

#### 2. Durée de la récession

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

#### 3. Impact budgétaire

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

### Objectifs financiers

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

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



#### **In search of the bottom in the Covid-19 crisis (2020.03.25)**

- Markets are leading the real economic cycle and therefore they will bottom before the end of the pandemic
- However, markets will calm down and be reassured when they can anchor expectations on three points: (1) signs of an improvement on the speed of the contagion, (2) the 'whatever is necessary' tactics of fiscal and monetary authorities, (3) the short end of the credit curve and core bonds yields discounting higher future debt
- A new financial regime has started

Pascal BLANQUÉ, Group CIO, and Vincent MORTIER, Deputy CIO.

#### **Policy action at the next level, but markets still in search of the “real” catalyst (2020.03.19)**

- The dormant volatility finally woke up and risk parity funds and automatic selling strategies led to a volatility spike. Yet it is not a financial crisis but an economic crisis
- Credit is the area to monitor the most, to assess the potential spill-over of the crisis into a financial crisis, with possibly more profound implications
- This is a time when it is too late to sell and too early to buy

Pascal BLANQUÉ, Group CIO — Vincent MORTIER, Deputy CIO and Monica DEFEND, Global Head of Research.

#### **US: Covid-19 & Oil Wars Warrant Decisive Action. Fed moves to ease financial stress**

##### **(2020.03.16)**

- Uncertainty surrounding the magnitude and duration of the global health crisis is driving volatility and testing liquidity across the world's financial markets.
- Oil-related supply shock compounds Covid-19 demand shock
- In US Fixed Income, we feel corporate spreads are selectively attractive, with a bias towards higher quality **issuers and those that are more liquid**
- In US Equities, we believe the most prudent approach is to invest in companies with manageable debt levels, high profit margins, and stable competitive positions

Christine TODD, Head of Fixed Income, US — Marco PIRONDINI, Head of Equities US and Paresh UPADHYAYA, Director of currency strategy, US portfolio manager.

#### **ECB meeting: now, fiscal policy has to play its part (2020.03.13)**

- At its meeting on 12 March, the ECB disappointed market expectations by not cutting rates in the wake of the coronavirus spread
- We recap the measures announced and answer the main questions on the impact of these on the Eurozone economy and financial markets
- We stress the fact that fiscal action is a prerequisite for an economic rebound to materialise once the epidemic has receded

Monica DEFEND, Global Head of Research — Valentine AINOUIZ, CFA, Deputy Head of Developed Market Strategy Research and Didier BOROWSKI, Head of Global Views.

#### **US elections: The Democratic race to nomination and implications for markets (2020.03.10)**

- The race to Democratic nomination has boiled down to two candidates now, Joe Biden and Bernie Sanders with Biden being the new frontrunner based on delegate count, market expectations and national polls
  - We believe Biden has a stronger path and we expect political risk premia to continue to decline
  - We also believe that markets are under-appreciating the risks of a new party winning elections, given that the focus at the moment is on COVID-19, probability of global recession, and the damage to the US energy sector
- Kenneth J. TAUBES, CIO of US Investment Management and Paresh UPADHYAYA, Director of currency strategy.

### DISCUSSION PAPERS



#### **ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)**

Mohamed BEN SLIMANE — Quantitative Research, Eric BRARD — Head of Fixed Income Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Quantitative Research

#### **FX wars, currency wars & money wars**

##### **Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)**

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

#### **FX wars, currency wars & money wars**

##### **Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)**

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

## Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : [research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)



Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Forecasts  
Sovereign Bonds High Yield Real Estate  
ESG 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.msclbarra.com](http://www.msclbarra.com)).

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

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

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

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphiphat

#### Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

#### Rédacteur en chef adjoint

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence  
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

#### Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche  
PONCET Benoît, équipe de Recherche

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

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit  
FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit  
DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit  
LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit