

CROSS ASSET Investment Strategy

06

Juin
2020

Mensuel



VUES DES CIO

Grand écart entre les marchés
et la réalité

LE THÈME DU MOIS

Résultats sociétés : à l'issue du
1^{er} trimestre, le consensus demeure
vraisemblablement trop optimiste

#06 - Juin 2020

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Grand écart entre les marchés et la réalité p. 3

Le paradoxe entre le calme trompeur des marchés et le niveau élevé d'incertitude quant à la durée de la crise et ses implications à long terme est frappant. Le décalage entre les espoirs du marché et la réalité économique et sanitaire renforce notre conviction que la prudence s'impose en ce moment. Au lieu de céder à l'euphorie des marchés, il convient de miser progressivement et sélectivement sur les thèmes d'investissement les mieux positionnés sur le lent sentier de la reprise tout en restant attentif à la liquidité.

Macro

Actions: un rebond baissier ou un rebond significatif ? p. 5

Alors que les banques centrales se sont engagées dans des politiques non conventionnelles tant aujourd'hui qu'en 2009, les valorisations étant historiquement élevées un marché haussier porté par l'expansion des multiples semble peu probable.

Gestion diversifiée

Gérer le risque de manière dynamique et éviter d'acheter la hausse p. 7

Nous conservons notre position défensive sur les actions, ainsi qu'une opinion positive sur le crédit et les obligations des pays périphériques, soutenue par l'action des banques centrales.

Marchés obligataires

La qualité de crédit est essentielle p. 9

Nous recherchons des dislocations de marché et nous nous efforçons également de rester à l'écart des titres qui ne résisteront pas à cette crise. C'est d'autant plus important que la part de marché des obligations BBB a considérablement augmenté.

Actions

La faible visibilité sur les bénéfices appelle à la prudence p. 11

Les dividendes sont désormais susceptibles d'être procycliques car ils refléteront l'environnement dans lequel opèrent les entreprises, ces dernières devant rendre des comptes non seulement aux actionnaires mais aussi à la société.

Thématique

Contrôler la courbe des taux pendant la phase de reprise p. 13

Parmi les outils à leur disposition pour soutenir la reprise économique après la crise du Covid-19, les banques centrales pourraient recourir au contrôle de la courbe des taux. Bien que séduisante, la mise en œuvre et les risques associés à la sortie d'une telle politique en contrebalancent les avantages, notamment dans la zone euro. De plus, l'impact sur les marchés financiers pourrait être considérable puisque les actifs sans risques « contrôlés » pourraient temporairement perturber les actifs risqués.

Consommateurs américains affaiblis mais résilients p. 15

Le soutien massif du gouvernement et le bilan sain des ménages permettent à ces derniers de faire face à une récession relativement courte mais très profonde. Nous surveillons de près les données relatives au chômage, tant en termes d'ampleur que de durée, afin d'évaluer la capacité de remboursement des consommateurs. Le soutien du gouvernement continue à assurer la stabilité des marchés financiers. Nous estimons que ce contexte est propice à une gestion active et percevons des opportunités sélectives parmi les actions et les titres obligataires américains.

Le thème du mois

Résultats sociétés: à l'issue du 1^{er} trimestre, le consensus demeure vraisemblablement trop optimiste p. 21

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019, avec des conséquences se prolongeant sur le moyen terme. Après une forte contraction en 2020, 2021 sera marquée par une « reprise » du cycle de croissance et des bénéfiques accompagnée d'un rebond des actifs risqués, avant une normalisation et un retour en fin de cycle en 2022.

Scénarios de marché et risques

- > **Scénarios central & alternatifs p. 25**
- > **Principaux risques p. 27**
- > **Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés p. 28**
- > **Points clés de la Recherche p. 29**
- > **Allocation d'actifs Amundi p. 31**

Contexte macroéconomique

- > **Pays développés p. 33**
Perspectives macroéconomiques
Perspectives de taux directeurs
- > **Pays émergents p. 35**
Perspectives macroéconomiques
Perspectives de taux directeurs
- > **Prévisions macroéconomiques et financières p. 37**
- > **Avertissement concernant nos prévisions p. 38**
- > **Publications récentes p. 39**

CIO VIEWS

Grand écart entre les marchés et la réalité



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Le paradoxe entre le calme trompeur des marchés et le niveau élevé d'incertitude quant à la durée de la crise et ses implications à long terme est frappant. La crise est loin d'être terminée selon nous, et les investisseurs doivent rester vigilants, le niveau actuel des marchés reflétant toujours une sortie « trop optimiste et trop rapide ». **La course entre les trois cycles va se poursuivre. En ce qui concerne le cycle de la pandémie**, les marchés intègrent la vision selon laquelle le pire pourrait être passé en Europe et aux États-Unis, avec des anticipations croissantes d'aplatissement de la courbe de contagion. Si ces espoirs ne se concrétisent pas, les tensions sur les marchés réapparaîtront. **Sur le plan économique**, les mesures budgétaires et monétaires massives s'apparentent à un contrat d'assurance pour les six prochains mois, mais si la récession s'avérait pire que prévu, les marchés auraient besoin de mesures additionnelles et toute déception déclencherait une correction. Le « crédit » devient dépendant de l'action des banques centrales (BC) ; les conditions de marché se sont améliorées mais pas normalisées. **Sur le cycle des défauts de crédit**, qui est critique dans un monde où la dette s'accroît fortement après la crise du Covid-19, les marchés ont déjà intégré dans les cours une première série de défauts, mais pas une seconde pour les actifs traditionnellement à la traîne. La bataille entre liquidité et solvabilité va se poursuivre et l'immobilier commercial américain doit être surveillé. La déconnexion entre les espoirs du marché et la réalité économique et sanitaire renforce notre conviction **qu'il convient de rester prudent : ne pas céder à l'euphorie des marchés, mais miser progressivement et de manière sélective sur les thèmes d'investissement les mieux positionnés sur le lent chemin vers la reprise**. En plus des incertitudes des trois cycles déjà mentionnés, les raisons de rester vigilants sont : tout d'abord, la résurgence des tensions sino-américaines, sur le thème du « blâme pour le virus », a été le principal risque en augmentation en mai. Ensuite, l'issue des élections américaines est incertaine. Troisièmement, les marchés émergents sont confrontés à des risques idiosyncratiques importants (Brésil). Enfin, les conséquences à long terme du Covid-19 (recul du commerce mondial, rééquilibrage des politiques en faveur du travail, transformation des modèles économiques, accélération des tendances, comme le « travail intelligent ») sont complexes et restent à l'étude. Au cours de ces 3 derniers mois sans précédent, nous avons mis l'accent sur **le double objectif de protéger le capital investi contre toute perte définitive et de garder une marge de manœuvre pour investir dans de nouvelles opportunités**. Cette attitude demeure et les investisseurs devraient se concentrer sur les points suivants :

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Privilégier la gestion active du risque, la liquidité; rester prudent.

Changements par rapport au mois dernier

Des ajustements tactiques sur le crédit, en recherchant de la valeur sur les marchés primaires.

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

- La **liquidité** : elle est précieuse dans la gestion de la transition entre la phase la plus marquée de la crise et une reprise incertaine. La crise a clairement montré que la liquidité devrait être un indicateur clé de la construction de portefeuille, en dépit des signes d'amélioration récents. De fait, la liquidité sur les marchés du crédit reste plus faible et plus coûteuse qu'avant le Covid-19. Les investisseurs devraient conserver une certaine liquidité pour des stratégies défensives et agressives, afin de pouvoir se repositionner sur certains segments de marché lorsque des opportunités se présenteront.
- Une **vue positive sur le crédit IG** : il devrait bénéficier des actions des banques centrales et le marché primaire peut offrir des opportunités. Toutefois, les investisseurs devraient rester très sélectifs tant au niveau des secteurs que des entreprises, en se focalisant sur les bilans sains et les entreprises capables de résister aux conséquences économiques du confinement.
- Une **exposition prudente au risque actions** dans un contexte de nouvelle révision de la croissance des bénéfices par action (BPA) : un catalyseur d'amélioration ne peut provenir que d'un vaccin ou d'un traitement potentiel, seuls facteurs pouvant déclencher une reprise durable et un changement positif dans le comportement des consommateurs.

CIO VIEWS

- **La prudence à l'égard des marchés émergents compte tenu de la montée des risques géopolitiques**, avec certaines opportunités dans le crédit ainsi qu'au sein des actions asiatiques et chinoises, mais l'évolution de la relation sino-américaine reste essentielle (les tensions récentes pouvant affecter le sentiment du marché). Le marché du crédit intègre une forte hausse du nombre de défauts, mais les investisseurs devraient être conscients du fait que les sociétés les plus affectées ont déjà atteint un cours plancher (*distressed recovery level*) et que certaines sont même déjà en restructuration. Les investisseurs devraient identifier les entreprises capables de mettre en place avec succès un plan pour sortir du statut d'entreprise en difficulté
- Le Covid-19 est un accélérateur du rôle croissant de l'ESG : si le E et le G restent au premier rang des priorités, l'accent sociétal mis sur une plus grande égalité sociale, un traitement équitable des salariés et l'attention à leur santé contribuera à l'importance croissante de la composante S. La manière avec laquelle les entreprises agissent dans l'intérêt de toutes les parties prenantes et de la communauté sera observée avec beaucoup plus d'attention. Certains facteurs de risque ESG auront alors un impact plus important sur les cours, générant des opportunités pour les gérants actifs, tant sur le segment des actions que sur celui des obligations.

MACRO

Actions : un rebond baissier ou un rebond significatif ?



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche Groupe



LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche Cross Asset

Alors que les banques centrales se sont engagées dans des politiques non conventionnelles tant aujourd'hui qu'en 2009, les valorisations étant historiquement élevées un marché haussier porté par l'expansion des multiples semble peu probable

Faut-il accroître l'allocation en actions et accompagner le rebond du marché ou pas ? Même si nous maintenons notre préférence stratégique pour les actifs risqués, nous sommes convaincus qu'il est tactiquement plus sûr de rester au sein du segment IG (soutenu par les banques centrales) car nous anticipons une rechute des actions, comme expliqué ci-après.

Le contexte économique s'est rapidement dégradé : tant les statistiques que la dynamique économique se sont inversées, ce qui a pesé sur le sentiment à l'égard du risque. Le scénario de reprise à moyen terme qui devrait se matérialiser plus tard en 2021 offre certes un potentiel de hausse significatif. Toutefois, **les marchés actions anticipent maintenant le scénario haussier, tandis que de profondes incertitudes persistent** concernant les politiques de santé liées aux traitements. Si les tests et les vaccins enregistrent des progrès rapides, il reste encore beaucoup à faire. La date de disponibilité d'un traitement ou d'un vaccin potentiel reste encore très incertaine.

Sur le plan budgétaire, les mesures fiscales très importantes doivent être testées et soutenues à moyen terme : la rapidité de mise en œuvre est chaotique, la qualité des dépenses doit encore être évaluée (en termes de composition et d'objectifs), et la capacité de ces paquets budgétaires

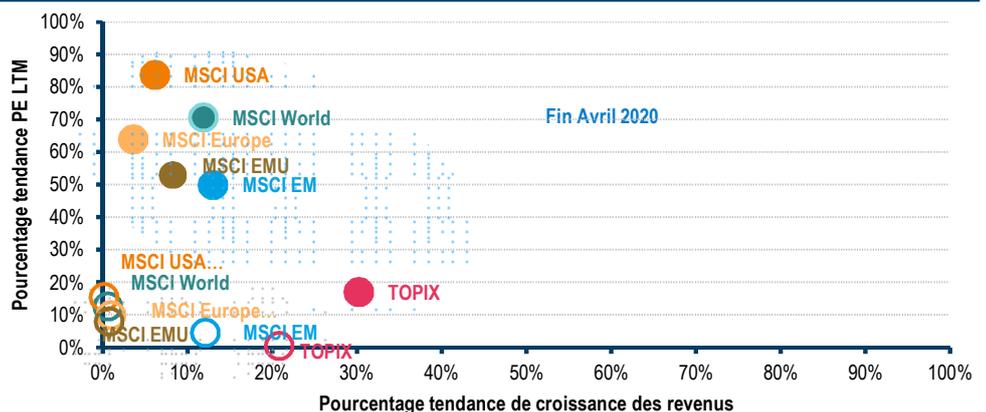
à réparer les dégâts n'a pas été totalement estimée.

En revanche, les banques centrales - après avoir traité la crise financière de 2008 - se sont montrées promptes à réagir cette fois-ci et ont permis un assouplissement des conditions financières, notamment aux États-Unis. Cela a constitué le facteur le plus convaincant de la progression des marchés et de la hausse des multiples. **Nous remarquons en cela la dangereuse incohérence entre la baisse du bénéfice par action et la hausse des rendements totaux.**

À l'inverse, les rendements obligataires et les prix du pétrole restent déprimés, et le rebond n'a pas tant profité que cela aux secteurs cycliques.

Les révisions de bénéfices à la baisse sont proches de leur record historique, ce qui pousse les ratios **P/E vers leurs plus hauts**. Le graphique ci-dessous explique notre prudence actuelle. En 2009, nous avons assisté à une récession des bénéfices, les efforts des banques centrales ayant ensuite permis une complète reflation des actifs. Aujourd'hui, les valorisations (percentiles de P/E pour les bénéfices 2020) sont complètement différentes, tous les grands indices actions étant déjà au plus haut. De fait, un MSCI US valorisé au 84^e centile (dans la bulle bleue) pourrait ne pas offrir la meilleure des hausses possibles. C'est la différence majeure entre la situation

Cartographie des principaux indices actions



Source: Recherche Amundi, au 20 Mai 2020. Tous les indices sont en monnaie locale. PE LTM se réfère au ratio prix/bénéfices sur les bénéfices des douze derniers mois. Les noms des indices dans le cercle gris ci-dessus sont les mêmes que ceux dans le cercle bleu.

MACRO

actuelle et celle de 2009. À l'époque, les percentiles des PER étaient bas (bulle grise) et les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales ont permis un mouvement haussier des actions. La seule exception étant le TOPIX, qui se trouve actuellement dans un percentile inférieur et affiche des valorisations plus raisonnables. On pourrait arguer que c'est parce que le Japon est déjà en récession, mais par rapport à d'autres économies avancées, un choc plus tardif mais moins important est probable, l'épidémie de Covid-19 étant largement contenue.

Les confinements sans précédent et les réponses monétaires et budgétaires nous conduisent à maintenir notre préférence « stratégique » pour les actifs risqués, mais les valorisations élevées n'offrent pas le meilleur potentiel de hausse. Pour conclure, nous dirions que les politiques monétaires non conventionnelles ont de nouveau accru le prix des actifs. Toutefois, par rapport à 2009, **les bénéfices par action actuels sont plus faibles et les niveaux de PER étant historiquement élevés, un marché haussier tiré par l'expansion des multiples semble peu probable.**

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous conservons notre position défensive sur les actions, ainsi qu'une opinion positive sur le crédit et les obligations des pays périphériques, soutenue par l'action des banques centrales

Gérer le risque de manière dynamique et éviter d'acheter la hausse

Le contexte économique se caractérise par une récession mondiale et un ralentissement séquentiel, suivis par des trajectoires de reprise désynchronisées entre les pays. La durée de la faiblesse, l'ampleur de la perte durable de production et de la destruction de la demande dépendront de la durée des confinements et de l'efficacité de la relance budgétaire/monétaire. Nous confirmons le scénario d'une stabilisation de la croissance vers le T4 2020. Tout au long de la crise, nous nous sommes concentrés sur la gestion active de l'exposition au risque - la protection des positions de crédit, la mise en place de couvertures et la priorité accordée à la qualité des positions et à la sélection de crédit.

Nos idées fortes

Nous restons **défensifs sur les actions européennes et américaines** en raison des valorisations tendues et de l'ambiguïté concernant l'impact de Covid-19 sur la croissance mondiale. Le consensus pour la croissance des bénéfices 2020 a corrigé, mais il reste selon nous trop optimiste pour 2021, malgré une faible visibilité. Dans un environnement où le risque reste nettement orienté à la baisse, nous attendons que les marchés fournissent de meilleurs points d'entrée (le niveau de 2650-2700 est le déclencheur du S & P 500) pour agir et changer notre position actuelle. Nous conservons une position neutre sur les **marchés émergents**, car la volatilité du marché reste élevée, mais continuons de préférer la Chine, la Corée

du Sud et Taïwan en raison de la vigueur des mesures de relance et d'une meilleure maîtrise de l'épidémie.

Nous avons une **position neutre sur la duration**, car nous pensons que les banques centrales chercheront à maintenir le coût de la dette publique à un niveau bas afin de soutenir les besoins budgétaires des gouvernements, ce qui entraînera un mouvement limité de hausse des rendements. Un rendement des bons du Trésor de l'ordre de 60 pb est conforme à la position de la Fed et à une forte détérioration du contexte macroéconomique. Nous **restons positifs sur le 5 ans américain par rapport au 5 ans allemand**, car les bons du Trésor américain devraient bénéficier des flux de capitaux refuges (bien que dans une moindre mesure que par le passé) et des achats de la Fed, en particulier sur les segments à court et moyen terme. Concernant l'inflation américaine, nous sommes désormais positifs sur le moyen terme et pensons que les swaps d'inflation et les points morts d'inflation des TIPS se négocient bien en deçà de leurs moyennes historiques.

Alors que nous sortons de la pandémie, les forces de relance, telles que la démondialisation et la monétisation de la dette, devraient soutenir une hausse des primes de risque d'inflation et une demande de protection contre l'inflation.

La recherche de rendement se poursuit sur la courbe italienne, car elle offre des rendements relativement attractifs. Nous maintenons notre

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. USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = bons du Trésor américain, DM = Marchés développés, EM/GEM = Marchés émergents, FX = Change, FI = Fixed Income, IG = Investment grade, HY = High Yield, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, CBs = Banques centrales, TIPS = Titre protégé contre l'inflation du Trésor. BTP = emprunts d'État italiens

GESTION DIVERSIFIÉE

position constructive sur l'Italie à 30 ans contre l'Allemagne à 30 ans et sommes maintenant positifs même sur les BTP italiens à 10 ans, car les actions de la BCE contribuent à plafonner les rendements et la volatilité des *spreads*. La décision du tribunal allemand représente un risque baissier, mais il est peu probable que la BCE change de cap. Nous maintenons notre position, car elle pourrait offrir un équilibre aux portefeuilles des investisseurs.

En mettant l'accent sur la liquidité, nous restons **optimistes à l'égard du crédit**, soutenu par les parapluies des BC aux États-Unis et dans la zone euro, mais nous préférons l'IG au HY. Le HY EUR pourrait souffrir de taux de défaut élevés et du ralentissement de la croissance des chiffres d'affaires. En conséquence, nous sommes très défensifs.

Compte tenu de l'incertitude élevée et de la divergence des fondamentaux et des valorisations, nous avons une **opinion neutre sur la dette émergente** et voyons un écart entre les pays IG et HY. Sur la dette externe, le secteur IG devrait rester

plus résilient dans les prochains mois. Le HY présente toutefois un risque/arbitrage binaire entre le risque de défaut des pays en difficulté et un rattrapage par rapport à des valorisations très déprimées. Sur les taux locaux, le principal moteur de la dette est l'exposition aux devises et nous pensons que la marge de compression est limitée.

Sur les **devises des pays développés**, nous ne sommes plus constructifs sur l'EUR/CHF, en raison du statut de valeur refuge du franc suisse, de la forte croissance de la masse monétaire dans la zone euro et de la décision de justice allemande qui pourrait faire pression sur l'EUR. Nous conservons la position NOK/EUR, la couronne norvégienne ayant déjà fortement corrigé et permettant de bénéficier d'un scénario plus optimiste.

Risques et couverture

Les instruments de couverture sous la forme du **JPY, des produits dérivés et de l'or** restent essentiels pour protéger les rendements du portefeuille dans cette phase de forte incertitude

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

La qualité de crédit est essentielle



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Au cours du mois écoulé, nous avons observé une amélioration progressive des conditions de marché après une dislocation massive des prix et de la liquidité en mars, mais nous ne sommes toujours pas revenus à la normale. Les investisseurs devraient rester prudents, continuer à maintenir une liquidité suffisante et être conscients de la révision potentielle des notations qui pourrait être à l'origine de la volatilité sur les marchés du crédit. En revanche, ils devraient tenter de procéder à des ajustements tactiques afin de bénéficier des événements de marché - par exemple, s'il y a des émissions attractives sur le marché primaire - sans changer de convictions stratégiques.

Obligations internationales et européennes

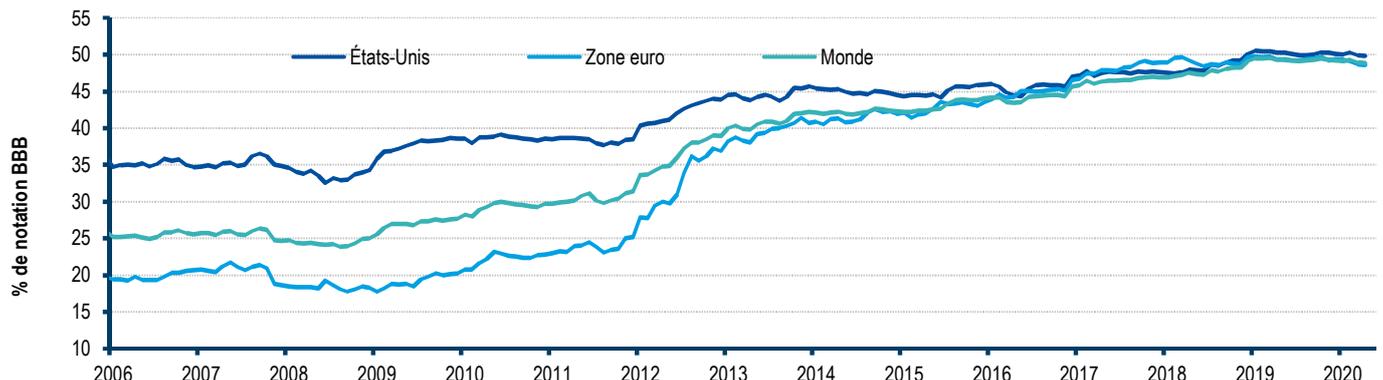
Nous avons une position globalement neutre sur la durée, avec une vue constructive sur les États-Unis et prudente sur le Japon et l'Allemagne. Les investisseurs peuvent profiter des mouvements de courbe (aplatissement des courbes US, Europe, UK, pentification au Japon). Si nous restons positifs sur la dette périphérique euro, nous restons plus prudents mais toujours constructifs sur l'Italie (fort appétit des investisseurs avec 22 milliards € levés récemment via les BTP). Les inquiétudes sur le jugement

du Tribunal constitutionnel de Karlsruhe et l'alourdissement du fardeau de la dette sont contrebalancées par la proposition franco-allemande d'une sorte de « fonds de relance ». Sur le crédit, le **crédit IG américain** (nous sommes récemment devenus plus positifs sur ce segment) et le **crédit IG euro restent bien soutenus par les actions des BC, mais la sélection de crédit et la qualité sont importantes** pour distinguer les émetteurs qui réussiront à traverser la crise, de ceux qui deviendront insolubles. Nous privilégions les financières subordonnées, les télécoms, la pharmacie et l'assurance, mais sommes prudents sur l'énergie US. Aux États-Unis, les émissions obligataires se sont concentrées sur les emprunteurs notés IG et sur les obligations d'entreprises notées BB (décision de la Fed d'inclure les « anges déchus » et les ETF HY dans son programme). Nous avons confiance dans le secteur BB, mais la recherche de la qualité est essentielle à cet égard. L'activité sur le HY américain a repris (la demande a dépassé l'offre) mais l'activité est faible en Europe. Toutefois, les investisseurs doivent faire preuve de prudence.

Obligations américaines

Les titres et secteurs dont les perspectives d'appréciation sont

Répartition par qualité de l'indice IG



Source : Bloomberg, données mensuelles au 30 avril 2020. Analyse basée sur indices ICE BoA.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous recherchons des dislocations de marché et nous nous efforçons également de rester à l'écart des titres qui ne résisteront pas à cette crise. C'est d'autant plus important que la part de marché des obligations BBB a considérablement augmenté

limitées, tels que les titres liés à l'assurance (qui ont enregistré une performance de 2 % depuis le début de l'année) et les titrisations de biens de consommation et d'immobilier commercial AAA, ont fait preuve de résistance et peuvent offrir des opportunités de financement pour les obligations d'entreprises IG à long terme et certains crédits à haut rendement avec de fortes décotes. Nous restons positifs sur les RMBS en dehors des tranches notées AAA, car leurs *spreads* se resserrent mais sont trop décotés. **Soucieux de maintenir une liquidité adéquate, les investisseurs devraient détenir des positions sur les bons du Trésor américain, les TIPS et les obligations hypothécaires émises par des agences gouvernementales américaines, ainsi que des liquidités.** En outre, le moment est venu de réduire sciemment le risque idiosyncratique lorsque la liquidité et la valorisation offrent des opportunités. Le resserrement des *spreads* des prêts à effet de levier pourrait permettre aux investisseurs de sortir des émetteurs notés BB à des prix proches de leur valeur nominale, et d'améliorer la liquidité et la qualité tout en prolongeant la durée du crédit.

Obligations des marchés émergents

Nous sommes conscients que la crise due Covid-19 pèse sur la croissance mondiale et les bénéfices des entreprises, avec des effets négatifs sur les perspectives des pays émergents, poussant de nombreux pays vers la récession. Nous nous sommes montrés prudents à l'égard des valeurs dépendantes des exportations, des matières premières et du tourisme. Les couvertures de portefeuille et la liquidité restent importantes. Sur la **dette en devise forte**, nous sommes positifs, notamment sur le HY (Ukraine). Il existe des opportunités sur le marché primaire pour acquérir une exposition aux titres IG à des niveaux décotés (Mexique). Nous sommes prudemment constructifs sur les taux locaux au Mexique et en Afrique du Sud, et positifs sur la Russie.

Devises

Sur les devises des pays développés, nous sommes positifs sur l'USD et le JPY compte tenu de leur statut de valeur refuge, et sommes moins négatifs maintenant sur le CHF mais prudents sur l'EUR et la GBP. Sur les devises émergentes, nous sommes défensifs.

ACTIONS

La faible visibilité sur les bénéfices appelle à la prudence



KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Alors que les gouvernements assouplissent les mesures de confinement et que le monde sort progressivement de la crise du Covid-19, il est probable que nous assistions à un gonflement de la dette publique, à des taux d'intérêt bas, à une croissance économique faible, à une augmentation de l'importance des facteurs ESG (en particulier le facteur S), à des inégalités croissantes, à une fragmentation politique et à des tensions géopolitiques accrues (US-Chine, unité de l'UE). Nous observons un contraste saisissant entre le « sentiment du marché » et les « fondamentaux économiques ». S'il est important de noter que les autorités monétaires peuvent fournir des liquidités à court terme, la reprise de la demande dépend aussi du sentiment de peur et de confiance. En retour, cela pourrait encore avoir un impact sur les bénéfices et la solvabilité à long terme des entreprises. **Les investisseurs sont contraints de faire face à cette situation avec une visibilité exceptionnellement faible dans un environnement où de multiples scénarios sont possibles.**

Actions européennes

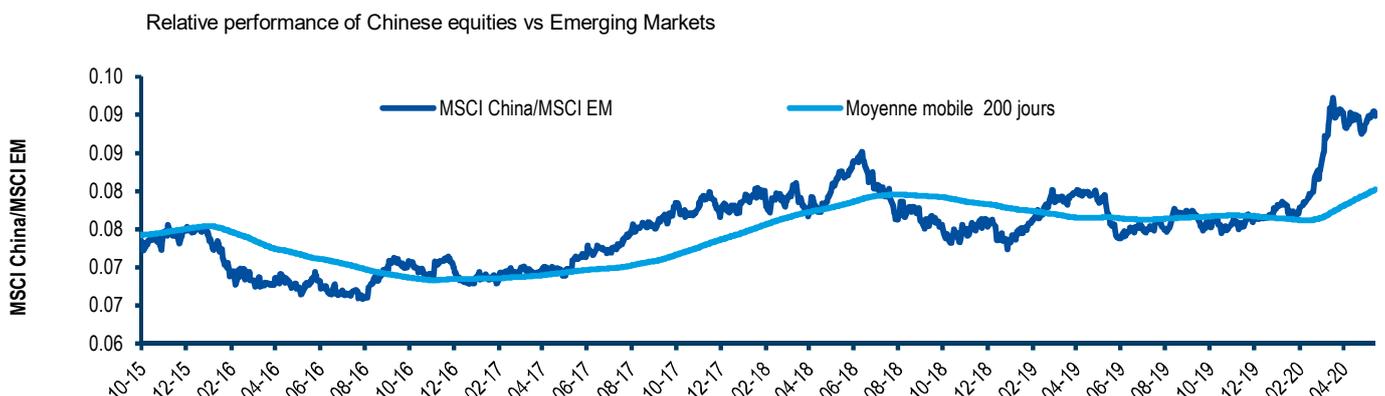
Dans l'ensemble, nous recommandons la **prudence**, compte tenu du niveau

accru d'incertitude et de la détérioration des fondamentaux. Il est essentiel de maintenir une **discipline de processus d'investissement, de se concentrer sur la sélection de titres et de garantir des niveaux de liquidité appropriés.** Nous continuons de privilégier la solidité des bilans et pensons que les investisseurs devraient équilibrer les risques à court terme et les opportunités à moyen terme grâce à une utilisation soutenue de l'analyse de scénarios. Des opportunités existent et nous suggérons aux investisseurs d'appliquer une stratégie « barbell » avec une exposition à des valeurs attractives dans les secteurs défensifs (services aux collectivités, santé, biens de consommation de première nécessité) d'une part, et des secteurs cycliques non affectés et décotés (luxe, construction) d'autre part. En outre, l'identification de certains gagnants structurels dans des segments en vogue, comme le commerce électronique, sera essentielle pour générer des rendements à long terme. Du point de vue du style, il existe des opportunités sélectives dans le facteur « value » des secteurs cycliques non affectés.

Les actions américaines

Les actions américaines restent l'une des meilleures classes d'actifs à long terme au monde, et la surperformance

Performance relative des actions chinoises par rapport aux marchés émergents



Source : Bloomberg, Amundi au 20 mai 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index en dollar US

ACTIONS

Les dividendes sont désormais susceptibles d'être procycliques car ils refléteront l'environnement dans lequel opèrent les entreprises, ces dernières devant rendre des comptes non seulement aux actionnaires mais aussi à la société

continue de se renforcer dans ces conditions. Selon nous, la consolidation du marché entamée mi-avril devrait se poursuivre. En termes de convictions, nous pensons que les gagnants continueront à gagner. Les investisseurs devraient éviter secteurs et valeurs qui subissent des pressions extrêmes à court terme, notamment les compagnies aériennes, les détaillants en difficulté, les croisiéristes, les activités à coûts fixes élevés et à faible marge, et l'immobilier d'entreprise. Nous pensons au contraire que les investisseurs devraient se concentrer sur les leaders de chaque secteur ayant des activités durables dans le cadre d'une approche intégrée ESG. Cette approche s'est avérée judicieuse durant la correction et nous recommandons aux investisseurs de continuer à suivre cette voie. Les entreprises durables qui occupent une position de leader sur le marché gagnent lorsque les conditions de marché sont difficiles. **Le moment est également venu pour les investisseurs de commencer à renforcer légèrement le caractère cyclique de leurs portefeuilles**, la faible volatilité étant surévaluée.

Au niveau sectoriel, nous préférons les financières, les services de communication et les industrielles, tandis que nous sommes prudents à l'égard des biens de consommation de première nécessité, des services aux collectivités et des matériaux.

Actions des marchés émergents

Nous nous concentrons sur les pays à un stade avancé du cycle du coronavirus (Chine, Taïwan, Corée) et les titres les moins vulnérables compte tenu de la résistance de la croissance intérieure et des progrès des réformes structurelles (EMEA, Inde). Bien qu'il puisse y avoir des difficultés dans la mesure où les incertitudes mondiales demeurent, **une sélection bottom-up habile, une évaluation top-down minutieuse et une gestion de la liquidité** peuvent aider les investisseurs à surmonter la tempête actuelle. En conclusion, bien que nous préférons conserver une attitude globalement prudente pour le moment, nos perspectives sont positives pour les actifs émergents à moyen terme - tant que le risque d'une seconde vague de contamination ne se matérialise pas.

THÉMATIQUE



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

La BCE serait confrontée à une difficulté opérationnelle et un obstacle politique

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.

Contrôler la courbe des taux pendant la phase de reprise

Parmi les outils à leur disposition pour soutenir la reprise économique après la crise du Covid-19, les banques centrales pourraient recourir au contrôle de la courbe des taux. Bien que séduisante, la mise en œuvre et les risques associés à la sortie d'une telle politique en contrebalancent les avantages, notamment dans la zone euro. De plus, l'impact sur les marchés financiers pourrait être considérable puisque les actifs sans risques « contrôlés » pourraient temporairement perturber les actifs risqués.

Les taux directeurs des banques centrales (BC) étant proches de zéro, les politiques de contrôle de la courbe des taux font à nouveau parler d'elles. Dans le cadre de stratégies de contrôle de la courbe des taux, **les BC cherchent à contrôler un point ou un segment spécifique de la courbe des taux** (souvent l'échéance à 10 ans). Pour ce faire, la BC s'engage implicitement à acheter (ou à vendre) les quantités de titres nécessaires pour atteindre son objectif. Si le CB est crédible, grâce aux arbitrages du marché, les rendements obligataires ont tendance à se rapprocher de leur cible. Dans la pratique, le contrôle de la courbe des taux s'apparente souvent à une forme de QE, mais avec des modalités très différentes puisque dans ce cas les achats de titres s'ajustent aux rendements obligataires et non l'inverse. **La BC perd le contrôle de son bilan.** Un tel ancrage des rendements pourrait même conduire la BC à réduire son bilan si la demande des investisseurs privés excède les besoins de financement (nouvelles émissions et refinancements).

Le contrôle de la courbe des taux n'est pas envisageable pour la BCE

Une politique de contrôle de la courbe des taux a été mise en œuvre aux États-Unis dans la période d'après-guerre (jusqu'en 1947), puis plus récemment en Australie et depuis 2016, la BoJ a clairement cherché à maintenir le rendement de son taux à 10 ans à zéro. Cette politique, combinée à des taux directeurs négatifs, a été fructueuse au Japon, car elle a permis à la BoJ de réduire ses achats d'obligations et de contenir son bilan. Le contrôle de la courbe des taux peut s'envisager dans les « vraies » unions monétaires comme les États-Unis, le Japon ou le Royaume-Uni, où il n'existe qu'un seul instrument de dette du gouvernement (central).

Il n'est, en revanche, pas envisageable dans la zone euro pour au moins deux raisons. Tout d'abord, **la BCE devrait gérer plusieurs courbes de rendement simultanément.** En plus de la difficulté opérationnelle que cela représente, ceci poserait un **obstacle politique**, la BCE n'ayant aucune légitimité pour estimer le risque de crédit lié à chaque dette souveraine. Deuxièmement, la BCE serait confrontée à un problème juridique, car elle devrait s'engager à acheter des actifs en dehors de toute règle de **proportionnalité**, voire même à monétiser la dette publique, ce que le traité de Lisbonne interdit. Pour autant, si la Fed ou la BoE optent pour un contrôle de leur courbe de taux, cela aura probablement des répercussions sur les taux allemands, car les investisseurs arbitrent les *spreads* entre les nations. Enfin, la clôture d'un programme de contrôle de la courbe des taux comporte des risques importants, car le marché obligataire pourrait s'ajuster brusquement et en neutraliser les bénéfices.

L'emprisonnement des taux sans risque libère les actifs risqués

En ce qui concerne la Fed, un contrôle temporaire du segment à court terme de la courbe aligné sur les « dots » (prévisions de la Fed), combiné à un assouplissement quantitatif sur les segments à moyen et long terme pourrait s'avérer efficace tant en termes de rapport coût/bénéfice que de risque de sortie. Une combinaison contrôle de la **courbe des taux + QE** signifie que l'ajustement des « actifs sans risque » au cycle économique nominal ne se produira pas, du moins temporairement, à moins d'une évolution de la prime de terme. Ces politiques de plafonnement du rendement devraient donc affecter les **mouvements simultanés des actifs financiers** (volatilité et corrélation)

THÉMATIQUE

pendant la phase de reprise en les éloignant de leurs niveaux habituels et en stimulant les **rendements des actifs risqués non contrôlés**.

Concrètement, si les rendements des bons du Trésor et des obligations restent bas et stables et que la courbe de taux reste plate alors que les attentes des investisseurs en matière de croissance s'améliorent, les « **actifs non contrôlés** » tels que les actions devraient bénéficier de **valorisations artificiellement élevées**. Toutefois, ils feraient également l'objet d'une plus grande volatilité puisque ces actifs deviendraient le substitut de marché pour les variations des prévisions de croissance nominale tandis que la corrélation de leurs rendements avec les obligations se rapprocherait de zéro. De plus, les taux sans risque devraient également influencer les titres de crédit IG offrant des rendements anticipés plus élevés de façon plus significative

que les titres de **crédit HY sur une base ajustée de la volatilité**. Enfin, la courbe des taux demeurant plate, quelle que soit la vigueur de la reprise économique, la **dette émergente en devises fortes** bénéficierait d'un soutien en termes de valorisations et d'un afflux d'investisseurs en quête de rendement.

Néanmoins, l'incertitude entourant les taux sans risque « naturels » devrait entraîner une hausse des primes de risque, une diminution des corrélations entre les classes d'actifs et un avantage de diversification potentiellement moindre pour les stratégies équilibrées. Ainsi, si la formule contrôle de la courbe des taux + QE est de nature à remettre plus rapidement l'économie américaine sur les rails, elle risque également de **faire dérailler les marchés financiers**, ne serait-ce que provisoirement.

Achévé de rédiger le 22/05/2020

THÉMATIQUE

Consommateurs américains affaiblis mais résilients



ANNALISA USARDI, CFA
Économiste Senior



PARESH UPADHYAYA
Responsable Strategie FX, US
Gérant Amundi Pioneer

À mesure que le revenu total du travail tombe en flèche, la consommation personnelle devrait s'effondrer au deuxième trimestre, dans une mesure bien plus importante que celle observée lors de la crise de 2008

Le soutien massif du gouvernement et le bilan sain des ménages permettent à ces derniers de faire face à une récession relativement courte mais très profonde. Nous surveillons de près les données relatives au chômage, tant en termes d'ampleur que de durée, afin d'évaluer la capacité de remboursement des consommateurs. Le soutien du gouvernement continue à assurer la stabilité des marchés financiers. Nous estimons que ce contexte est propice à une gestion active et percevons des opportunités sélectives parmi les actions et les titres obligataires américains.

Tandis que les États-Unis s'enfoncent dans leur pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale, voici quatre questions clés à examiner : (1) Comment, jusqu'à présent, la crise a-t-elle affecté le marché du travail américain ? (2) Où en sont les consommateurs américains ? (3) Quelles sont les principales vulnérabilités en matière d'endettement ? (4) Quelles sont les perspectives de défaillance en matière de crédits immobiliers, de cartes de crédit et de prêts automobiles ?

Comment, jusqu'à présent, la crise a-t-elle affecté le marché du travail américain ?

La crise du Covid-19 a provoqué une augmentation sans précédent des demandes d'allocations-chômage et des réductions d'effectifs, détruisant la quasi-totalité des emplois créés au cours de la plus longue période d'expansion économique jamais enregistrée. D'après les données disponibles, les pertes d'emplois se concentrent à ce jour dans les secteurs les plus exposés à la crise, à savoir les secteurs des services. Ceux qui sont les plus touchés, tant en termes absolus que relatifs, sont les loisirs et l'hôtellerie, suivis par le commerce, les transports et les services aux collectivités. En mars et avril, plus de 21 millions d'emplois ont été détruits aux États-Unis. Ces emplois se concentrent essentiellement dans les services du secteur privé (84 % du total des emplois perdus), avec près de 18 millions de pertes d'emploi, soit 17 % des emplois existants avant la crise du Covid-19. Le secteur des services représente environ 71 % du marché du travail américain. Jusqu'à présent, ce sont surtout les personnes et les secteurs les moins bien rémunérés qui ont été touchés par les licenciements, ce qui a entraîné une modification de

la composition des effectifs salariés poussant temporairement le salaire horaire moyen à la hausse, à la fois globalement et dans les différentes catégories. Nous nous attendons toutefois à ce que ce phénomène soit temporaire. Le total des heures travaillées étant en baisse en raison de la diminution du nombre d'heures et du nombre de salariés, l'indicateur du revenu total du travail que nous suivons pour mesurer les tendances futures de la consommation devrait s'effondrer au deuxième trimestre et ce, dans une mesure nettement supérieure à celle observée lors de la crise de 2008.

La façon dont le consommateur américain se relèvera de ce choc est étroitement liée aux niveaux de faiblesse qui persisteront dans le marché du travail. Or, les données d'avril indiquent qu'une proportion assez importante de personnes ont été mises au chômage partiel et non pas licenciées définitivement. Pour évaluer la vitesse à laquelle le marché du travail pourra se redresser, il faudra absolument surveiller la vitesse à laquelle les demandes d'allocations en cours diminuent à mesure que les États se déconfinent. En outre, alors que tous les regards scrutent le taux de chômage, il convient de mentionner que cet indicateur ne peut pleinement rendre compte de la faiblesse du marché du travail et, à notre sens, qu'il devrait être suivi de près en parallèle du taux d'activité. Le taux d'activité a baissé de 2,5 points de pourcentage en avril pour atteindre 60,2 % (-0,7 pp en mars). Ce taux constitue une variable clé à surveiller pour déterminer dans quelle mesure le choc perdure, c'est-à-dire si la baisse est une réponse temporaire à la restriction de la mobilité des personnes ou le signe d'une faiblesse bien plus importante du marché du travail.

THÉMATIQUE

Les ménages américains sont entrés dans la crise avec un bilan et des fondamentaux solides

Nous anticipons une contraction de l'économie américaine située entre -4,5 % et -6,5 % en 2020 et une progression du taux de chômage jusqu'à 21 % entre mai et juin. Ce dernier devrait ensuite diminuer progressivement tout au long de l'année, tout en se maintenant dans une fourchette moyenne de 10 à 12 % en 2020.

Les fondamentaux de la consommation américaine étaient solides avant la crise

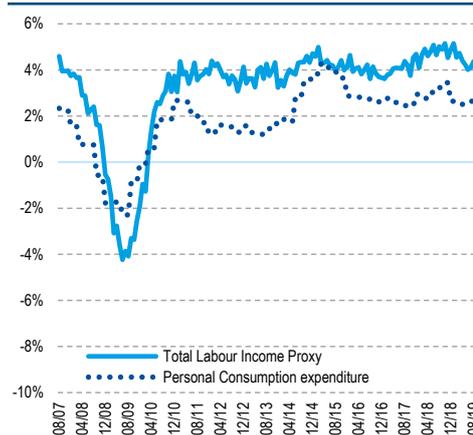
Les ménages américains sont entrés dans la crise avec un bilan et des fondamentaux solides. Selon la Fed, la dette des ménages en pourcentage du revenu personnel disponible a fortement diminué, passant d'un pic de 133,5 % au quatrième trimestre 2007 à 97,1 % au quatrième trimestre 2019 (Graphique 1). La capacité des ménages à assumer le service de leur dette, c'est-à-dire leur capacité à payer les intérêts de leur dette en pourcentage de leur revenu disponible, s'élevait à 9,7 %, soit le niveau le plus bas depuis le début de la série en 1980. En outre, le taux d'épargne des particuliers s'élevait à 9 % en février, son niveau le plus élevé depuis 2012. Or les premiers indicateurs laissent apparaître que les consommateurs ont fortement augmenté leur épargne depuis le début de la pandémie, le dernier taux d'épargne atteignant 13,1 % en mars. C'est là son niveau le plus élevé depuis 1981.

La période de confinement et les préoccupations sanitaires liées au

Covid-19 ont lourdement pesé sur le consommateur américain. L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board est tombé de 118,8 en mars à 86,9 en avril, son plus bas niveau depuis mai 2014. Le sentiment des consommateurs est le reflet entre autres de la faiblesse du marché du travail. L'indicateur de perception du marché de l'emploi mesurant le différentiel entre le pourcentage de ceux estimant que les emplois sont abondants et ceux qui estiment qu'ils sont plus difficiles à trouver est tombé de +29,5 en mars à -13,6 en avril (graphique 2). Trente-trois millions de personnes ont perdu leur emploi entre le 20 mars et le 1^{er} mai et, selon un sondage Experian, 61 % des consommateurs interrogés étaient inquiets quant à la sécurité de l'emploi, tandis que 78 % déclaraient que le revenu de leur ménage avait été négativement affecté par la récession pandémique.

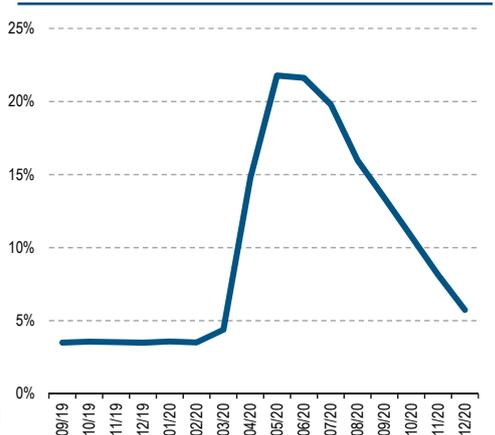
Pourtant, selon le Conference Board, les consommateurs restent optimistes quant à l'amélioration des conditions dans les six prochains mois, ceux qui tablent sur une hausse nette passant de +2,3 en mars à +14,3 en avril. L'enquête du NFIB (*National Federation of Independent Business*) menée le 12 mai a révélé que 78 % des chômeurs s'attendent à être réembauchés avant la fin de l'année. Les programmes de relance budgétaire du gouvernement et les prestations plus généreuses de l'assurance chômage pourraient contribuer à dissiper en partie les inquiétudes des consommateurs.

1/ Revenu total de la main-d'œuvre par rapport à la dépense de consommation (réelle) en ga



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 10 mai 2020

2/ Évolution probable du taux de chômage



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 10 mai 2020

THÉMATIQUE

Nous distinguons trois domaines dans lesquels le consommateur pourrait s'avérer plus vulnérable : les dettes de cartes de crédit, les prêts automobiles et les prêts étudiants

Principales vulnérabilités liées à la dette

Comme on pouvait s'y attendre, de nombreux Américains commencent à s'inquiéter de leur capacité à rembourser leurs dettes, comme les prêts étudiants, les crédits immobiliers et les factures de cartes de crédit. Le taux de nouveaux impayés des ménages, à savoir les arriérés de 30 jours ou plus, était de 4,61 % au premier trimestre 2020. Notre analyse du rapport sur la dette et le crédit des ménages de la Réserve fédérale de New York a révélé que la dette totale des ménages est passée de 3,5 % en glissement annuel au premier trimestre 2019 à 4,6 % au premier trimestre 2020, soit la croissance la plus rapide en près de trois ans. Le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB, aujourd'hui à 75,4, reste toutefois nettement en deçà des sommets atteints lors de la crise financière mondiale (98,6). Nous prévoyons un ralentissement spectaculaire de la croissance des crédits.

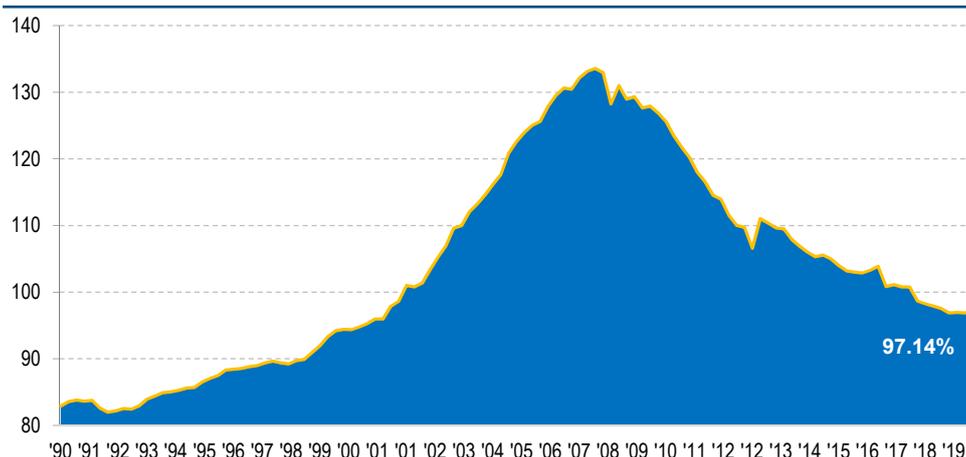
Nous distinguons trois domaines dans lesquels le consommateur pourrait s'avérer plus vulnérable : les dettes de cartes de crédit, les prêts automobiles et les prêts étudiants. D'après notre analyse, les crédits immobiliers résidentiels ne semblent pas soumis à des tensions particulières, cependant la gravité de cette récession augmente le risque dans ce domaine (graphique 3). La loi CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) permet aux emprunteurs dont les prêts immobiliers sont assurés par

le gouvernement fédéral et qui sont confrontés à des difficultés financières de demander jusqu'à un an de report de leurs échéances. En avril, les détenteurs de plus de 7 % de tous les crédits immobiliers ont choisi de reporter leurs échéances de 90 jours, selon Black Knight, une société de recherche spécialisée sur les crédits immobiliers. Il semblerait toutefois que les consommateurs continuent à effectuer leurs remboursements, même lorsqu'ils ont obtenu un report de leurs échéances. Ce sont les prêts étudiants qui affichent les taux d'impayés les plus élevés, mais le gouvernement américain a automatiquement suspendu le remboursement du principal comme des intérêts des prêts étudiants fédéraux jusqu'au 30 septembre 2020, ce qui représente 85 % de l'ensemble des prêts étudiants.

Selon le rapport trimestriel de la Fed sur l'endettement des ménages, les impayés de cartes de crédit, prêts automobiles et crédits immobiliers résidentiels restent globalement stables.

- Les impayés de cartes de crédit ont légèrement augmenté, passant de 6,71 % au premier trimestre 2019 à 6,84 % au premier trimestre 2020, soit un gain de 1,77 % depuis le point bas du deuxième trimestre 2016. Le taux d'arriérés graves (absence de paiement de plus de 3 mois) est passé de 5,04 % à 5,31 % au premier trimestre 2020. Le taux d'impayés de cartes de crédit est resté inchangé par rapport à l'an dernier et se situe à 4,6 % au premier trimestre 2020.

3/ Dette des ménages américains en pourcentage du revenu disponible



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, dernières données au 31/12/19.

THÉMATIQUE

- Les impayés des prêts automobiles ont diminué, passant de 7,07 % au premier trimestre 2019 à 6,89 % au premier trimestre 2020. Les prêts automobiles à court terme et ceux pour les véhicules d'occasion ont tendance à être accordés à des acheteurs plus prudents qui remboursent de manière plus fiable.
- Les impayés des crédits immobiliers résidentiels sont en léger recul, passant de 3,5 % au premier trimestre 2019 à 3,48 % au premier trimestre 2020. La hausse des prix de l'immobilier (et la baisse du ratio prêt/valeur qui en découle), la croissance constante des revenus et l'économie globalement robuste en 2019 ont contribué à faire baisser le taux des impayés au quatrième trimestre.

Évaluation du risque d'endettement des consommateurs

Notre analyse est basée sur une mesure ajustée des variations économiques de la performance des actifs en comparant le pourcentage de prêts nouvellement en souffrance pour 100 000 demandes initiales d'allocation-chômage. Lorsque ce ratio est élevé, il indique que les pertes d'emploi entraînent une augmentation des impayés supérieure à la moyenne, ce qui signale une faible performance du crédit au regard de la situation économique. Ce ratio est un outil efficace pour évaluer les vulnérabilités potentielles en matière de remboursement de la dette, ajusté en fonction de la conjoncture économique.

Selon la plupart des économistes, la performance du crédit à la

consommation est fortement corrélée aux demandes initiales d'allocation-chômage ou à d'autres paramètres du marché du travail comme le taux de chômage. Selon nos analyses, les cartes de crédit et les prêts automobiles risquent de faire l'objet d'impayés plus importants, avec des performances ajustées des variations économiques faibles. La hausse des impayés des prêts automobiles au cours du quatrième trimestre 2019 est déconcertante, dans la mesure où la combinaison d'une économie robuste et d'un faible taux de chômage au cours des dernières années aurait dû se traduire par une tendance à la baisse des impayés. Ceux-ci pourraient s'expliquer par une croissance plus faible des revenus et une augmentation des prêts automobiles accordés aux emprunteurs à risque ayant une mauvaise cote de crédit.

En revanche, les résultats du premier trimestre indiquent que les performances des crédits immobiliers résidentiels, corrigées des variations économiques, se sont améliorées. Le taux de nouveaux impayés est resté stable, tandis que les demandes initiales d'allocation-chômage ont légèrement augmenté au quatrième trimestre 2019. Cela suggère qu'il n'y aurait pas de tensions notables sur le marché des crédits immobiliers.

Perspectives d'arriérés de crédits immobiliers, de cartes de crédit et de prêts automobiles

La dette des ménages américains a augmenté de 155 milliards de dollars au premier trimestre 2020 pour atteindre

4/Enquête du Conference Board - Emplois abondants vs emplois difficiles à trouver



THÉMATIQUE

14 300 milliards de dollars, avec en tête les crédits immobiliers (9 700 milliards de dollars) suivis par les prêts étudiants (1540 milliards de dollars), les prêts automobiles (1350 milliards de dollars) et les cartes de crédit (890 milliards de dollars).

Nous avons calculé par régression les variations annuelles du taux de chômage par rapport au taux d'impayés de 90 jours depuis 1999 afin de déterminer le risque de défaillance et nous avons utilisé des lignes de tendance linéaires pour faire apparaître la relation anticipée entre l'augmentation des défaillances des prêts et le chômage. Il en ressort qu'avec une hausse de 1% du taux de chômage, les défaillances pourraient augmenter de 0,1%, 0,9% et 0,9% pour les prêts automobiles, les cartes de crédit et les prêts immobiliers, respectivement. En nous basant sur la moyenne pondérée des prévisions de chômage de Bloomberg, qui est de 9,7% à fin 2020, nous estimons les taux d'impayés à 90 jours à 3,0%, 10,6% et 6,5%, respectivement, contre 2,4%, 5,3% et 1,1% au quatrième trimestre 2019 et 3,5%, 11% et 8,4% au plus fort de la récession cyclique « typique » de 2009.

Pourquoi ce sera peut-être différent cette fois

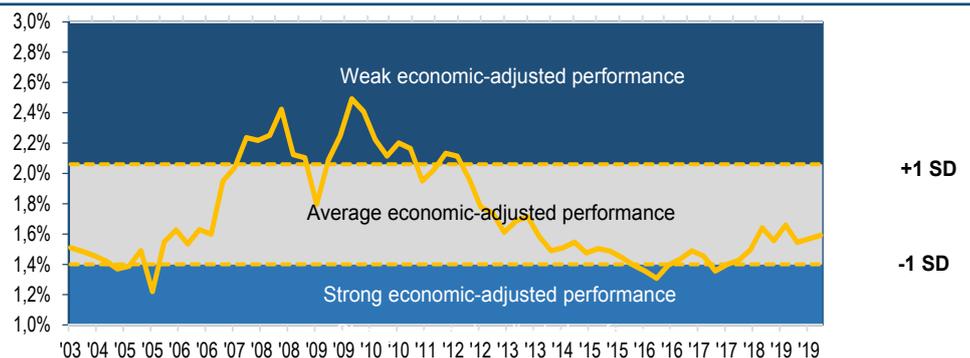
Notre analyse des défaillances potentielles part de l'hypothèse d'une récession typique. Or l'actuelle récession est loin d'être « normale ».

- Les données relatives aux créations d'emplois non agricoles ont révélé que le chômage technique concernait 18,1 millions de personnes, ce qui

représente près de 90% des pertes d'emplois. La loi CARES facilite les demandes d'allocations-chômage en supprimant l'obligation de rechercher activement un emploi. Cela pourrait impliquer un retournement plus rapide du marché du travail à mesure que l'économie redémarre.

- L'augmentation de 600 dollars par semaine des allocations-chômage qui s'ajoutent aux prestations des différents États a entraîné une hausse du revenu d'un nombre exceptionnellement élevé de personnes. La moyenne de la somme des allocations fédérales et d'État s'élève aujourd'hui à 978 dollars par semaine, contre 378 dollars par semaine avant la crise. Avant la crise, plus de la moitié des travailleurs gagnaient moins de 957 dollars par semaine, selon Countable.com. Le New York Times a récemment signalé que « dans plus de la moitié des États, les indemnités de chômage des travailleurs seraient, en moyenne, plus élevées que leur salaire habituel », ce qui permettra aux consommateurs de s'acquitter plus facilement de leurs factures. Un autre point positif est que la loi CARES a prolongé ces prestations de chômage généreuses de 13 semaines supplémentaires, ramenant leur total à 39 semaines.
- Les consommateurs prévoient d'économiser ou de dépenser les chèques de paiement direct et les allocations-chômage avec plus de prudence. D'après l'enquête Magnify Money LendingTree d'avril 2020, 42,6% des consommateurs prévoient de payer leurs factures, 28,5% de payer leur loyer/crédit et 26%

5/ Performance ajustée des variations économiques des crédits immobiliers résidentiels



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

THÉMATIQUE

Le nombre de défaillances dépendra de la durée et de la gravité de la récession pandémique

d'épargner. De tels comportements contribueront grandement à limiter une multiplication des défaillances.

Conclusion

La crise du Covid-19 a provoqué une vague de licenciements, qui pourrait bien pousser le taux de chômage au-delà de 20 %. Pourtant, bon nombre de ces licenciements sont enregistrés comme étant temporaires de sorte qu'à l'issue du confinement la reprise pourrait s'avérer plus rapide que d'habitude à mesure que l'activité redémarre. Nous ne nous attendons pas à ce que le marché du travail se rétablisse complètement, néanmoins le taux de chômage devrait reculer au cours du second semestre en parallèle de la croissance économique. Dans un tel scénario, deux aspects essentiels sont à surveiller : (a) le taux de variation des demandes d'allocation-chômage dans les États qui se déconfinent, pour mesurer la rapidité avec laquelle les chômeurs reprennent le travail, et (b) le taux d'activité, pour évaluer la persistance de l'impact de la crise sur la main-d'œuvre. Un marché du travail sain, même s'il n'atteint pas les niveaux de plein-emploi constatés

en début 2020, sera essentiel pour évaluer la capacité de résistance du consommateur américain.

Malgré la gravité de la récession provoquée par la pandémie de Covid-19, nous estimons que les impayés pourraient s'avérer moindres que ceux enregistrés lors de récessions typiques, au vu, notamment, de la vigueur de l'économie avant la crise et du plus bas record en 50 ans du taux de chômage. La nature provisoire du chômage, l'ampleur et la durée inégales des prestations publiques et la frugalité des consommateurs devraient contribuer à minimiser le risque de multiplication des défaillances.

En définitive, le nombre de défaillances dépendra de la durée et de la gravité de la récession pandémique. Une récession brutale conjuguée à une résorption plus rapide du taux de chômage réduira les perspectives de défaillance. Tant que le pic de chômage reste transitoire, nous estimons que le bilan des ménages restera suffisamment sain pour que les consommateurs américains parviennent à surmonter cette récession particulièrement sévère mais relativement courte.

LE THÈME DU MOIS

Résultats sociétés: à l'issue du 1^{er} trimestre, le consensus demeure vraisemblablement trop optimiste



IBRA WANE
Stratège Actions Senior

Avec -12 % pour le S&P 500 aux États-Unis et -35 % pour le Stoxx 600 en Europe, les résultats du 1^{er} trimestre ont été lourdement impactés par la pandémie alors que celle-ci ne faisait que débuter. Ceux du 2nd trimestre seront donc pires mais devraient marquer le point bas de la séquence annuelle. Il est toutefois à craindre que le consensus soit encore loin du compte tant sur l'ampleur du recul des résultats au 2nd trimestre que sur la période 2020-2021. Dès lors, les effets tant attendus du déconfinement semblent déjà largement reflétés dans les cours.

Une saison des résultats déjà profondément marquée par la pandémie

La saison des publications du 1^{er} trimestre étant en passe de s'achever, le moment est venu d'en dresser le bilan. Alors qu'à fin mars, la pandémie était encore loin d'avoir son amplitude actuelle, celle-ci a déjà profondément marqué les résultats. En effet, pour la première fois depuis 2015, les résultats trimestriels ont connu une évolution franchement négative avec **-12 % pour le S&P 500** aux États-Unis et **-35 % pour le Stoxx 600** en Europe.

Ceci est d'autant plus frappant qu'au 1^{er} trimestre **la pandémie n'en était qu'à ses débuts**. Ainsi, selon l'Organisation mondiale de la Santé (OMS), au 31 mars on ne comptait alors que 0,75 million de cas dans le monde contre plus de 4,0 millions au 12 mai. De même, le nombre de décès s'est emballé, passant de moins de 40 000 à près de 300 000.

Si les deux régions ont connu un net recul de leurs bénéfices au 1^{er} trimestre, celui-ci a été beaucoup

plus marqué en Europe; l'épidémie et les mesures de confinement y ayant été plus précoces. Ainsi, au 31 mars la région comptait trois fois plus de cas qu'aux États-Unis (0,42M contre 0,14M) et cinq fois plus de victimes (11591 contre 2398). Cette dichotomie devrait toutefois rapidement s'estomper au 2^e trimestre; les États-Unis étant devenus à leur tour le nouvel épicode de l'épidémie à partir d'avril.

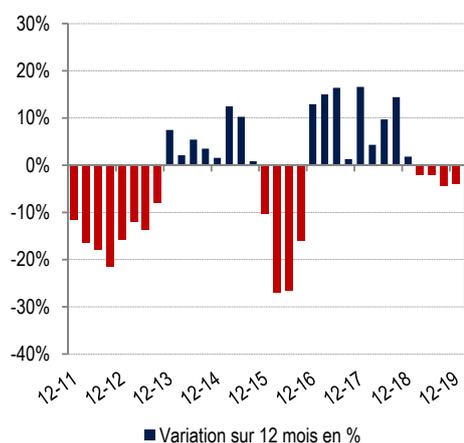
Des résultats à deux vitesses en fonction des secteurs

L'autre enseignement de cette période est que l'on distingue nettement deux types de secteurs, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Parmi les **secteurs les plus résilients** en Europe on retrouve la Santé, les Utilities, les Télécom et, dans une moindre mesure, la Technologie, qui sont parvenus peu ou prou à stabiliser voire augmenter leurs résultats au 1^{er} trimestre. **À l'autre bout du spectre**, les Industrielles, les Financières, l'Énergie et la Consommation cyclique

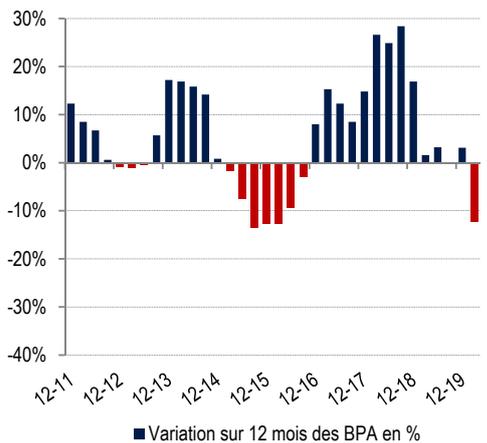
L'élan brisé de 2020

1/ Résultats trimestriels Stoxx 600



Source : IBES, Recherche Amundi

2/ Résultats trimestriels S&P 500



Source : IBES, Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

Le grand écart des résultats sectoriels

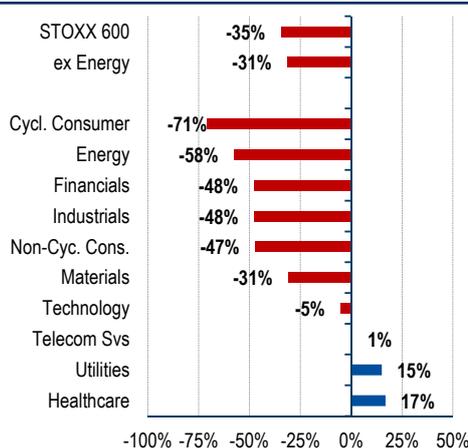
ont connu en revanche des replis entre -45 % et -60 %; la hiérarchie étant quasiment similaire aux États-Unis.

Ce distinguo correspond essentiellement au **découpage entre cycliques et défensives mais pas uniquement**. Ainsi, alors que l'**Energie** est traditionnellement classée comme défensive, ses résultats se sont pourtant effondrés au T1; les cours du pétrole ayant lourdement chuté entre-temps du fait de la baisse de la demande mondiale et de l'incapacité de l'OPEP, de la Russie et des producteurs américains à s'accorder pour limiter leur production. À l'inverse, la **Technologie** qui est cyclique a fait mieux que résister, tirée en avant par l'essor du télétravail et de la vente en ligne, l'usage accru des réseaux et l'augmentation du prix des mémoires. En revanche, le confinement s'est avéré particulièrement dommageable pour d'autres secteurs. Ainsi, même si ceux-ci sont très cycliques d'ordinaire, le **Transport aérien, l'Automobile** ou les **Hôtels, Restaurants & Loisir** ont été cette fois-ci littéralement cloués au sol. Enfin, les **Financières** qui commençaient à accélérer depuis quelques trimestres, ont été rattrapées par l'envolée des provisions afin de faire face à la fragilisation à venir des emprunteurs.

L'ajustement du consensus 2020 s'accélère...

Relativement lent au départ, **l'ajustement à la baisse du consensus bénéficiaire s'est brutalement accéléré depuis la mi-février**. Ainsi, les prévisions pour le **1^{er} trimestre** du Stoxx 600 sont passées successivement de **+10 %** le

3/ Stoxx 600 : Résultats T1 20, var 12M en %



Source : IBES au 12 mai 2020, Recherche Amundi

1^{er} janvier à **+3 %** mi-février, **-13 %** fin mars et **-35 %** le 12 mai. Dans le même temps, pour **l'ensemble de l'année 2020**, les attentes sont passées de **+8 %** le 1^{er} janvier à **-25 %** le 12 mai.

Ce **changement de braquet** correspond aux différentes étapes de l'épidémie. Ainsi, en **début d'année**, le marché était encore dans l'ignorance du virus et se concentrait plutôt sur l'apaisement de la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine.

Par la suite, après les premières informations en provenance de Wuhan à partir de **mi-janvier**, les investisseurs ont considéré que l'épidémie demeurerait relativement localisée et n'aurait qu'un impact indirect au travers des chaînes de valeur.

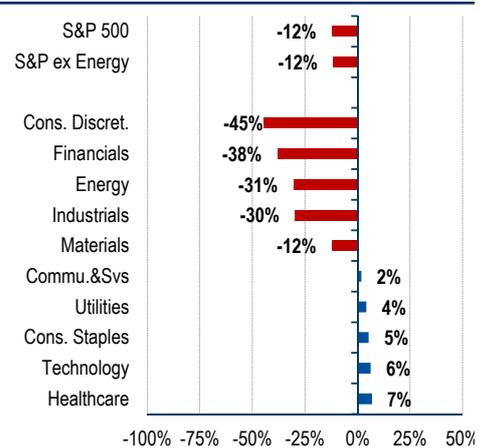
Puis de la **mi-février à mi-mars**, lorsque les premiers cas en Europe ont été signalés, notamment en Italie - où le nombre de cas confirmés est passé entre-temps de 0 à 24 700 et celui de victimes de 0 à 1 800 - les révisions se sont accélérées.

Ce n'est toutefois qu'à partir de la **deuxième quinzaine de mars**, avec l'entrée en vigueur du confinement que le consensus a commencé à prendre la mesure de l'impact de la pandémie et que les prévisions tant macro que microéconomiques ont décroché.

...mais demeure vraisemblablement insuffisant

Bien que les révisions bénéficiaires se soient multipliées, celles-ci ne nous semblent toujours pas à la hauteur

4/ S&P 500 : Résultats T1 20, var 12M en %



Source : IBES au 12 mai 2020, Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

Les révisions bénéficiaires se sont accélérées... mais on est encore loin du compte

de la récession qui débute - si sa durée fait encore débat, son intensité ne fait en revanche plus de doute - et qui s'annonce comme la plus brutale d'après-guerre.

Sur l'ensemble de 2020, le FMI table ainsi sur une baisse de 3,0 % du PIB mondial, dont -5,9 % aux États-Unis et -7,5 % en zone euro, à comparer, respectivement à -0,1 %, -2,5 % et -4,5 % lors de la Grande Crise Financière de 2009. Nos économistes qui donnent des fourchettes de prévision, sont tout aussi pessimistes, avec un scénario central compris entre -2,4 et -3,9 % sur le plan mondial, dont -4,5 à -6,5 % aux États-Unis et -7,5 à -10,2 % en zone euro

Sachant que pendant la Grande Crise Financière de 2009, les résultats par action avaient baissé de -35 % aux États-Unis et -47 % en Europe, on voit mal comment les résultats du S&P 500 et du Stoxx 600 ne baisseraient respectivement que de -22 % et -25 % en année pleine cette fois-ci.

Ceci serait d'autant plus surprenant qu'il n'y aura pas cette année d'effet de base permettant d'amortir le choc comme en 2009. À l'époque, les résultats avaient en effet déjà commencé à se dérober dès le 4^e trimestre 2008, consécutivement à la faillite de Lehman alors que la crise du Covid-19 jouera à plein dès le T1 2020.

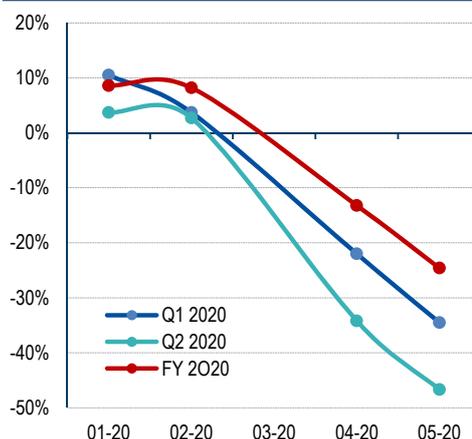
Alors que les résultats du T1 2020 se sont déjà considérablement affaiblis, ceux du T2 constitueront le moment de vérité. Malgré leur décrochage accéléré depuis quelques

semaines, les attentes du consensus pour le T2 (-47 % en Europe et -42 % aux États-Unis) continuent de nous apparaître exagérément optimistes. En effet, si en Europe, quinze jours de confinement (en moyenne) au T1 ont engendré un recul de 35 %, on voit mal comment quarante-cinq jours au T2 ne provoqueraient qu'un repli de 47 %. Aux États-Unis, compte tenu du poids des entreprises disruptives et adaptées au sans contact, les résultats du T2 devraient être plus résilients qu'en Europe. Cette résistance ne doit toutefois pas être surestimée et les -12 % du T1 ne peuvent pas servir de guide car le confinement n'avait alors pas encore débuté Outre-Atlantique, alors qu'au T2, il devrait, comme en Europe, durer près de six semaines.

Quand on dépasse le cadre trimestriel et que l'on allonge la vue sur deux ans, il est surprenant de constater que le consensus du Stoxx 600 ne table au final que sur une baisse cumulée de 1,5 %; cette quasi-stabilité résultant d'une chute initiale de 23 % en 2020, suivie d'un rebond de 28 % en 2021. Idem pour le S&P 500 aux États-Unis où, selon le consensus (-21 % en 2020, +28 % en 2021), les résultats 2021 seraient même légèrement supérieurs à ceux de 2019 (+0,9 %). Dans les deux cas, ceci nous semble d'autant plus **improbable** que, malgré son rebond au-delà de 2020, **le PIB réel** de ces deux régions ne devrait pas retrouver son **niveau initial** avant 2022 aux États-Unis et 2023 en Europe.

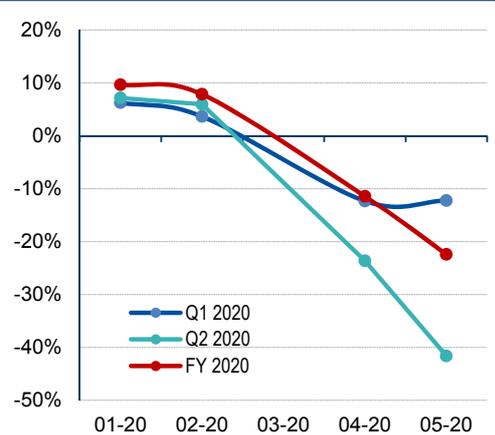
Pour notre part, nous envisageons un

5/ **Stoxx 600**
Évolution des attentes de BPA



Source : IBES, Refinitiv au 12 mai 2020

6/ **S&P 500**
Évolution des attentes de BPA



Source : IBES, Refinitiv au 12 mai 2020

LE THÈME DU MOIS

repli initial des profits du Stoxx 600 plus marqué (-60 %) suivi d'un rebond moins ample, ce qui aboutirait à une baisse cumulée de 15 % en deux ans.

Nous sommes parvenus à cette conclusion en partant des comptes agrégés du Stoxx 600 et en se basant sur une **analyse globale des effets de levier** tenant compte de la variation du **top line**, des coûts fixes et variables ainsi que des probables restructurations à venir. Lors d'épisodes aussi heurtés, il vaut mieux en effet s'appuyer sur une démarche analytique plutôt que sur des corrélations classiques (comme la croissance des résultats et du PIB etc....) qui montrent rapidement leurs limites en situation extrême; ces points étant par définition peu nombreux mais pouvant considérablement fausser la qualité de la corrélation.

Le graphique ci-après présente la chronique des résultats trimestriels jusqu'à fin 2021. Ceux-ci devraient marquer une **remontée séquentielle** après le **point bas** du T2 2020. En revanche, tant le T4 2020 que le T4 2021 pourraient comporter des **charges exceptionnelles** significatives.

Après les défis logistiques du déconfinement (transport, retour des salariés, aménagement des bureaux, accueil du public...) qui devraient occuper jusqu'à l'été, **puis la remontée en cadence** cet automne, plusieurs entreprises devraient annoncer en fin d'année des **plans de productivité** afin de s'adapter au nouvel environnement. Compte tenu du recul nécessaire et de l'ampleur de la tâche, un second round

sera vraisemblablement nécessaire fin 2021 pour compléter par des mesures plus structurelles.

Conclusion : la reprise tant attendue est d'ores et déjà en bonne partie reflétée dans les cours

Nous devrions prochainement avoir confirmation que l'économie européenne a touché son point bas en avril-mai et que, à la faveur du déconfinement progressif, celle-ci devrait commencer à s'améliorer à partir de juin. Quoi qu'il en soit, compte tenu du vif rebond des marchés d'actions depuis leur creux de la mi-mars, **cette reprise tant attendue semble déjà largement reflétée dans les cours.**

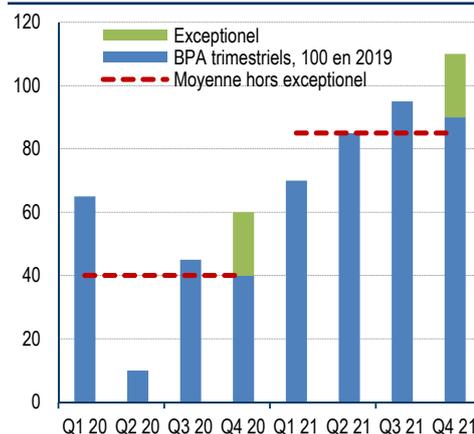
En effet, **alors que les ratios de valorisation sont déjà élevés** – les 12M FW PE des deux côtés de l'Atlantique sont au plus haut ou quasiment depuis 12 ans – **ils devraient continuer à se tendre davantage** si, comme nous le croyons, les résultats des prochains trimestres devaient continuer à être révisés en baisse. Ainsi, rien qu'en Europe, où nous avons procédé à un examen plus approfondi, le consensus devrait encore baisser de 14 % en cumul d'ici 2021.

Cela viendrait donc amputer le potentiel d'appréciation des marchés d'actions et rendre le chemin pour un rebond durable chaotique et dépendant des mesures de soutien qui devront être accrues et/ou des avancées sanitaires.

Finalisé le 20/05/2020

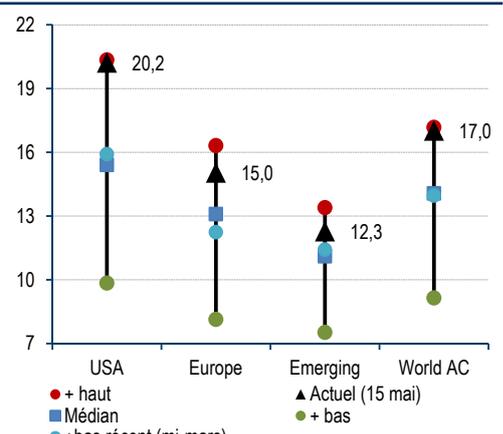
Les éléments exceptionnels viendront alourdir la note

7/ **Stoxx 600**
Prévisions de BPA trimestriels



Source : Recherche Amundi

8/ **PE 12M Fwd PE**
lors du cycle 2008-2020



Source : Datastream, Recherche Amundi

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons notre vue globale concernant l'évolution de la pandémie en confirmant les probabilités du scénario de base et des scénarios alternatifs

SCÉNARIO NÉGATIF

en forme de L

20 %

- **Pandémie prolongée jusqu'à mi-2021** avec de lents progrès médicaux et une deuxième vague de foyers infectieux fin de 2020
- **Extension des mesures de confinement nationales** (augmentation du nombre des 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, flambée de la dette publique et expansion des bilans des Banques Centrales
- **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 économique à long terme** 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)
 - les dispositifs de confinement nationaux sont limités dans le temps, l'épidémie est finalement maîtrisée (T3)
 - crises sanitaires et économiques dans les pays émergents les plus fragiles (Afrique et A-sie du Sud)
- **Profonde récession mondiale aux T1, T2 et T3 2020** (vitesse et intensité différentes selon les régions), des niveaux de chômage plus élevés
- **Reprise séquentielle lente à partir du T4 2020**, (hystérèse et croissance faible) suivie d'un rebond en 2021 attribuable principalement aux effets de base
- **« Bazookas »** des gouvernements et des BC calment les « esprits animaux » (peur) à court terme (Q2) et sauvent les revenus des ménages et les entreprises (disparités régionales)
- **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 qui vont s'exacerber en 2021
- **Rebond du secteur manufacturier retardé par rapport à celui des services**

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** (principalement au S1 2020), avec reprise rapide de l'emploi
- Relance de l'économie (qui revient dès 2021 à son niveau d'avant la crise) 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 potentielle
- **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

La Chine a déclaré avoir gagné la bataille contre le Covid-19 et son économie semble à nouveau sur les rails. Une deuxième vague reste possible, pour autant la Chine, le Japon et d'autres pays asiatiques ont, jusqu'à présent, réussi à gérer les nouveaux foyers épidémiques avec succès. **L'Europe et les États-Unis se déconfinent progressivement**, tandis que le nombre de décès quotidiens de malades diagnostiqués atteints du coronavirus continue de diminuer.

À l'heure où nous écrivons, on recense, selon les chiffres officiels, environ 5,5 millions de cas d'infection et 350 000 décès, dont un tiers aux États-Unis. Le Brésil où les hôpitaux sont submergés et la Russie comptent chacun plus de 350 000 cas avec un taux de mortalité relativement faible. Mais, à mesure que le virus se répand dans les pays émergents, les statistiques deviennent de moins en moins fiables.

Si les chances de découvrir un traitement ou un vaccin augmentent avec la publication de plusieurs études médicales dont les résultats sont encourageants, il n'existe toujours pas de traitement contre la maladie. Par conséquent, la distanciation sociale, le confinement partiel ou complet et la disponibilité de masques, de tests et de gel hydro-alcoolique sont les principaux outils pour lutter contre l'épidémie. Les frontières restent pour la plupart fermées, y compris au sein de l'Union Européenne. Les pays de l'espace Schengen et les autres pays développés sont en concurrence pour les équipements médicaux, les traitements et un éventuel vaccin. Les inégalités en matière d'accès à un vaccin seront probablement une **source de tensions géopolitiques** à l'avenir.

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. Nous confirmons nos perspectives dans leur ensemble. Toutefois, la pandémie a exacerbé les fragilités et les vulnérabilités existantes, pendant que d'autres risques se profilaient à l'horizon: les probabilités de risques financiers et géopolitiques sont appelées à augmenter.

RISQUE ÉCONOMIQUE

10 %

Probabilité

Dépression

- Le Fonds européen de relance arrive trop tard et sa mise en œuvre manque d'élan. La position de la BCE s'en trouve affaiblie, car les divergences économiques s'accroissent
- Prolongation de la pandémie avec une seconde vague et augmentation du nombre de décès, ce qui conduit à la mise en place de nouvelles mesures de confinement
- **Récession mondiale longue et profonde**: la demande demeure faible alors que le chômage reste historiquement élevé
- **Fardeau de la dette** insoutenable après les réponses d'urgence mises en place face à la crise sanitaire, conduisant à une crise de la dette souveraine
- **Hausse du risque de défaut** et fragilisation des marchés émergents (exportateurs de produits de base, matières premières et tourisme)

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

- Pétrole, actifs risqués, devises des exportateurs de matières premières, exportateurs émergents en devise locale

RISQUE FINANCIER

15 %

Probabilité

Instabilité financière

- **Vulnérabilité croissante des entreprises**, problèmes de solvabilité et augmentation des risques de défaut (>15 % voire 20 %)
- **Contagion au secteur bancaire** et aggravation des risques financiers avec de nombreux défauts causés par la récession mondiale et l'instabilité financière
- **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 zone euro)
- **Dégradation des notations, crise de la balance des paiements et plusieurs défauts sur les dettes** résultant d'un assouplissement excessif des politiques budgétaires dans un contexte de vulnérabilités intérieures et extérieures existantes

+ CHF/AUD, JPY (AUD, NZD, CAD), CDS, optionalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et flux de capitaux sortants

RISQUE (GEO)POLITIQUE

15 %

Probabilité

Tensions politiques aggravées par le Covid-19

- **Tensions entre les États-Unis et la Chine** sur de nombreux points: allant de la réponse face au Covid-19 au commerce et à la technologie
- **L'Union européenne** ne parvient pas à adopter et/ou à mettre en œuvre le **plan de relance**, ce qui finit par compromettre l'intégration politique
- **Élections américaines**: une rhétorique de campagne plus agressive qui pèse sur les marchés. Les résultats des élections entraînent des blocages politiques
- **Replis sur les intérêts** (et les objectifs) économiques et de sécurité nationale lié à une résurgence du coronavirus entraînant une nouvelle vague de conflits commerciaux
- Le Royaume-Uni se dirige vers un **Brexit dur**

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

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

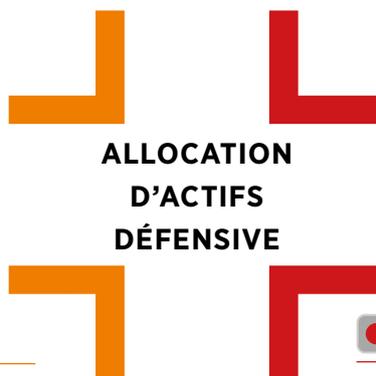
- Pas atteint, trop tôt pour se prononcer
- Retournement imminent
- Retournement effectué

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- Le consensus général a atteint un nouveau point bas inférieur à celui atteint lors de la crise financière de 2008. Les surprises économiques mondiales telles que mesurées par l'indice Citi ESI semblent vouloir amorcer un mouvement de revirement.
- Le consensus pourrait encore être revu à la baisse en cas de nouvelle vague de données négatives au cours des prochaines semaines, mais une telle correction, qui a déjà eu lieu dans de nombreux pays, pourrait donner lieu à des surprises économiques positives, étant donnée la nature particulièrement pessimiste des attentes.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Nous anticipons **une chute des bénéfices au T2 et au T3 de cette année et un rebond en 2021.**
 - De manière générale, le potentiel haussier du scénario central n'est pas suffisamment élevé pour contrebalancer le potentiel de détérioration supplémentaire du scénario de risque baissier.
 - Valorisations : Les ratios cours/bénéfices (PER) sont loin de signaler des points d'entrée (PER du S&P500 à 17 et de l'Euro Stoxx 600 à 15 en 2020).



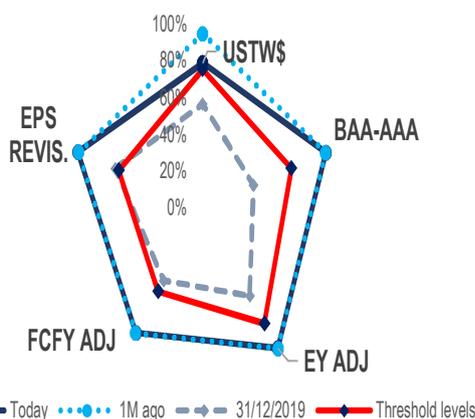
FACTEURS TECHNIQUES

- En ce qui concerne les **signaux tactiques (c'est-à-dire les facteurs techniques)** au-delà des indicateurs de sentiment, le tableau reste mitigé. Malgré les signaux favorables des facteurs techniques (c'est-à-dire le *momentum*, avec un score à moyen terme qui rattrape désormais le score positif à court terme du mois dernier), **les indicateurs de sentiment signalent toujours un contexte de risque négatif.**

SENTIMENT

- Lorsque l'on examine les conditions financières (qui restent dures bien qu'elles se soient assouplies en réponse à l'intervention des BC), l'on s'aperçoit que les indicateurs de santé du système bancaire (TED, Libor, billets de trésorerie) se sont déjà repliés à des niveaux proches de leur plus bas en 10 ans. De fait, les banques ont bénéficié de liquidités abondantes, la question étant désormais de savoir si elles vont les distribuer au système, quel que soit le risque. Du point de vue des flux (données State Street), l'humeur a été « neutre+ » en avril et dans la première quinzaine de mai. En creusant notre indicateur *Behavioral Risk Scorecard (BRS)* plus avant, il semblerait que le mot d'ordre parmi les acteurs du marché soit toujours le même : rien ne sert d'aller à l'encontre des BC, quelle que soit la visibilité sur l'avenir.

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) au plus haut



L'indicateur CAST signale une perception extrêmement élevée du risque.

L'indicateur est au plus haut en cas de tensions persistantes parmi les signatures de crédit de qualité inférieure, telles que signalées par le *spread* Moody's (AAA↓↓, Baa↓). Les révisions de BPA continuent sur leur lancée baissière et atteignent des plus bas historiques.

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

POINTS CLÉS

1 Escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine

Les tensions entre la Chine et les États-Unis se sont intensifiées en raison d'une rhétorique croissante sur le rôle de la Chine dans la gestion de la pandémie. Les tensions liées aux droits de douane et aux mesures tarifaires supplémentaires (contre Huawei notamment) pourraient entraîner des représailles de la part de la Chine, réduisant ainsi à néant les efforts déployés précédemment. Parmi les réactions chinoises, l'une pourrait concerner les taux de change, nous avons donc envisagé un scénario de risque dans lequel l'USD/CNY pourrait atteindre 7,30 contre 7,15 dans le scénario de référence. Plus largement, le Covid-19 pourrait aggraver les tensions commerciales actuelles et les transformer en un contentieux plus structurel débouchant sur une « guerre froide ».

2 Marché du travail

États-Unis - Au cours de cette première phase, les pertes d'emplois se sont concentrées dans les secteurs les plus exposés (c'est-à-dire les services et l'hôtellerie) et plus particulièrement parmi les petites et moyennes entreprises, les secteurs à bas salaires et les salariés faiblement rémunérés. Le salaire horaire moyen a augmenté de manière significative et la composition des sources et la méthodologie pour son calcul a évolué. Une partie des licenciements ont été déclarés comme étant de nature provisoire. Le taux de chômage actuel de 14,7 % semble sous-estimer la situation dont la gravité devrait se manifester dans les prochains mois (effets secondaires liés à des dommages économiques plus importants). Nous estimons à environ 30 millions le nombre d'emplois menacés, ce qui pourrait amener le taux de chômage à environ 22 % avant de diminuer progressivement (pic entre le deuxième et le troisième trimestre). À surveiller : les demandes d'allocations-chômage (si et dans quelle mesure elles diminuent dans les États qui se déconfinent) et la variation du taux d'activité (si celui-ci reste faible ou non - c'est-à-dire si les recherches d'emploi reprennent).

Chine - Le redémarrage des activités, dont témoignent les données macro- et microéconomiques, semble indiquer que le plus fort de la crise est passé pour les services, tandis que les tensions sur l'emploi dans le secteur manufacturier s'accroissent. Si l'on tient compte de ces deux facteurs, le taux de chômage devrait se situer juste en dessous de 6 % à court terme. Les plus mauvais chiffres ont été enregistrés en février (6,2 %).

3 Décision de la Cour constitutionnelle allemande

Un arrêt de la Cour constitutionnelle allemande a remis en question l'architecture juridique de l'UE. Les répercussions politiques constituent une menace plus importante que les impacts à court terme sur la politique monétaire et l'économie.

La meilleure stratégie pour la BCE serait de prendre acte de cette décision, mais sans réagir et en poursuivant le cours normal de ses activités. À défaut, elle risque d'ouvrir la voie à une contestation de la légitimité du cadre juridique de l'UE par d'autres instances nationales.

4 Besoins de financement accrus

La croissance des besoins de financement entraîne une dislocation du marché et des tensions sur les taux. Il est peu probable que les taux d'intérêt augmentent. Les banques centrales vont monétiser l'offre de dette supplémentaire et les obligations à court et à long terme (la Fed va acheter une quantité illimitée de titres du Trésor et de MBS tandis que la BCE va augmenter la taille du PEPP). Le scénario central est celui d'un aplatissement de la courbe en raison de la morosité des perspectives économiques et inflationnistes.

5 Actions

Les marchés actions intègrent une réalité proche du scénario haussier dans un contexte de croissance déprimée des BPA. Les valorisations ont bénéficié de la politique du « quoi qu'il en coûte » des banques centrales et de l'assouplissement des conditions financières. Au vu des réponses politiques et des mesures de confinement, nous maintenons notre préférence stratégique pour les actifs risqués, ce n'est toutefois pas la hausse des valorisations qui offre le meilleur potentiel à l'heure actuelle. Nous recommandons de ne pas rechercher les actions et de préférer la sécurité relative de l'IG.

POINTS CLÉS

Brexit : la probabilité de sortie sans accord augmente

Le troisième cycle de négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne n'ayant pas permis de progresser de manière significative, les deux parties sont confrontées au risque croissant d'un Brexit sans accord. En effet, à quelques semaines seulement de l'échéance de fin juin, le Royaume-Uni peut encore demander une prolongation des négociations, mais, jusqu'à présent, s'est refusé à le faire. **La crise du Covid-19 a provoqué quelques retards**, mais les pourparlers ont repris par vidéoconférence. Le dernier cycle de négociation s'est terminé sur un échange amer entre le négociateur de l'Union européenne Michel Barnier et David Frost qui représente le Royaume-Uni, soulignant leur désaccord sur des points clés tels que les normes communes (social, environnement, gouvernance). D'autres points restent à préciser, comme la solution permettant d'éviter une frontière dure sur l'île d'Irlande ou les règles en matière d'immigration.

Les racines de la méfiance sont profondes. Concrètement, l'Union européenne cherche toujours à conclure un accord qui permettrait au Royaume-Uni d'accéder largement au marché unique avec les obligations qui en découlent, tandis que le Royaume-Uni demande simplement une relation commerciale fondée sur des accords commerciaux assortis d'obligations légères et sans surveillance de la part de Bruxelles.

Le temps presse. Le Conseil européen des 18 et 19 juin est censé débattre du nouveau traité avec le Royaume-Uni. Or, sept mois pour conclure un accord et le faire approuver par les 27 États membres semble extrêmement court. Si les deux parties ne reviennent pas sur leurs positions et que le Royaume-Uni ne réclame pas de prolongation, il est de plus en plus probable que les Britanniques, qui ont quitté l'Union européenne le 30 janvier, n'auront pas d'accord commercial avec leur principal partenaire économique à partir du 31 décembre 2020. Cela étant, l'an dernier, après des négociations très tendues, les deux parties ont finalement fait preuve de pragmatisme et ont finalement signé l'accord de retrait.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		La corrélation entre les données économiques (faibles) et les performances du marché (positives) n'a jamais été aussi faible et les marchés intègrent une reprise rapide qui nous paraît trop optimiste. Nous pensons que les estimations de bénéfiques vont continuer à baisser et nous restons défensifs. Toutefois, cette prudence ne doit pas être confondue avec un positionnement positif à long terme dans la mesure où les actions américaines sont raisonnablement valorisées par rapport à leur coût du capital. De plus, le rendement du dividende des actions américaines est supérieur à celui des bons du Trésor américain à 10 ans et c'est rare.
	Europe	-/=		Le « coup d'arrêt brutal » économique sans précédent a déjà eu un impact sur la demande et l'offre dans un environnement où la visibilité sur l'avenir est faible et où l'éventail des résultats est large. La prudence est donc de mise et nous recommandons aux investisseurs d'équilibrer les risques à court terme avec les opportunités à moyen terme en maintenant un processus d'investissement rigoureux, en privilégiant la sélection de titres et en garantissant une liquidité appropriée.
	Japon	=		Les valorisations des entreprises restent inférieures à leurs moyennes à long terme et leur endettement est bas. Mais, la récession actuelle et la faiblesse de la demande mondiale affecteront les bénéfiques. Nous restons neutres.
	Marchés émergents	=		Nous sommes prudents dans l'ensemble et recherchons des noms dans des pays à un stade ultérieur du cycle du coronavirus (Chine, Taïwan, Corée) et dans des pays affichant une croissance intérieure résiliente et des progrès en matière de réformes structurelles (EMEA, Inde). Toutefois, dans la mesure où les incertitudes mondiales demeurent et où de nouvelles tensions commerciales se profilent, il pourrait y avoir des vents contraires.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		La demande des bons du Trésor américain reste forte, soutenue par le programme d'assouplissement quantitatif et les entrées de capitaux étrangers. Alors qu'au dernier FOMC, le taux directeur est resté inchangé, le Congrès américain a approuvé des mesures budgétaires supplémentaires conduisant à un stimulus budgétaire total de près de 3 Bd \$. Le programme d'émissions, y compris les obligations à long terme, permettra au marché d'absorber davantage de duration.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> des obligations IG se sont resserrés et les marchés ont absorbé des émissions records d'obligations d'entreprises, soutenus par la poursuite du QE. Compte tenu de ce resserrement des <i>spreads</i> et de l'incertitude élevée (sociale, économique et de marché), la sélectivité est de plus en plus importante. Toutefois, les valorisations attractives offrent des perspectives de rendement intéressantes au cours des 1 à 2 prochaines années.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		La décision de la Fed d'élargir de manière inattendue la portée de ses programmes d'achat de titres d'entreprises début avril pour inclure les « anges déchus » liés à la crise ainsi que les ETF HY a soutenu l'activité et le resserrement des <i>spreads</i> . Malgré tout, nous restons très prudents et nous concentrons sur la qualité, car toute reprise économique risque d'être lente.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents et attendons de voir comment le récent accord entre la France et l'Allemagne incitant à la création d'un fonds de relance est reçu par les autres Etats membres de l'UE. Nous restons légèrement constructifs sur les obligations périphériques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Les obligations IG en euro devraient bénéficier de l'environnement actuel de normalisation et du soutien important de la BCE en matière de liquidité. Nous restons positifs sur l'EUR IG notamment sur le secteur des subordonnées financières,
	Euro Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous restons sélectifs dans les secteurs industriels comme l'automobile, ainsi que dans la pharmacie et les médias. Dans l'ensemble, nous pensons que la liquidité se stabilise, mais reste tendue dans l'environnement de marché actuel.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Émergents Dette en devise forte	=/+		Le Covid-19 et la dynamique du pétrole façonnent l'environnement économique des pays émergents et, en général, nous avons fait preuve de prudence. Nous restons positifs à l'égard de la dette en devise forte, car nous sommes optimistes à l'égard de certains émetteurs à haut rendement et pensons également que certaines offres sur le marché primaire IG sont attrayantes.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous apprécions les taux locaux et pensons que la sélectivité est importante dans des pays comme le Mexique et l'Afrique du Sud. La Russie continue d'offrir des valorisations attractives. Notons que nous restons prudents à l'égard des taux de change.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques ne sont pas soutenues par le contexte économique, en raison du confinement mondial, et le pétrole subit le même sort. Alors que les prix du pétrole vont bénéficier d'un rétablissement des activités économiques, les marchés intègrent toujours une énorme suroffre structurelle et un scénario d'absence de reprise. L'or reste le grand gagnant dans ce cadre, car il bénéficie simultanément de l'incertitude économique, de l'augmentation des déficits publics et des programmes d'achat de QE des banques centrales.
	Devises			Alors que les interventions des banques centrales et des gouvernements ont permis de contenir le risque de crédit et d'assouplir les conditions financières, le dollar a bien résisté, la dépréciation n'étant visible que par rapport à quelques devises. En outre, si l'on considère les fondamentaux, l'indice US Dollar (DXY) se négocie avec une prime par rapport à sa juste valeur. Toutefois, les valorisations ne fonctionnent pas correctement en période d'incertitude et en capitalisant sur les anticipations de croissance. L'euro a été un peu moins performant car la croissance de la zone euro s'effondre (plus que les États-Unis) et le résultat de la décision de justice allemande a eu un impact. Mais un accord franco-allemand sur un fonds de relance pourrait être positif. Notre objectif à 12 mois pour l'EUR/USD est de 1,14.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 28 avril 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 20/05/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
Monde	3,1	-4,1/-2,7	3,9/5,1	3,0	2,4	2,5
Pays développés	1,7	-7,6/-5,8	3,1/4,7	1,5	0,7	1,0
États-Unis	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japon	1,2	-4,9/-4,3	2,0/2,6	0,7	0,1	0,5
Royaume-Uni	1,4	-9/-7	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Zone euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Allemagne	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
France	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,1	1,0
Espagne	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,3	1,0

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** la crise du coronavirus a entraîné un fort ralentissement de l'économie américaine, avec de graves perturbations pour les entreprises et des licenciements en masse. Le chômage a franchi la barre des 10 % pour atteindre 14,7 %, la confiance des consommateurs et des entreprises s'est effondrée. L'inflation a commencé à répercuter les conséquences des mesures de confinement, l'IPC global tombant à 0,3 % en glissement annuel (contre 1,5 % auparavant). Le calendrier et le schéma de la reprise sont encore très incertains. Nous anticipons une contraction du PIB entre 4,5 % et 6,5 % en glissement annuel, l'inflation restant très modérée, avec des risques importants de passage en territoire négatif au cours de l'année.
- Zone euro :** l'économie européenne a fait l'objet d'une forte contraction, comme en témoignent les résultats préliminaires alarmants du PIB au premier trimestre, qui sont d'autant plus préoccupants que, pour plusieurs pays, les mesures de confinement n'ont été adoptées que dans les dernières semaines du trimestre. Nous nous attendons à ce que l'économie de la zone euro se contracte de 7,5 % à 10 % en 2020. L'assouplissement des mesures de confinement a commencé dans certains pays et se profile pour la plupart des pays restants, ce qui devrait favoriser un rebond à mesure que les activités redémarrent, sans toutefois que nous attendions une reprise en forme de V. L'inflation restera modérée avec un potentiel déflationniste en raison des prix de l'énergie et de la faiblesse de la demande. L'IPCH de la zone euro a ralenti, passant de 0,7 % en mars à 0,4 % en avril.
- Japon :** compte tenu de l'effondrement de la demande mondiale et des mesures intérieures prises en avril pour lutter contre l'épidémie de Covid-19, nous anticipons que l'économie japonaise sera la plus sévèrement touchée au cours du deuxième trimestre, celui-ci marquant le troisième trimestre consécutif de contraction de la consommation privée et des investissements des entreprises. Pour autant, nous pensons que le Japon s'en tirera mieux que les autres économies avancées, grâce à la meilleure gestion par le gouvernement de l'épidémie. Les données à haute fréquence suggèrent que la baisse des déplacements au Japon a été moins importante qu'aux États-Unis et en Europe, et similaire à celle des autres économies d'Asie de l'Est.
- Royaume-Uni :** l'économie britannique s'apprête à connaître sa plus forte contraction depuis près d'un siècle, les mesures de confinement ayant déjà entraîné une contraction de 2 % au premier trimestre. Nous nous attendons à une contraction de l'économie de 6 à 8 % en 2020, soit la plus forte chute annuelle du PIB depuis 1921. La tendance baissière de l'IPC depuis le début de l'année devrait se poursuivre en 2020, car les prix de l'énergie pèsent sur l'indice global tandis que la faiblesse de la demande pèse sur l'indice sous-jacent. La faiblesse prolongée de la demande et l'incertitude persistante devraient pousser la Banque d'Angleterre à plus d'assouplissement.

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

	25-05 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,08
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,56	-0,50	-0,58
Japon	-0,05	-0,2	-0,1	-0,2	-0,12
RU	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,01

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	10 juin
BCE Conseil des gouverneurs	4 juin
Banque du Japon MPM	16 juin
Banque d'Angleterre MPC	18 juin

Source : Recherche Amundi

- Fed :** les déclarations à l'issue de la dernière réunion du FOMC constituent un non-événement. En effet, considérant sa politique adaptée, le FOMC a confirmé son ton ultra-accommodant et ses orientations prospectives. Mettant en garde contre « les risques considérables qui pèsent sur les perspectives économiques à moyen terme », la Fed s'est engagée à déployer plus d'efforts si nécessaire, faisant tout ce qui est en son pouvoir pour aider l'économie, en maintenant des taux bas et en orientant le crédit vers les secteurs les plus critiques. Aucune inquiétude particulière n'a été exprimée en ce qui concerne l'inflation. Ce qui compte, ce sont les projections d'inflation. Or, la portée des mesures de relance de la Fed et du Congrès devrait maintenir celles-ci fermement ancrées. La Fed continuera à assumer son rôle dans le cadre des mesures budgétaires : en particulier, le Trésor dispose de fonds pour augmenter la taille des dispositifs mis en place par la Fed pour le secteur privé.
- ECB :** lors de sa dernière réunion, la BCE a concentré son action sur les mesures de liquidité plutôt que sur les programmes de QE, avec notamment

 - un assouplissement des conditions attachées aux opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO) annoncées précédemment (baisse du taux d'intérêt à 50 pb en dessous du taux d'intérêt actuel de -50 pb)
 - et la mise en place d'opérations de prêts d'urgence pandémique de long terme non ciblés (PELTRO) au taux fixe de -25 pb.
- BoJ :** la BoJ a poursuivi ses efforts d'assouplissement en avril et mai. Après avoir doublé le volume de ses achats d'ETF, elle a renforcé son programme d'assouplissement quantitatif en supprimant son objectif annuel d'achat de JGB de 80 000 milliards de yens (actuellement 14 000 milliards de yens), pour faire face à l'augmentation des mesures de relance budgétaire. La banque a annoncé l'ajout d'une quantité significative de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises. La BoJ a en outre dévoilé un nouveau programme d'approvisionnement en fonds pour soutenir le financement des PME. Ce nouveau programme apportera 30 000 milliards de yens (280 milliards de dollars) supplémentaires au dispositif existant de soutien aux entreprises, ce qui portera le montant total à 75 000 milliards de yens (700 milliards de dollars) avec une prolongation de son échéance jusqu'à fin mars 2021. En ce qui concerne les fonds spéciaux existants, la BoJ a élargi la gamme de collatéraux éligibles de manière à inclure toutes les dettes privées.
- BoE :** la BoE a maintenu son taux directeur inchangé à 10 points de base et le volume de ses achats d'actifs à 645 milliards de livres, malgré le vote dissident de deux membres du Comité qui se sont prononcés pour une extension immédiate de 100 milliards de livres. Le compte-rendu et le Rapport de politique monétaire ont tous deux adopté un ton conciliant, laissant entendre que de nouvelles mesures de relance monétaire par le biais d'achats d'actifs sont probables dans le futur proche, au vu des « risques de détérioration pesant sur l'ensemble des perspectives à moyen terme ».

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 20/05/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 fourchette	2021	2019	2020	2021
Monde	3,1	-4,1/-2,7	3,9/5,1	3,0	2,4	2,5
Pays émergents	4,1	-1,8/-0,7	4,4/5,3	4,0	3,6	3,4
Brésil	1,1	-4,6/-3,2	0/1,0	3,7	2,9	3,7
Mexique	-0,1	-5,3/-4,3	-0,9/0,1	3,6	2,5	3,2
Russie	1,3	-6/-4	2,5/5	4,5	3,3	3,9
Inde	5,3	-2,5/-1,1	3,0/4,3	3,7	5,9	4,9
Indonésie	5,0	0,2/1,2	3,5/4,5	2,8	2,6	3,2
Chine	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,6	1,9
Afrique de Sud	0,2	-6,4/-5,4	4,0/5,0	4,1	4,0	5,0
Turquie	0,8	-7,2/-6,2	4,2/5,2	15,5	9,8	10,1

Source : Recherche Amundi

- Chine :** en avril, l'économie chinoise a continué à enregistrer une croissance séquentielle supérieure à la tendance. Les investissements sont devenus positifs grâce à la vigueur des ventes de terrains et aux projets d'infrastructure menés par les pouvoirs publics. La consommation de services est restée en retard par rapport à la consommation de biens. L'inflation a encore ralenti avec la chute rapide des prix des denrées alimentaires et la reprise de l'offre de viande de porc. La réunion du Congrès national du peuple n'a pas défini d'objectif de croissance pour 2020 et a proposé des objectifs moins ambitieux pour le marché du travail, avec notamment une réduction de l'objectif de créations d'emploi en zone urbaine de 2 millions. Le déficit budgétaire va se creuser sous l'effet d'une forte augmentation des dépenses publiques. La croissance du crédit devrait sensiblement s'accélérer par rapport à l'an dernier.
- Inde :** au cours des deux derniers mois, les conditions économiques ont continué à se dégrader de manière significative. Les informations partielles concernant le mois d'avril (T2 2020) donnent une image nettement plus sombre que celle suggérée par les données du mois de mars. En avril, le transport de marchandises et les exportations se sont effondrés. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance du PIB dans une fourchette de -2,5 %/-1,0 % en glissement annuel pour l'année 2020, contre 0 %/1,5 % précédemment. Le gouvernement a récemment présenté un plan de relance comprenant des mesures de politique budgétaire et monétaire. Cette grave récession va considérablement affaiblir les indicateurs budgétaires.
- Europe centrale :** au T1 2020, la croissance du PIB de la Pologne, de la Hongrie et de la Roumanie a été divisée par deux comparée au T4 2019 mais reste en territoire positif (entre 1,9 % en ga et 2,4 %). En revanche, le PIB de la République Tchèque a baissé de 2,2 % en ga. Ces chiffres sont à analyser avec précaution : i) en raison de problèmes de collecte de données et ii) les mesures de confinement, mises en place en mars, n'ont entamé la croissance que sur la fin du trimestre. Nous prévoyons une contraction du PIB pour ces pays au 2^e trimestre et une reprise progressive sur le 2^e semestre. Ces prévisions sont fragiles vu les incertitudes qui pèsent sur l'ampleur et la durée de la pandémie.
- Colombie :** la Colombie est confrontée à de forts vents contraires et à une dégradation des indicateurs de crédit en raison de la chute des cours du pétrole et du ralentissement économique provoqué par le Covid-19. Le PIB devrait chuter de près de 5 % en 2020, tandis que le déficit budgétaire pourrait avoisiner les 6 % du PIB. Cela impliquerait un bond de la dette publique de 44 % en 2019 à près de 60 % du PIB en 2020. Les comptes extérieurs sont également une source de préoccupation, le déficit des échanges courants pour 2020 étant estimé à près de 5 % du PIB dans un contexte de baisse des investissements directs étrangers (IDE) et de réduction des flux financiers et des prêts à destination des pays émergents.

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

	22-05 2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
Chine	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	4	3,75	3,85	3,75	3,8
Brésil	3	2,5	2,8	2,5	3,1
Russie	5,5	4,5	4,7	4,5	4,8

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	22 juin
RBI (Inde)	5 juin
BCB (Brésil)	6 mai
CBR (Russie)	19 juin

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la PBoC a maintenu ses taux inchangés en mai, après avoir procédé à plusieurs baisses au cours des mois précédents. Lors du CNP, les décideurs politiques se sont engagés à adopter une politique monétaire prudente de manière plus flexible et plus adaptée, en procédant à des baisses de taux et du ratio des réserves obligatoires (RRR). Une croissance soutenue de l'ensemble des financements par rapport à l'année dernière est également prévue. Nous nous attendons à ce que ces signaux d'assouplissement répétés entraînent une réduction supplémentaire du taux de référence des prêts bancaires (LPR) de 20 pb. D'autres baisses du ratio des réserves obligatoires pour libérer une partie de la capacité de financement des banques pour l'achat d'obligations d'État sont également probables.
- RBI (Inde) :** la RBI, lors d'une réunion extraordinaire, a procédé à une deuxième baisse consécutive de son taux directeur, le réduisant de 40 points de base pour le ramener à 4,0 %. Le Comité de politique monétaire a également décidé de maintenir son attitude accommodante tant que nécessaire. Ce mouvement de taux, annoncé à dix jours de la réunion ordinaire, ne nous a pas surpris par sa taille, mais peut-être par son calendrier. Des mesures supplémentaires ont été annoncées pour améliorer le fonctionnement des marchés, alléger le poids du service de la dette, faciliter l'accès aux marchés des capitaux et soutenir l'import et l'export.
- BCB (Brésil) :** la BCB a abaissé son taux directeur de 75 points de base, le faisant passer de 3,75 % à 3 %, sa plus forte baisse depuis octobre 2017. L'opinion dominante est que, compte tenu de l'incertitude élevée au niveau intérieur, la marge de manœuvre restante de la politique monétaire est inconnue et pourrait s'avérer faible. Dans son compte rendu de la réunion, le Comité a réaffirmé que la prochaine décision de politique monétaire dépendra du scénario budgétaire et des données économiques et qu'une ultime baisse de taux ne dépasserait pas en taille la dernière baisse effectuée.
- CBR (Russie) :** le 24 avril, la Banque centrale de Russie a abaissé son taux directeur de 50 pb, le ramenant à 5,5 %, et a annoncé qu'elle se tournait vers une politique monétaire accommodante. Elle se dit également disposée à envisager de nouvelles baisses de taux. Les pressions désinflationnistes provoquées par la faiblesse de la demande sont plus fortes que les facteurs inflationnistes temporaires tels que l'affaiblissement du rouble. L'inflation annuelle devrait atteindre 3,8 % à 4,8 % d'ici la fin de l'année avant de retomber à 4 %, son taux cible. Le CBR a également révisé ses prévisions macroéconomiques pour 2020-2021. Compte tenu du ralentissement anticipé de l'activité économique, nous nous attendons à ce que le CBR abaisse ses taux de 100 pb d'ici la fin de l'année.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(20 mai 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	-6,5/-4,5	2,5/4,5	1,8	1,0	1,0
Japon	1,2	-4,9/-4,3	2,0/2,6	0,7	0,1	0,5
Zone euro	1,2	-10,2/-7,5	3,6/5,6	1,2	0,6	1,1
Allemagne	0,6	-9,5/-7,5	3,4/5,4	1,5	0,7	1,2
France	1,2	-10,6/-7,0	4,3/6,0	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-10,7/-7,8	2,9/4,9	0,7	0,1	1,0
Espagne	2,0	-10,4/-7,9	3,5/5,5	0,7	0,3	1,0
Royaume-Uni	1,4	-9/-7	3,0/5,0	1,8	1,2	1,4
Brésil	1,1	-4,6/-3,2	0/1,0	3,7	2,9	3,7
Mexique	-0,1	-5,3/-4,3	-0,9/0,1	3,6	2,5	3,2
Russie	1,3	-6/-4	2,5/5	4,5	3,3	3,9
Inde	5,3	-2,5/-1,1	3,0/4,3	3,7	5,9	4,9
Indonésie	5,0	0,2/1,2	3,5/4,5	2,8	2,6	3,2
Chine	6,2	1,4/2,4	7,6/8,2	2,9	2,6	1,9
Afrique du Sud	0,2	-6,4/-5,4	4,0/5,0	4,1	4,0	5,0
Turquie	0,8	-7,2/-6,2	4,2/5,2	15,5	9,8	10,1
Pays développés	1,7	-7,6/-5,8	3,1/4,7	1,5	0,7	1,0
Pays émergents	4,1	-1,8/-0,7	4,4/5,3	4,0	3,6	3,4
Monde	3,1	-4,1/-2,7	3,9/ 5,1	3,0	2,4	2,5

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	25/05 2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,08
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,56	-0,50	-0,58
Japon	-0,05	-0,2	-0,1	-0,2	-0,12
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,01

Pays émergents

	22/05 2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
Chine	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	4	3,75	3,85	3,75	3,8
Brésil	3	2,5	2,8	2,5	3,1
Russie	5,5	4,5	4,7	4,5	4,8

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	25/05 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,17	0,25/0,5	0,21	0,25/0,5	0,23
Allemagne	-0,681	-0,70/-0,50	-0,74	-0,70/-0,50	-0,76
Japon	-0,144	-0,30/-0,20	-0,17	-0,30/-0,20	-0,17
Royaume-Uni	-0,051	0/0,25	-0,08	0/0,25	-0,06

Taux 10 ans

	25/05 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,66	0,5/0,7	0,74	0,8/1	0,81
Allemagne	-0,49	-0,8/-0,5	-0,45	-0,50/-0,30	-0,41
Japon	0,00	-0,10/0,10	0,06	0/0,2	0,10
Royaume-Uni	0,17	0,20/0,4	0,21	0,3/0,5	0,27

Prévisions de change

	22/05/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
EUR/USD	1,090	1,07	1,10	1,14	1,13
USD/JPY	108	107	107	105	108
EUR/GBP	0,90	0,92	0,89	0,87	0,87
EUR/CHF	1,06	1,05	1,06	1,10	1,08
EUR/NOK	10,90	11,48	11,10	10,40	10,70
	22/05/2020	Amundi + 6m.	Consensus T3 2020	Amundi + 12m.	Consensus T1 2021
EUR/SEK	10,54	11,20	10,75	10,03	10,59
USD/CAD	1,40	1,42	1,39	1,28	1,37
AUD/USD	0,65	0,65	0,64	0,75	0,66
NZD/USD	0,61	0,57	0,60	0,65	0,63
USD/CNY	7,14	7,15	7,05	6,95	7,00

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

INSIGHT PAPER



Covid-19 the invisible hand pointing investors down the road to the 70s (04 05 2020)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

- The Covid-19 regime change is bringing to an end the current Volcker sequence and the bias towards austerity on the budgetary side. High debt level is now leading to pressure on central banks to monetise debt, sowing the seeds for a new regime shift similar to the 70s
- A regime shift comes with three key trends: (1) Intellectual victory and academic consensus around new views (2) Imbalances are no longer tolerated by society (3) Change in institutions which structure the regime itself.
- The new equilibrium, with new rules replacing the old ones, will take time to reach and for now the focus should be to concentrate on liquidity, exploit a wide range of risk premia, and stay active.

Emerging Markets Charts & Views: Market dislocation creating long-term opportunities (19 05 2020)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

- Two major drivers are shaping the landscape for EM countries: Covid-19 and oil dynamics. Significant negative effects will lead many EM countries into recession.
- However, shocks are nothing new, particularly within EM. The GFC and the US-China trade war are two recent examples of crises that we have learned from
- Crises create market dislocations and accelerate long-term trends, providing new and evolving opportunities. Investors have to stay agile, focused and prepared to capture new opportunities in fast changing environment.

Asset Class Return Forecasts – Q2 2020 (18 05 2020)

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst –Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

- The global shocks resulting from the eruption of the coronavirus pandemic have significantly altered the sequence of economic and financial phases, shortened the timeframe and expanded the scale of the ripple effect.
- Global trade will decline as fault-lines along the supply chain surface, and whole economies come to a standstill. Monetary authorities have acted swiftly to assuage the markets, and deflation risk has become a reality because of the freefall of oil prices.
- Our current assumption for the short term is for a broad-base U-shaped crisis (|___/), marked by central bank and government support, a prolonged recession, and rising unemployment and a gradual recovery in late-2021.

THE DAY AFTER



N.1 Covid-19: the invisible hand pointing investors down the road to the '70s

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

N.2 Learn the rules like a pro, so you can break them like an artist

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer, MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor, BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage, DRUT Bastien, Fixed Income and FX Strategy, POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation, FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

- One of the crucial consequence of the crisis: the vanishing of the established economic rules liberal democracies were living by since the advent of the “Washington Consensus” and the ideological revolution of the 1980s.
- We highlight four rules which have been broken and we look at the investment implications:
 1. Governments should care about the magnitude of deficits, even when rescuing the economy
 2. Public intervention in the economy should be as limited as possible
 3. Free trade and the optimisation of value chains are the best way to allocate global resources
 4. Central banks have exhausted their room for manoeuvre and must work within narrowly defined mandates of supporting financial stability

N. 3 ESG Resilience During the Covid Crisis: Is Green the New Gold?

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage, BRIERE Marie, Head of Investor Research Center

- The coronavirus is shaking the financial industry like never before. This is not the first time the world has faced a pandemic of this scale, nor is the first time that policy makers, business leaders and pundits have asked: “Is it different this time around? Are we at a turning point?”
- As serious economic consequences of the Covid-19 crisis are affecting businesses unevenly, companies integrating an ESG approach recognised by investors and ESG funds have been more resilient in the recent crisis period.

PUBLICATIONS RÉCENTES

INSIGHT BLUE PAPER



Covid-19 will redesign sector opportunities amid gradual normalisation and focus on earnings (2020.04.28)

Kasper Elmgreen Head of Equities, Eric Mijot Head of DM Strategy Research, Ibra WANE Senior Equity Strategist, Luc Mouzon Head of European Equity Research

- The spread of coronavirus in Europe and the United States triggered a worldwide stock market crash in March, followed by a partial rebound. We outline three scenarios to analyse the situation
- We compare the current situation with the 2008 GFC and the 1987 crash. In both the above crises, stock markets converged to around 20% below their pre-crash levels one year after the start of the crash
- The fall in European EPS could be equivalent to or much worse than that recorded in the 2008 crisis, given the unprecedented confinement measures
- As the crisis evolves, there is a potential for fiscal stimulus to be targeted at the 'green deal', especially in Europe where ESG remains an integral part of stock selection

INVESTMENT TALKS



Focus on Italy: Macroeconomic and fixed income scenario (20 05 2020)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset, BERTONCINI Sergio, Head of Rates and FX Research, MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro, USARDI Annalisa, CFA, Senior Economist

- We look at the global background and our economic expectations for Italy, discuss extreme scenario for Italian GDP and its implications
- The Italian government foresees the deficit-to-GDP ratio at 10.4% and the debt-to-GDP ratio at 155.7% in 2020 and we look at debt sustainability
- We highlight the important role of the ECB and assess the political development in Europe for Italy.
- We are constructive on Italian public debt as the yields are more attractive than those offered by other peripheral countries' debt or by corporate bonds

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

WORKING PAPERS



Did Globalization Kill Contagion? (2020-05)

Olivier ACCOMINOTTI — London School of Economics & CEPR, Marie BRIÈRE — AMUNDI & Paris-Dauphine University, Aurore BURIETZ — IESEG School of Management & LEM-CNRS 9221, Kim Oosterlinck — Université Libre de Bruxelles (ULB) & CEPR, Ariane SZAFARZ — ULB & New York University (NYU)

A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs (2019-12)

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Quantitative Research

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

THEMATIC PAPERS



Emergency fiscal programs: no choice but to increase the (monetized) deficits

Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Detecting Tipping Points: Asset classes views:

Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Global Head of Research, Viviana GISIMUNDO, Deputy Head of Institutional Advisory

U.S. inflation... what's up (2020-01)

Annalisa USARDI — Senior Economist — Amundi

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

Crédit photo : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratège, Marchés Émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

UPADHYAYA Paresch, Responsable Stratégie FX, US, Gérant Amundi Pioneer

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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