

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

Mise à jour mensuelle

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

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

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
25 %**Récession avec inflation**

Répercussions sur les marchés

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

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

Répercussions sur les marchés

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

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

Répercussions sur les marchés

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

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

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

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

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

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

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

RISQUE FINANCIER
20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE
20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :



CONTEXTE ÉCONOMIQUE

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



FONDAMENTAUX & VALORISATION

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


FACTEURS TECHNIQUES

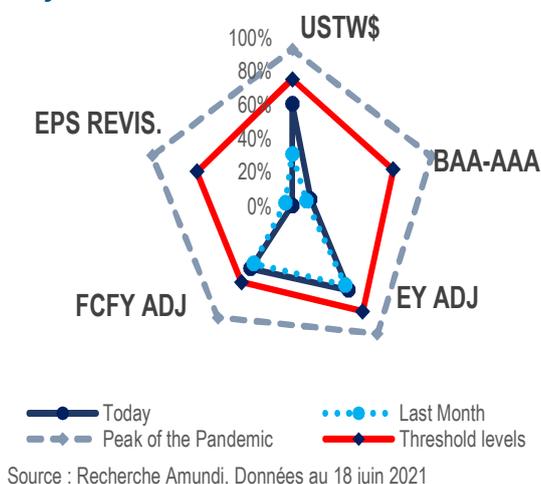
- Pas de grands changements dans la contribution de nos outils techniques par rapport au mois dernier. Les marchés ont considéré les commentaires de la FED comme bellicistes, mais les turbulences n'ont duré que quelques jours et les prix ont ensuite repris leur ascension. Pas assez pour structurer un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


SENTIMENT

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

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Recherche Amundi, Données au 18 juin 2021

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

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

METHODOLOGIE

– Scénarios

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

– Risques

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

POINTS CLÉS

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

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

Conséquences en matière d'investissement

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

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

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

Conséquences en matière d'investissement :

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

3 Super cycle des matières premières

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

Conséquences en matière d'investissement :

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

4 Croissance de la Chine et dépréciation du RMB

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

Conséquences en matière d'investissement :

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

Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsable Investment Intelligence*

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

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

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29/06/2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 juillet 2021

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

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

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit