

LE THÈME DU MOIS



## Spécial Europe : investir dans la reprise

par l'Équipe de Recherche Globale

### Résumé

Alors que l'économie européenne se remet du plus grand choc économique de l'histoire moderne, nous révisons à la hausse nos hypothèses de croissance et d'inflation. Bien que le chemin de la reprise diffère parmi les États membres, nous pensons que l'UE connaîtra deux années de croissance soutenue, tandis que l'inflation devrait repasser sous la barre des 2 %. La BCE devrait opérer une transition en douceur de ses politiques d'urgence vers un QE « classique » et maintenir le statu quo sur le plan des taux directeurs. L'EUR/USD devrait se diriger progressivement vers 1,15 à horizon 12 mois.

Dans ce contexte, nous préférons les obligations périphériques et en particulier les obligations italiennes en termes absolus et relatifs. Sur les marchés européens du crédit, nous préférons les segments à bêta élevé, tels que la dette subordonnée et les titres BBB au sein du segment IG, ainsi que les entreprises affichant une notation moyenne à élevée au sein du segment HY. Nous renouvelons notre opinion positive sur les actions européennes, ce qui confère au portefeuille un biais cyclique et « value » (actions sous-évaluées). Nous soulignons également l'impact positif du dispositif NGEU pour les pays d'Europe centrale et orientale.

## 1. L'économie européenne dans le contexte d'une reprise mondiale

Annalisa USARDI, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

### 1.1. L'économie mondiale sur la voie de la reprise

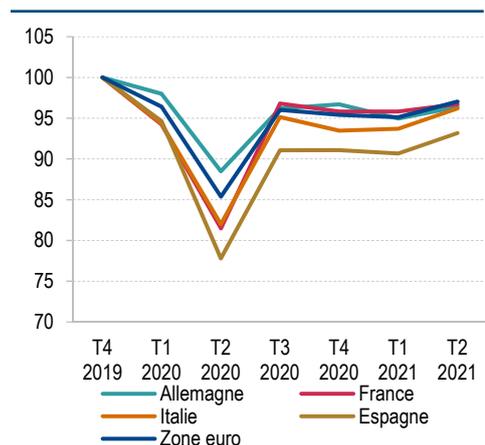
Au niveau mondial, la dynamique de la reprise demeure vigoureuse, mais se caractérise par des trajectoires inégales et à plusieurs vitesses selon les régions. Dans le même temps, la dynamique de croissance s'est quelque peu ralentie, comme le suggèrent les indicateurs à haute fréquence et PMI. L'expansion de l'activité se poursuit mais a décéléré dans plusieurs économies clés au début du troisième trimestre.

Alors que le consensus économique mondial s'est stabilisé à un niveau élevé, les surprises

économiques mondiales ont progressivement diminué et ne sont plus que légèrement positives. L'évolution de la pandémie reste une source d'incertitude et pourrait entraîner une croissance de plus en plus inégale selon les pays, tiraillés entre campagnes de vaccination et résurgence du virus. Actuellement, il semble que la nouvelle vague soit quelque peu contenue dans les pays où les taux de vaccination sont plus élevés, mais pas de manière uniforme; les nouveaux cas et les taux d'hospitalisation restent un facteur

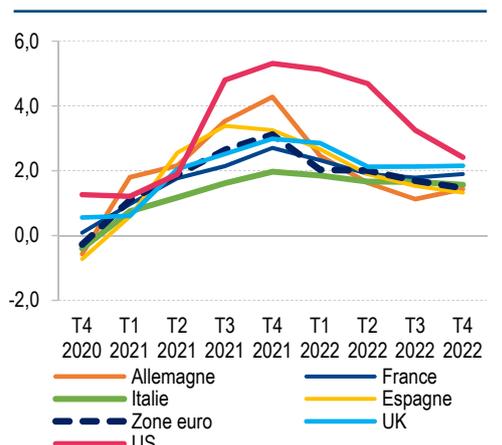
Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance aux États-Unis et en Chine pour cette année et l'année prochaine

#### 1/ Niveau du PIB au T4 2019=100



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

#### 2/ Croissance de l'IPCH, en glissement annuel trimestriel



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

LE THÈME DU MOIS



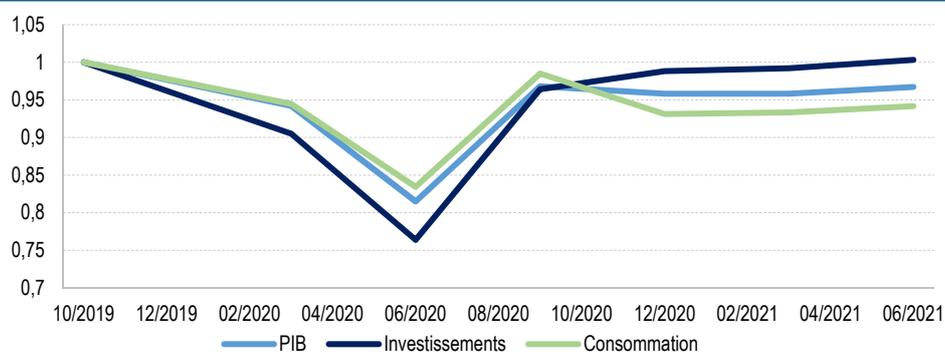
clé à surveiller afin d'anticiper les risques de nouvelles mesures de confinement.

**Prévisions de croissance revues à la baisse.**

Nous tablons sur une croissance du PIB mondial comprise entre 5,8 % et 6,4 % cette année et entre 3,8 % et 4,5 % pour 2022. Le profil de croissance de la Chine a été revu à la baisse, la production, la consommation et l'investissement ayant tous déçu récemment. Nous prévoyons désormais une croissance du PIB chinois de l'ordre de 8,4 % à 9 % pour cette année et de 5,1 % à 5,7 % l'année prochaine. Les prévisions concernant la croissance américaine ont également été revues à la baisse avec une fourchette de 5,8 % à 6,2 % cette année et de 3,3 % à 3,9 % pour 2022. (Les prévisions d'Amundi sont disponibles dans la section Contexte macroéconomique).

**Le risque inflationniste perdure.** La persistance de contraintes d'approvisionnement et l'intensification des facteurs défavorables dus aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre pèsent sur l'activité et le commerce des biens. Ces facteurs génèrent une pression sur l'inflation mondiale, comme le montrent les données récentes. Toutefois, les prix PMI des intrants et des extrants ont récemment laissé entrevoir une certaine modération, tout en restant très élevés. L'inflation devrait, selon nous, rester supérieure à l'objectif de la Fed sur l'horizon de prévision pour les États-Unis, mais le FOMC devrait maintenir le statu quo. Dans les pays émergents, plusieurs banques centrales ont commencé à relever leurs taux directeurs, face à des chiffres de l'inflation supérieurs à l'objectif.

3/ France, T4 2019=100



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données à fin août 2021

*L'Italie rattrape son retard par rapport à la France et à l'Allemagne*

**1.2. Une reprise inégale dans la zone euro**

L'économie de la zone euro a progressé de 2 % au deuxième trimestre 2021, laissant le PIB de la région à peine 3 points en dessous de son niveau d'avant la pandémie. Ce rebond ne s'est toutefois pas produit de manière uniforme dans tous les pays. Des différences ont été observées dans le calendrier et l'extension des restrictions durant la première partie du trimestre, avec une réouverture retardée en Allemagne et en France. Les différents impacts des

contraintes d'approvisionnement et de capacité dans le secteur manufacturier ont influé sur la vitesse du rebond et devraient continuer d'exercer leur influence au troisième trimestre. Au deuxième trimestre, la croissance en Italie et en Espagne a atteint un rythme beaucoup plus soutenu que la moyenne de la zone euro. L'Italie a ainsi pu combler son écart de PIB avec l'Allemagne et la France, tandis que l'Espagne a réduit le sien mais reste à la traîne (voir graphique 1).

**1.3. Une embellie des perspectives de croissance et d'inflation**

**Au printemps, les perspectives à court terme de l'économie européenne semblent plus encourageantes que prévu.**

Nous anticipons une poursuite de la reprise à plusieurs vitesses entre les différents États membres, reprise qui devrait cependant bénéficier des retombées positives de la dynamique solide de la demande intérieure et de la croissance américaine. Globalement, nous prévoyons un pic du PIB au T2/T3 (la réouverture, la nette progression de la campagne de vaccination et les effets des plans nationaux de relance budgétaire constituant les principaux

moteurs), suivi d'une croissance supérieure au potentiel lorsque les projets NGEU se concrétiseront (effets à partir de 2022). Nous prévoyons une croissance moyenne de 4,7 % en 2021, 4,1 % en 2022 et 2,3 % en 2023, atteignant donc les niveaux pré-pandémiques dès le premier trimestre de l'année prochaine. L'Allemagne, la France et l'Italie devraient revenir à leurs niveaux d'avant la crise dès le début de l'année prochaine, selon un calendrier similaire, tandis que l'Espagne ne devrait combler son retard qu'au cours du second semestre 2022.

## LE THÈME DU MOIS



*Le facteur des salaires ne devrait pas avoir d'incidence majeure dans la zone euro*

Nos prévisions d'inflation pour cette année ont également été revues à la hausse, tout en conservant un profil en forme de bosse. L'évolution de l'inflation dans la zone euro suit en partie les tendances communes observées dans les autres pays développés : l'énergie joue un rôle majeur dans la dynamique en glissement annuel, ainsi que d'autres effets de base à l'anniversaire du premier confinement et du rebond qui a suivi. Sur une base mensuelle, l'augmentation des prix due aux frictions entre la demande et l'offre (goulets d'étranglement, rupture d'approvisionnement, réouverture) est également à l'œuvre.

Cependant, tous les pays ne suivent pas des tendances similaires, en raison de facteurs idiosyncrasiques, tels que la baisse temporaire de la TVA en Allemagne, qui devrait contribuer à un rebond significatif de l'inflation au quatrième trimestre de cette année, ou encore les changements dans le calendrier des ventes saisonnières, qui ont généré de la volatilité en France et en Italie pendant la période estivale.

Contrairement aux États-Unis, les facteurs de croissance des salaires ne devraient pas, selon nous, avoir d'incidence majeure l'année prochaine. Alors que l'inflation de la zone euro devrait dépasser l'objectif de la BCE cette année, elle devrait revenir en dessous de l'objectif dès la fin 2022. Les hypothèses d'Amundi concernant le taux annuel moyen de l'IPC global en zone euro sont les suivantes : 2,2 % pour 2021, 1,8 % pour 2022, 1,6 % pour 2023.

Nous pensons que le rebond marqué de l'économie britannique en 2021 (de 6,3 à 6,9 %) sera suivi d'une autre année de forte croissance (4,5 à 5,1 % en 2022). La croissance devrait ensuite revenir sous les 2,4 % en 2023. L'inflation britannique devrait être conforme à celle de la zone euro cette année et rester modérément supérieure à l'objectif en 2022. Les facteurs de réouverture et les difficultés liées au Brexit expliquent ce niveau d'inflation plus élevé. Cependant, nous supposons que la BoE maintiendra le statu quo au cours des 12 prochains mois.

#### 1.4. Reprise de la consommation et de l'investissement

**La consommation et l'investissement ont suivi un schéma de reprise différent après l'effondrement de 2020.** Alors que la consommation privée a diminué au cours des confinements ultérieurs, au premier trimestre 2021 par exemple, reflétant une baisse des achats de biens durables et de services, l'investissement a continué de progresser, soutenu par une impulsion positive de la construction.

D'après les données disponibles pour le deuxième trimestre, la reprise de l'investissement semble presque achevée, tandis que la consommation des ménages reste à la traîne, la reprise étant plus avancée pour les biens que pour les services. Étant donné qu'un plus large éventail d'opportunités

de dépenses redevient disponible avec la réouverture et que le pouvoir d'achat des ménages demeure globalement résilient, nous pensons que la consommation de services devrait jouer un rôle clé dans la reprise.

Quant à l'investissement, à partir du premier trimestre, la construction a presque entièrement renoué avec ses niveaux d'avant la crise, mais les investissements en machines et équipements accusent toujours un retard. Grâce à l'impulsion donnée par la nouvelle vague d'investissements motivée par les plans nationaux de résilience et le NGEU, nous nous attendons à ce que la construction et la formation de capital fixe s'accélérent et contribuent fortement à la croissance.

## 2. Next Generation EU – une chance importante malgré les obstacles

**Tristan PERRIER**, *Global Views*

Le fonds de relance NGEU (Next Generation Europe) de 750 milliards d'euros (prix de 2018), dont la négociation couronnée de succès puis l'annonce en 2020 **ont déjà grandement contribué à désamorcer les tensions politiques entre les membres de l'UE**, est désormais opérationnel. Ce fonds a franchi de nombreuses ex-« lignes rouges » en termes de solidarité budgétaire au sein de l'UE : émission de dette européenne, aide sous forme de subventions, soutien aux États à des fins conjoncturelles et pas seulement structurelles.

Après que les plans de résilience et de relance (qui seront financés par le NGEU) de la plupart des pays membres (y compris les quatre principaux) ont obtenu le feu vert de l'UE, la Commission européenne a, en juin, commencé à émettre les obligations européennes requises. Les premiers transferts aux États membres ont ensuite eu lieu en août. Concernant l'aide sous forme de prêts, **les gouvernements n'ont pas tous eu la même attitude** : certains pays éligibles ont demandé l'intégralité de l'enveloppe (comme l'Italie

LE THÈME DU MOIS



Le plein effet du NGEU devrait commencer à se faire sentir en 2022

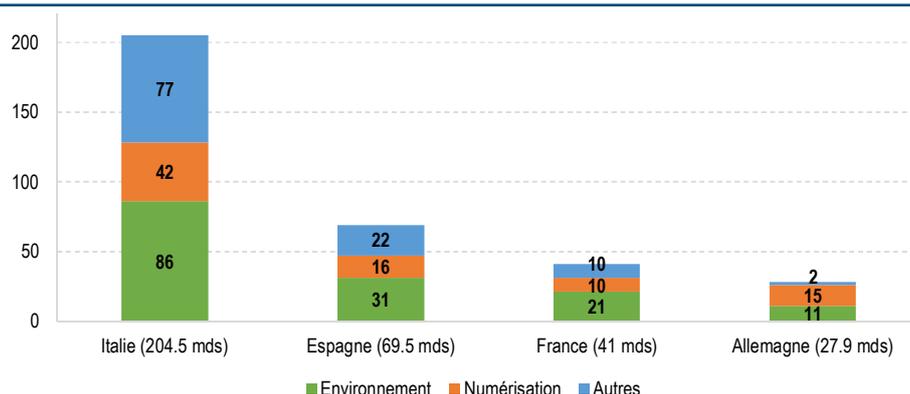
ou la Grèce), d'autres seulement une partie (Portugal, Chypre, Slovaquie) d'autres encore ont décidé de ne pas y avoir recours ou ont différé leur décision (Espagne).

Selon les pays, le NGEU peut représenter la quasi-totalité (Espagne), la majeure partie (Italie), une part importante (France) ou une petite part (Allemagne) de l'effort budgétaire de relance, le reste correspondant aux ressources au niveau national. **Tous les regards sont tournés vers l'Italie, où les aides versées dans le cadre du NGEU représentent près de 1,5 % du PIB pour le seul second semestre 2021**, ce qui pourrait donner un élan à la croissance et inciter fortement à poursuivre le programme de réformes structurelles tant attendu du gouvernement de Mario Draghi. Dans nos projections, nous supposons que les plans nationaux de résilience et de relance commenceront à

être mis en œuvre au quatrième trimestre 2021, avec un impact économique significatif à partir du premier semestre 2022, et des multiplicateurs budgétaires moyens appliqués aux versements de subventions.

**Le NGEU est un puissant dispositif dont la vocation est à la fois de faciliter la réparation économique post-COVID** et d'accroître la croissance potentielle du PIB par un cocktail d'investissements publics et de réformes. Toutefois, un risque important est que les programmes soient ralentis par la bureaucratie et par la capacité limitée des États à déployer suffisamment de projets pour absorber rapidement des montants très importants. Au final, le NGEU, en fonction de son succès ou de son échec, créera un précédent qui encouragera soit les partisans, soit les détracteurs d'une plus grande mutualisation budgétaire au sein de l'UE.

4/ NGEU - Allocation des ressources : 4 milliards d'euros pour les principaux pays européens



Source : Estimations Bruegel, Recherche Amundi. Données mai 2021

3. Vers un nouveau cadre budgétaire de l'UE

Didier BOROWSKI, Responsable Global Views

Les règles budgétaires européennes ont été temporairement suspendues en mars 2020 pour permettre aux États de la zone euro de mettre en œuvre des politiques de stabilisation. Avec la fin de la crise sanitaire en vue, la politique budgétaire devra être « normalisée ». Mais quelles règles suivre ? Le débat ne fait que commencer.

Certes, les règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) seront à nouveau activées en 2023. Mais avant même la crise de Covid-19, de nombreux économistes avaient appelé à une révision de ces règles, celle-ci n'impliquant pas de révision du traité. Elle nécessite en revanche une concertation étroite au sein de la zone euro, et au moins une convergence de points de vue entre la France et l'Allemagne. Le résultat des élections allemandes devrait dans ce contexte être déterminant.

La critique à l'égard des règles actuelles n'a rien de nouveau. Appliquer des seuils identiques à tous les pays en matière de dette publique (60 % du PIB) et de déficit budgétaire (3 % du PIB) n'a aucun fondement théorique réel. De plus, ces règles se sont révélées procycliques et donc contre-productives (notamment après la crise de la dette souveraine). Enfin, elles reposent sur des estimations des déficits structurels (c'est-à-dire corrigés des variations cycliques), qui sont par nature inobservables. Différentes méthodes sont employées pour les évaluer, mais aucune ne fait l'unanimité, ce qui donne lieu à des débats sans fin. Les problèmes méthodologiques sont exacerbés par les grandes récessions.

Les lignes ont bougé avec la crise de Covid-19. Lorsque les taux d'intérêt sont bas (proches

Des règles différentes pour chaque pays seraient plus appropriées

## LE THÈME DU MOIS



de leur limite inférieure), l'ensemble du *policy mix* doit être recalibré. Il est frappant de constater que cet argument a été développé plus tôt cette année par Isabel Schnabel (membre du conseil d'administration de la BCE). Pour une utilisation contracyclique de la politique budgétaire, la marge de manœuvre est plus grande lorsque les taux d'intérêt sont très inférieurs à la croissance du PIB. En d'autres termes, **une politique monétaire non conventionnelle appelle une politique budgétaire non conventionnelle**. Mais il est peu probable que les pays parviennent à se mettre d'accord sur une réforme à court terme. **Les règles actuelles sont hautement symboliques**, surtout pour les pays les moins endettés, qui estiment avoir déjà fait suffisamment de concessions lors de la mise en place du fonds de relance NGEU. Il est donc irréaliste de penser que ces règles peuvent être abandonnées à court terme. La réflexion

sur cette question sera néanmoins amenée par la présidence française de l'UE au premier semestre 2022, même s'il sera difficile pour la France de se faire entendre à l'approche des élections (avril/juin).

Toutefois, après la pandémie de Covid-19, **les craintes concernant la viabilité de la dette devraient inciter les gouvernements à modifier les règles**, du moins en pratique. Afin de renforcer la crédibilité budgétaire dans la zone euro, les gouvernements ne peuvent pas seulement viser un seuil de déficit de 3 %. D'autres variables, telles que le solde primaire, la charge de la dette, le niveau de la dette et le ratio des dépenses publiques par rapport au PIB, sont tout aussi importantes dans l'analyse des efforts requis. En pratique, cela signifie que des règles différentes pour chaque pays seraient plus appropriées qu'une règle basée sur le seul déficit...

## 4. Le nouveau cadre de politique monétaire de la BCE

Sergio BERTONCINI, *Stratégiste senior Recherche obligataire*

### 4.1. Les conséquences de la revue stratégique de la BCE

Les résultats de la revue stratégique de la BCE ont été annoncés plus tôt que prévu et avant le conseil des gouverneurs de juillet. Bien qu'elle n'ait pas fortement dévié du résultat le plus attendu, **la revue stratégique a eu un impact immédiat sur la communication de la BCE**, avec un changement significatif des orientations prospectives portant sur les taux lors de la réunion de juillet. La banque centrale a révisé la formulation de ses orientations prospectives pour les mettre en conformité avec la nouvelle stratégie, mais dans une certaine mesure, elle est allée au-delà. Bien que contrebalancé par l'absence d'indications quantitatives, visant naturellement à maintenir une certaine souplesse d'appréciation, le passage à une politique accommodante était évident.

**La BCE a introduit trois critères pour commencer à normaliser les taux** (correspondant aux chiffres indiqués ci-dessous). « *Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux directeurs de la BCE seront maintenus à leurs niveaux actuels voire inférieurs jusqu'à ce qu'il ait constaté (1) que l'inflation*

*atteint deux pour cent bien avant la fin de son horizon de projection et (2) durablement pour le reste de l'horizon de projection, et qu'il considère que (3) les progrès réalisés sur le front de l'inflation sous-jacente sont suffisamment avancés pour être compatibles avec une stabilisation à deux pour cent à moyen terme.* »

Selon les deux premières conditions, l'inflation globale doit rester égale ou supérieure à 2 % durant les deux années suivant ses projections macroéconomiques, tandis que la troisième condition exige également que l'inflation sous-jacente se dirige vers des niveaux non loin de 2 % à la fin de l'horizon de projection. Comme cet ensemble de conditions semble loin d'être réalisable dans un horizon proche, avec ces nouvelles orientations prospectives, **la BCE a nettement renforcé son engagement à maintenir ses taux très bas sur une période prolongée**. Plus important encore, si les taux doivent rester bas pendant une longue période, cela signifie un QE plus long, car l'APP est toujours lié à la première hausse des taux « *il prendra fin peu de temps avant que [la BCE] ne commence à relever ses taux directeurs.* »

### 4.2. Réduction lente du programme d'assouplissement quantitatif et maintien des taux directeurs

La BCE doit maintenant aborder la question des outils de politique monétaire non conventionnels, à savoir l'APP, le PEPP et le TLTRO. La principale conclusion à retenir de la revue stratégique est d'envisager **le même degré d'assouplissement, mais plus longtemps**: avec non seulement une période

plus longue sans relèvement des taux, mais également une période plus longue que prévu pour l'APP et le réinvestissement. Cette position semble cohérente avec la nécessité de lutter contre la fragmentation financière, de maintenir des conditions de financement faciles et de rendre les efforts du NGEU

La BCE s'est engagée à maintenir des taux très bas sur une période prolongée



efficaces. Alors que les années 2020 et 2021 ont été marquées par des niveaux records de déficits publics et d'émission de dette, les besoins de financement devraient diminuer en 2022 pour trois raisons: (1) l'amélioration du solde primaire budgétaire grâce à la reprise économique, (2) une réduction du service de la dette, et (3) la mise à disposition des premiers fonds NGEU.

Cela signifie que **l'ampleur de l'assouplissement quantitatif sera donc réduite par un moindre accroissement de la dette publique.**

Du côté des **taux directeurs, la BCE est susceptible d'accuser un retard important par rapport à la Fed et à la BoE sur la voie de la normalisation de sa politique. Les nouvelles orientations prospectives indiquent des taux stables pour les trois prochaines années**, alors que la Fed pourrait selon nous commencer à normaliser ses taux en 2023. Nous supposons donc que les taux directeurs de la zone euro resteront inchangés sur notre horizon de prévision, avec un taux de dépôt à -0,50 %, en décalage par rapport aux taux Fed.

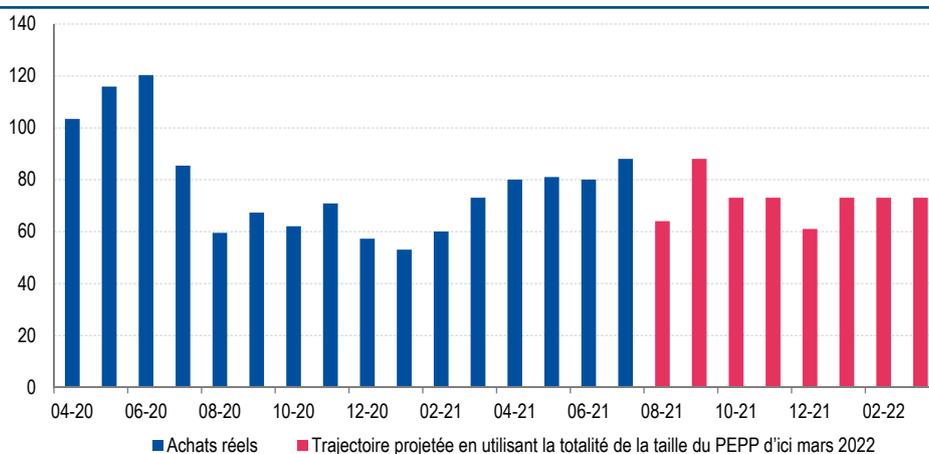
### 4.3. Une transition en douceur après l'échéance de mars 2022 du PEPP

Les derniers chiffres du PEPP montrent que la BCE dispose d'une puissance de feu suffisante pour maintenir une trajectoire d'achat robuste au moins jusqu'en mars 2022. Elle dispose encore d'environ 580 milliards d'euros dans le cadre du PEPP, ce qui représente un achat moyen de 72 milliards d'euros par mois. En y ajoutant l'APP, la BCE pourrait acheter jusqu'à 92 milliards d'euros par mois (740 milliards

d'euros au total), ce qui n'est pas loin de la « trajectoire supérieure » de 100 milliards d'euros adoptée au deuxième trimestre 2021.

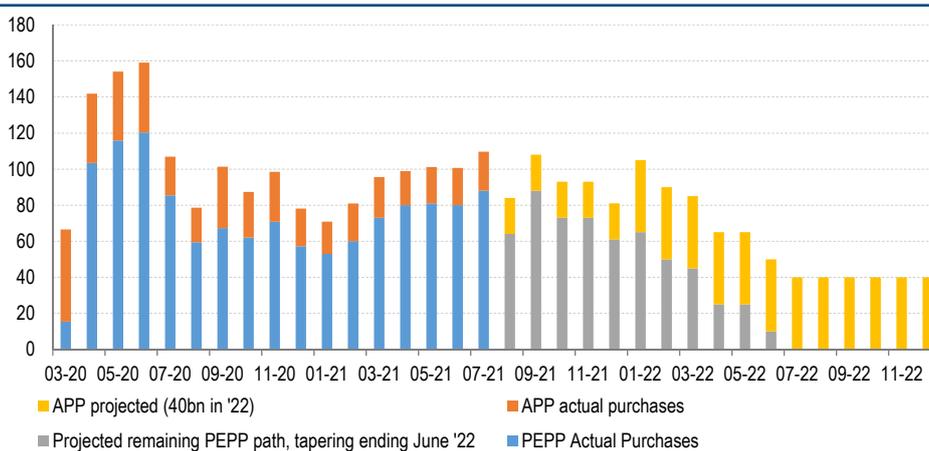
Même si le PEPP et l'APP sont censés être deux outils distincts, ils peuvent être combinés pour projeter la dynamique du QE. En effet, ils visent les mêmes instruments, avec des pondérations différentes. Après l'échéance de mars 2022, la BCE a donc deux

### 5/ Trajectoire mensuelle du PEPP : scénario historique et projeté, en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 Août 2021

### 6/ QE de la BCE : historique et scénario 2022 (réduction du PEPP et augmentation de l'APP) en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 Août 2021



options principales à sa disposition pour prolonger son plan de relance : (1) augmenter la taille du PEPP et le prolonger au-delà de mars 2022, ou (2) accroître temporairement ou définitivement l'APP à la fin du PEPP.

**L'évaluation de la reprise par la BCE après la pandémie guidera sa décision de prolonger ou non le PEPP**, tandis que la nouvelle orientation prospective semble favoriser une augmentation de l'APP. En supposant que l'émission nette de dette souveraine diminuera en 2022 et que l'activité de nouvelles émissions de l'UE restera proche de celle de cette année, les flux mensuels de QE pourraient de facto

ralentir. Par exemple, une moyenne mensuelle de 60 milliards d'euros, c'est-à-dire le reste du PEPP progressivement réduit jusqu'au premier semestre 2022 et un doublement de la taille actuelle de l'APP, pourrait couvrir 60 % de l'émission nette d'emprunts d'État européens en 2022 et une part importante des émissions prévues de l'UE. **Par conséquent, une simple augmentation des achats mensuels de l'APP ainsi qu'une réduction lente du PEPP** jusqu'au premier semestre 2022 pourraient obtenir un large consensus parmi les membres de la BCE.

## 5. Devises : Le différentiel de taux d'intérêt devrait peser sur l'euro

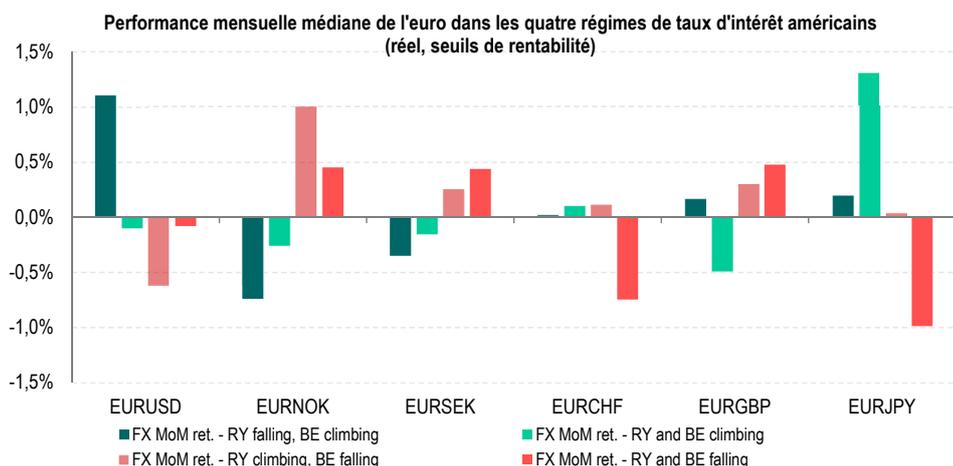
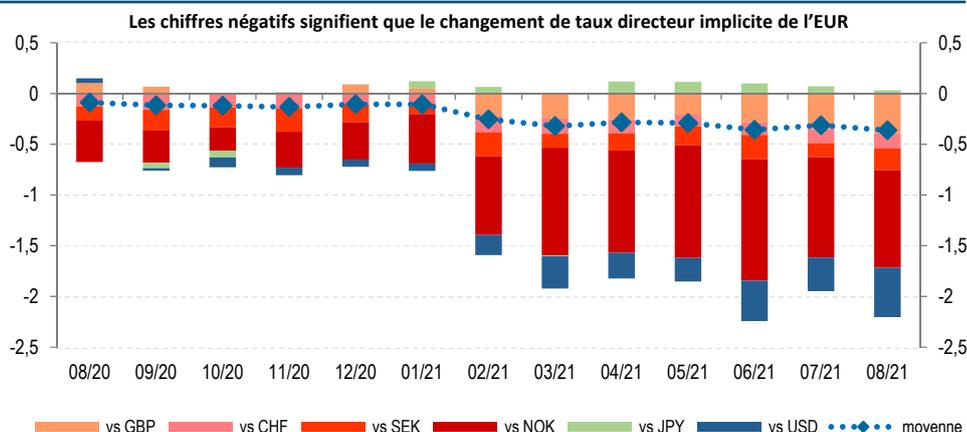
**Federico CESARINI**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

L'euro devrait fléchir à court terme

L'enchaînement du ralentissement de la croissance mondiale et du lancement par la Fed d'une politique de légère normalisation dans les mois à venir devrait continuer à soutenir le dollar. Nous avons entamé 2021 en remarquant le caractère exceptionnel des

actifs libellés en USD, qui se réaligèrent de manière similaire à celle ayant conduit à la période haussière de l'USD en 2018. Alors que la croissance américaine et les différentiels de taux d'intérêt ont sensiblement ralenti aux deuxième et troisième trimestres,

### 7/ Changement de taux directeur implicite EUR à 2 ans par rapport aux principales devises



## LE THÈME DU MOIS



**nous pensons que, dans l'ensemble, les conditions demeurent favorables pour le dollar.**

**Nous anticipons une évolution progressive de l'EUR/USD vers 1,15** (par rapport à notre objectif précédent de 1,16) au cours des 12 prochains mois. Nous pensons que la sous-évaluation de la devise par rapport à sa valeur fondamentale, que nous estimons à environ 1,20, n'est pas suffisante pour compenser les facteurs domestiques et mondiaux à ce stade.

**Le ralentissement de la croissance mondiale empêche toute prise de risque massive sur le marché des changes, et les taux d'intérêt euro devraient rester bas pour soutenir la reprise.** L'euro est la deuxième devise la plus faible du G10, juste devant le yen japonais, car aucun relèvement des taux directeurs n'a été anticipé pour les deux prochaines années. À l'inverse, nous prévoyons toujours une hausse

des taux d'intérêt américains, amplifiant ainsi le différentiel de taux d'intérêt.

Au premier trimestre 2021, nous avions affirmé que la combinaison des taux réels et des taux d'intérêt américains pourrait capter la plupart des fluctuations à court terme des devises du G10. Étant donné que la hausse des taux américains devrait favoriser la composante réelle, nous pensons que la plupart des paris cycliques ont un potentiel beaucoup moins évident.

À court terme, nous pensons qu'il est toujours préférable d'adopter un positionnement mixte : position longue sur l'USD, la NOK et la GBP par rapport à l'EUR, en raison de la position relativement ferme des banques centrales, que nous voyons se renforcer par rapport aux devises refuges habituelles (JPY et CHF). Toutefois, à l'horizon 2022, nous pensons qu'un positionnement plus défensif sera nécessaire.

## 6. En quête de performances relatives sur les marchés obligataires en euro

**Sergio BERTONCINI**, *Stratégiste senior Recherche obligataire*

### 6.1. Les rendements des obligations cœur zone euro devraient rester bas plus longtemps

Selon nous, la différence entre la politique de la BCE et celles de la Fed (et de la BoE) est évidente et aura un impact sur l'évolution relative des marchés obligataires. En effet, **il est probable que la BCE maintienne des taux bas plus longtemps**, de même que ses mesures d'assouplissement quantitatif (voir ci-dessus). La Fed devrait entamer son *tapering*, puis se concentrer sur le relèvement des taux, tandis que la BoE commencera par relever ses taux avant de poursuivre avec son bilan. Malgré ces différentes méthodes de normalisation des politiques, nous prévoyons une hausse des rendements des bons du Trésor américain et des Gilts britanniques, ainsi qu'une courbe plus pentue que pour les emprunts d'État en euro.

**Nous supposons que les rendements des Bunds augmenteront au cours des prochains**

**trimestres**, portés par l'amélioration des fondamentaux, mais dans une certaine limite en raison du rôle technique joué par l'assouplissement quantitatif de la BCE. De plus, les projections de l'offre par rapport aux achats de la BCE soutiennent le marché obligataire en euro au moins jusqu'à la fin de l'année. À la fin du mois de juillet, les pays de l'UEM-10 avaient déjà financé deux tiers des émissions brutes annuelles prévues et, en moyenne, 80 % du financement net global projeté pour 2021. Après l'assouplissement quantitatif de la BCE, les émissions nettes devraient être négatives jusqu'en décembre 2021 (voir graphique n° 8).

Au Royaume-Uni, le rendement des Gilts à long terme devrait selon nous augmenter progressivement au cours des 12 prochains mois.

### 6.2. Un environnement favorable pour les obligations périphériques

Les perspectives de politique monétaire et l'amélioration des fondamentaux économiques sont favorables à la dette des pays périphériques en 2022 pour au moins trois raisons : (1) les fonds NGEU soutiendront la reprise tout en réduisant les besoins de financement ; (2) la poursuite de l'assouplissement quantitatif de la BCE, avec une augmentation des actifs détenus en pourcentage de la dette négociable, devrait maintenir des coûts du service de la

dette faibles ; (3) la reprise économique est plus soutenue que prévu et devrait durer jusqu'en 2023.

**Parmi les « quatre grands » pays, l'Italie semble la plus avancée dans son programme de financement**, très proche de l'objectif annuel global, grâce également aux volumes d'emprunt arrivant à maturité. Selon nos projections (voir graphique 8), la demande de la BCE devrait être supérieure

*Les rendements des Bunds devraient remonter au cours des prochains trimestres*



Dans le segment IG en euro, nous privilégions les titres à bêta élevé

à l'offre au cours des cinq derniers mois de 2021. Les disponibilités du Trésor italien sont bien plus élevées que les niveaux historiques et ont atteint un nouveau plus haut en juillet, ce qui plaide en faveur d'une approche plus souple des émissions sur le marché primaire. Du côté des valorisations, la dette

italienne figure parmi les rares à afficher des rendements supérieurs à 1 %, tandis que la moitié des obligations d'entreprises IG sont actuellement assorties d'un rendement négatif. **Par conséquent, nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État italiens.**

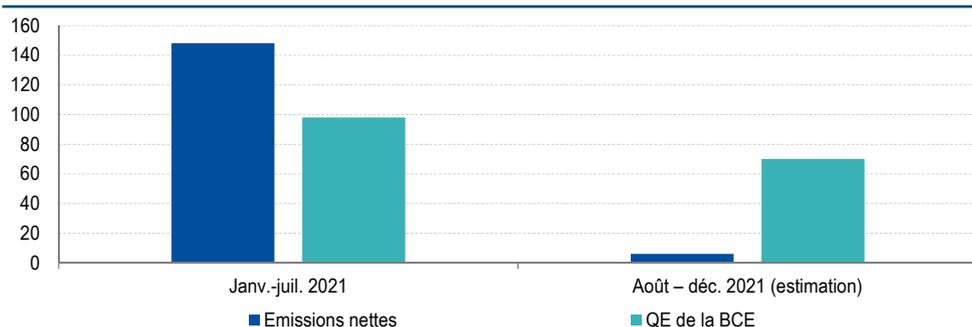
### 6.3. L'amélioration des fondamentaux et le QE soutiennent les marchés du crédit en euro

L'amélioration des fondamentaux, soutenue par un rebond des résultats et du désendettement, et la solidité des facteurs techniques (CSPP de la BCE) maintiennent les *spreads* serrés et la classe d'actifs résiliente face à la volatilité des taux et des autres actifs risqués. Le portefeuille d'obligations d'entreprises de la BCE devrait atteindre 35 % de l'univers de la dette éligible au QE d'ici fin 2021, après être passé de 20 % à 26 % en 2020. **Les marchés du crédit IG en euro sont donc soutenus par des flux constants d'assouplissement quantitatif**, alors que l'offre nette est restée pratiquement inchangée ces derniers trimestres. À titre de référence, au cours des sept premiers mois de cette année, la BCE a augmenté ses positions sur les obligations d'entreprises d'environ 50 milliards d'euros, tandis que les émissions nettes cumulées de dette d'entreprises non financières n'ont atteint que 24 milliards d'euros. En juillet, les émissions brutes et nettes d'obligations d'entreprises en euro ont été les plus faibles depuis 2002.

Le financement bancaire disponible, les réserves de liquidité et la durée plus longue de la dette expliquent ces faibles besoins de financement du marché. Si l'on considère les mois restants pour cette année, l'offre nette des non-financières d'août à décembre devrait être inférieure aux achats nets dans le cadre du CSPP.

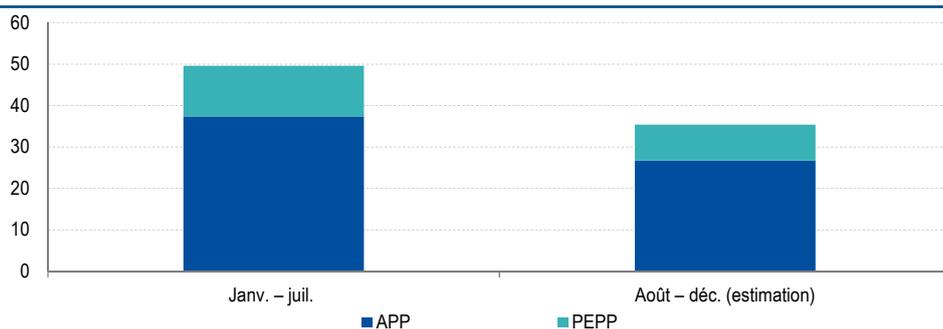
**La combinaison (1) d'une amélioration des perspectives macroéconomiques, (2) d'une plus grande facilité à prolonger le plan de relance monétaire et le financement, et (3) d'une hausse limitée des taux euro, représente un facteur défavorable pour la classe d'actifs.** Les taux de défaut devraient diminuer en Europe au cours des prochains trimestres, après avoir déjà atteint un plus bas et un plus haut plus tôt que prévu. **Sur les marchés européens du crédit, nous préférons les segments à bêta élevé, tels que la dette subordonnée et les titres BBB au sein du segment IG, ainsi que les entreprises affichant une notation moyenne à élevée au sein du segment HY.**

### 8/ QE de la BCE par rapport à l'émission nette de dette italienne : volumes depuis le début de l'année contre volumes estimés restants, en milliards d'euros



Source : ECB, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 13 août 2021

### 9/ Achats nets d'obligations d'entreprises par la BCE, en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 6 août 2021

LE THÈME DU MOIS



Une préférence relative pour l'UEM au sein de l'Europe

## 7. Maintien de notre opinion positive sur les actions européennes

Éric MIJOT, *Stratégiste Actions Senior*

Ibra WANE, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

### Opinion d'ensemble sur les actions

Depuis mars 2020, les marchés ont fortement progressé pour de bonnes raisons : policy-mix accommodant, percée de la vaccination, très fort rebond des résultats. Toutefois, après le

quasi-doublement du MSCI World AC et à la veille du *Tapering* de la Fed, **les arguments en faveur des actions mondiales sont devenus plus neutres.**

### Valorisation

L'explosion des résultats 2021 absorbera en partie la hausse des ratios de valorisation qui a eu lieu depuis 2020. Mais comme le rythme de croissance des BPA mondiaux devrait se

normaliser, passant de +45% en 2021 à un modeste 8% en 2022, **le PE forward actuel de 18,6x demeure élevé par rapport à l'ère pré-Covid** (fourchette de 13 à 16x).

### Préférences relatives

Le marché américain est à durée longue avec un tilt qualité marqué. Il est toutefois très cher, avec une prime de PE (ajusté du cycle) quasiment sans précédent par rapport à l'Europe. Dans une optique à 12 mois, si l'on considère que la croissance mondiale devrait ralentir mais rester supérieure à son potentiel,

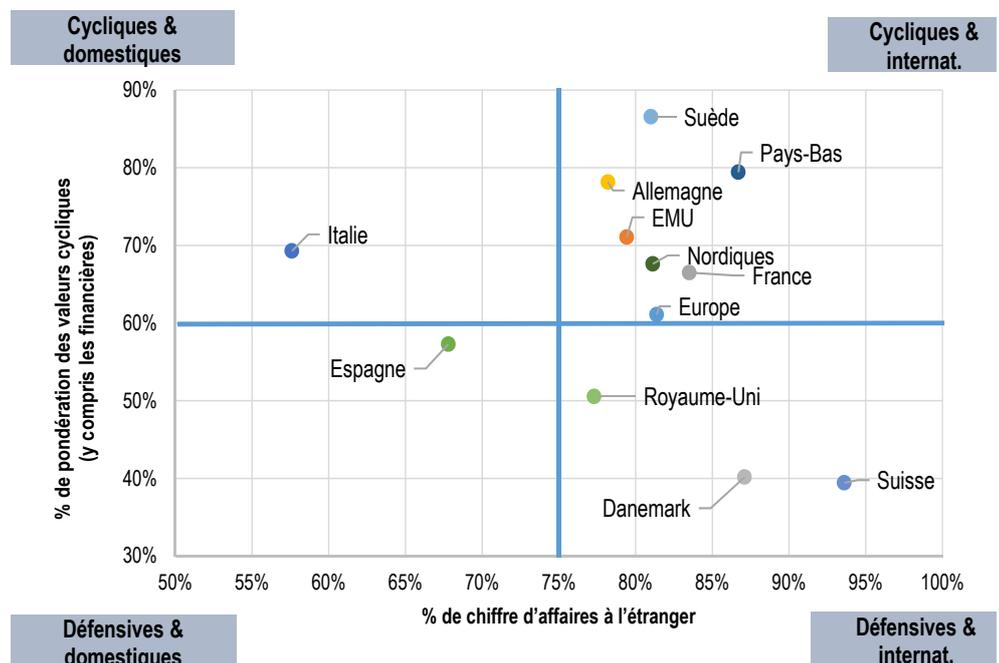
il conviendrait **plutôt de privilégier la région la plus cyclique et value des deux, à savoir l'Europe.** Au sein de celle-ci, **la Zone euro - marché relativement abordable à la fois cyclique et value - est un candidat naturel alors que le Royaume-Uni** est peu cher mais plus défensif et à faible bêta.

### Principaux risques

**L'inflation va-t-elle se résorber** une fois les effets de base et les goulets d'étranglement dissipés ou se révélera-t-elle plus structurelle que prévu ? Ceci déterminera le calendrier et l'ampleur du *Tapering* ainsi que l'évolution des rendements obligataires. **L'autre inconnue concerne la Covid.** Son impact sur l'économie des pays développés est plus faible

qu'auparavant. Mais depuis l'apparition du variant Delta, les perspectives d'un véritable retour à la normal sont devenues moins claires. Et si la croissance et les rendements obligataires s'avéraient alors plus faibles que prévu, ceci ne manquerait pas de peser sur les marchés d'actions.

## 10/ Exposition aux indices européens MSCI

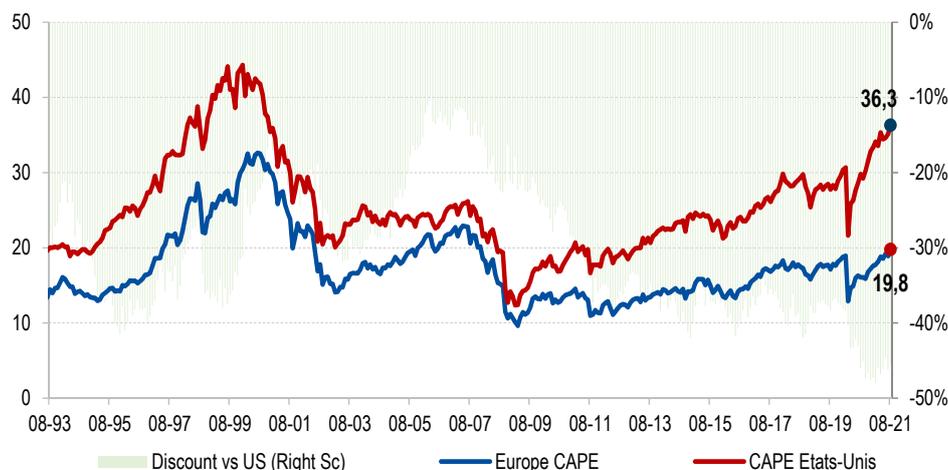


Source : Recherche Amundi - Données au 19 août 2021

LE THÈME DU MOIS



11/ PER corrigé des variations cycliques MSCI Europe et USA avec une décote à un quasi-plus haut historique



Source : Recherche Amundi - Données au 19 août 2021

L'Europe devra coopérer avec la Russie sur la situation afghane

## 8. Les dilemmes géostratégiques en Europe

Pierre Blanchet, Responsable Investment Intelligence

La fin de la présence militaire américaine en Afghanistan laisse les Européens face à un premier dilemme stratégique, celui d'une coopération avec la Russie. Bien que la Chine semble jouer un rôle actif dans l'avenir de la région, il est peu probable qu'elle puisse protéger les intérêts européens alors que la Russie le pourrait. Mais dans le même temps, l'influence croissante de la Russie aux frontières de l'Europe est une source d'inquiétude pour l'UE. En effet, le conflit en Ukraine/Crimée n'est toujours pas réglé, et la Biélorussie se dirige vers une plus grande intégration au sein de la Fédération de Russie, tandis que les pays baltes ont toujours ressenti une certaine pression à leur frontière. L'Afghanistan devrait s'ajouter à la liste des situations, à l'instar de la Syrie et de l'Irak, pour lesquelles l'UE a besoin de la Russie.

**Le deuxième dilemme concerne la Turquie**, qui est le seul membre de l'OTAN doté d'une population musulmane (en plus d'un climat ensoleillé) et entretenant une relation historique et ethnique avec les Afghans. La Turquie pourrait jouer un rôle clé en tant que médiateur voire apporter son soutien au nouveau régime, alors que ses relations avec l'Europe se sont dégradées récemment. **Le troisième dilemme concerne l'Afghanistan**. Si les Talibans sont incapables de surveiller Al-Qaïda et les groupes terroristes, ou s'ils

soutiennent le terrorisme international, l'Europe sera certainement une cible et devra donc réagir. L'absence d'actions préventives au cours de la décennie précédente a fait des centaines de victimes. Une autre vague de terrorisme sur le sol européen ne sera pas acceptable. Le fait que les alliés de l'OTAN n'aient pas été impliqués dans le retrait des États-Unis est déjà un coup dur pour les dirigeants européens, et l'avenir de l'Afghanistan pourrait devenir une équation avec trop d'inconnues.

Plus globalement, **la crise afghane montre à quel point l'Europe est dépendante des États-Unis**, surtout lorsqu'il s'agit de mener des opérations militaires de grande envergure en dehors de ses frontières. La défense européenne est quasi inexistante. Cette crise fait l'effet d'un signal d'alarme pour les dirigeants européens, qui doivent renforcer leur coopération militaire s'ils veulent donner corps au concept d'« autonomie stratégique ».

En outre, **l'Europe pourrait facilement se retrouver piégée dans la « paix froide » entre les États-Unis et la Chine** et doit définir une alternative crédible afin de mieux protéger ses propres intérêts économiques et stratégiques.



Classes d'actifs	Opinions d'investissement	Cibles ou actifs privilégiés
Marché monétaire	Taux directeurs de la BCE inchangés à l'horizon de prévision	Taux de la BCE -0,5 %
FX EUR	Légère dépréciation de l'euro	EUR/USD au T4 2021 1,16 EUR/USD au T2 2022 1,15
Obligations Souv. Euro	Maintien d'une durée courte sur les obligations core Position longue sur les périphériques vs core	Objectif de rendement du Bund allemand à 10 ans [-0,4; -0,2] Position longue sur le spread BTP-Bund
Crédit EUR	Biais positif sur le crédit en euro grâce à l'amélioration des fondamentaux et au soutien de la BCE	IG en EUR: segment à bêta élevé, dette subordonnée et titres BBB HY en EUR: entreprises de notation moyenne
Actions européennes	Positif sur l'Europe par rapport aux États-Unis: pro-cyclique et valeur relative	Privilégier les actions de la zone euro
Marchés émergents d'Europe centrale et orientale	Obligations souveraines: potentiel limité de resserrement des rendements, malgré une inflation en baisse	Duration courte pour la Hongrie Neutre sur la Pologne et la Roumanie
	Actions: positionnement prudent sur les valorisations et les prévisions de croissance des résultats	Biais négatif sur la République tchèque et la Pologne (par rapport à la Russie et à la Turquie)

## Un agenda politique chargé pour l'Europe

par Tristan PERRIER, *Global Views*

### ■ Allemagne

**Les élections fédérales allemandes, qui doivent se tenir le 26 septembre 2021, ne constituent pas un risque important pour les marchés.** Il est vrai que les différents scénarios possibles de prochaine coalition gouvernementale (qui peut prendre un certain temps à se construire) sont assez nombreux, d'autant plus que certains sondages donnent désormais de manière inattendue le SPD (centre-gauche) devant la CDU/CSU (centre-droit d'Angela Merkel) et les Verts. Toutefois, les programmes de ces trois partis, dont au moins deux seront certainement les principaux partenaires de cette coalition, ne s'écartent pas radicalement des politiques allemandes menées jusqu'à présent (notamment en ce qui concerne l'Europe).

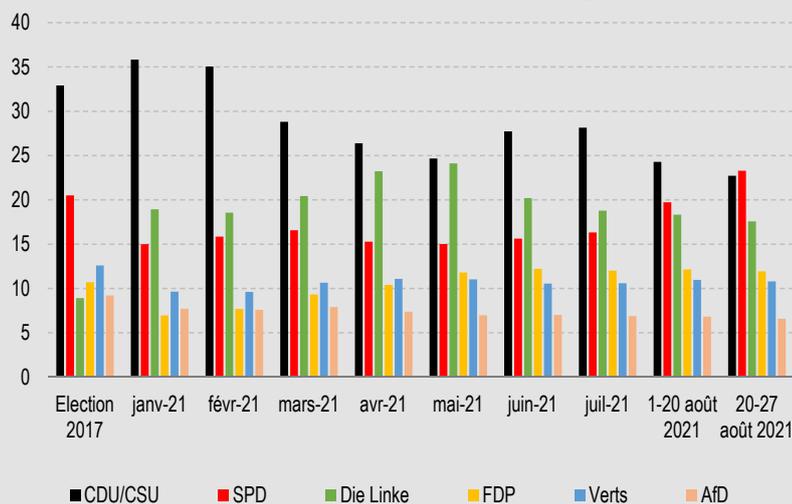
De plus, le mode de définition très consensuel des politiques allemandes (dans le cadre d'une coalition qui pourrait également inclure les libéraux du FDP ou, ce qui est moins probable, le parti de gauche Die Linke), ainsi que les garde-fous institutionnel garantissant l'équilibre des pouvoirs (incluant des rôles importants pour la Chambre haute et la Cour constitutionnelle), limitent également les possibilités de changements abrupts.

Néanmoins, ces élections seront probablement suivies de près, car elles aboutiront à la prise de poste d'un **nouveau chancelier allemand** (sans doute la fonction politique la plus importante d'Europe), après 16 ans de règne d'Angela Merkel. Ce nouveau chancelier aura, notamment, un rôle essentiel à jouer dans l'élaboration des futures évolutions institutionnelles de l'UE et de la zone euro, et dans le maintien d'un front uni en cas de nouvelle crise systémique dans la région. Il est probable que ce dirigeant sera soit Olaf Scholz du SPD (l'actuel ministre allemand des finances, avec un profil européen très

LE THÈME DU MOIS



Élections en Allemagne : moyenne des sondages



Source : INSA, Forschungsgruppe Wahlen, Allensbach, YouGov, Kantar, Forsa, Infratest dimap, Trend Research, IPSOS, GMS, Redfield and Wilson Strategies, Wikipedia.org, Recherche Amundi - Données au 30 août 2021.

expérimenté), soit Armin Laschet de la CDU soit Annalena Baerbock des Verts.

Par ailleurs, au-delà du grand nombre de sujets consensuels et du faible potentiel de changement radical, **il existe tout de même des divergences de vues** entre les principaux partis allemands, ce qui signifie que la nature de la coalition ne sera pas neutre à moyen et long terme, tant pour l'Allemagne que pour les affaires européennes. Notamment, **plus le rôle des Verts et/ou du SPD sera important dans la coalition, plus il est probable que l'Allemagne adoptera une approche plus graduelle et tolérante vis-à-vis de la normalisation budgétaire** (après les importants déficits liés à la pandémie de Covid), à la fois au niveau national et à l'échelle de la zone euro. **De même, les Verts et le SPD sont susceptibles d'être moins opposés à de nouvelles avancées dans la direction du fédéralisme budgétaire européen** (dans la foulée du NGEU) que la CDU et le FDP.

**Une coalition qui inclurait le parti de gauche Die Linke** (un scénario qui semble moins improbable qu'il y a quelques semaines maintenant que le SPD est en tête dans les sondages et qu'il n'exclut pas de s'associer à Die Linke) **peut être considérée comme le principal risque**, car elle pourrait théoriquement ouvrir la voie à des politiques défavorables à l'économie de marché (comme un retour en arrière sur les précédentes réformes allemandes pro-offre). Toutefois, même dans ce cas, l'influence de Die Linke au sein de la coalition serait probablement limitée et les dispositifs d'équilibre des pouvoirs agirait de manière efficace.

L'inclusion du parti d'extrême droite eurosceptique et anti-immigration AfD dans une coalition gouvernementale n'est actuellement pas une option envisagée par les autres partis.

■ Élections en France en 2022

Après les élections de fin septembre 2021 en Allemagne, le prochain grand événement politique programmé dans la zone euro sera le cycle électoral français : une élection présidentielle à deux tours les 10 et 24 avril 2022, suivie d'une élection législative également à deux tours les 12 et 19 juin.

À ce stade, l'actuel président Emmanuel Macron et Marine Le Pen (extrême droite) sont en tête dans les sondages pour le passage au second tour, avec une victoire d'Emmanuel Macron au final (à noter qu'il peut maintenant revendiquer un relatif succès au moins pour la campagne de vaccination). Cependant, il est encore très tôt et les autres partis (notamment la droite traditionnelle, qui pourrait encore faire son grand retour) doivent encore désigner leurs candidats.

Dans l'ensemble, ces élections françaises pourraient provoquer un peu plus de stress sur les marchés que les élections allemandes. Cela est dû à la forte présence de l'extrême droite et à la nature imprévisible du système à deux tours (si le vote est très fragmenté, un candidat inattendu pourrait en théorie arriver au second tour). Toutefois, ce stress devrait être moindre qu'en 2017, car, contrairement à cette époque, aucun candidat majeur n'a intégré de Frexit à son programme. Rappelons également que, bien que cela ne se soit jamais produit sous la constitution actuelle (en vigueur depuis 1958), il est théoriquement possible que le président élu ne parvienne pas à obtenir une majorité pour son parti lors des élections législatives, ce qui déclencherait alors la recherche d'une coalition.

LE THÈME DU MOIS



Europe Centrale: challenges et opportunités

par Karine HERVÉ, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sont avec les pays du sud de l'Europe les principaux récipiendaires du budget 2021-2027 et du nouveau fond européen pour la reprise (NGEU).** Les PECO ont soumis leurs programmes nationaux auprès de la Commission Européenne qui devrait les analyser et les approuver durant l'été puis les soumettre au Conseil pour validation. Ainsi, les premiers fonds pourraient être versés dès le mois d'août à certains pays dont le plan a d'ores et déjà été endossé par le Conseil (Croatie, Chypre, Lituanie, Lettonie, Slovaquie, Slovaquie). Le processus est en cours pour les autres pays à l'exception de la Pologne et de la Hongrie qui en raison de certaines violations des règles européennes de l'état de droit, ont vu l'étude de leur demande reportée. S'annonce un bras de fer entre ces pays et la Commission qui pourrait durer plusieurs mois, notamment avec la Hongrie.

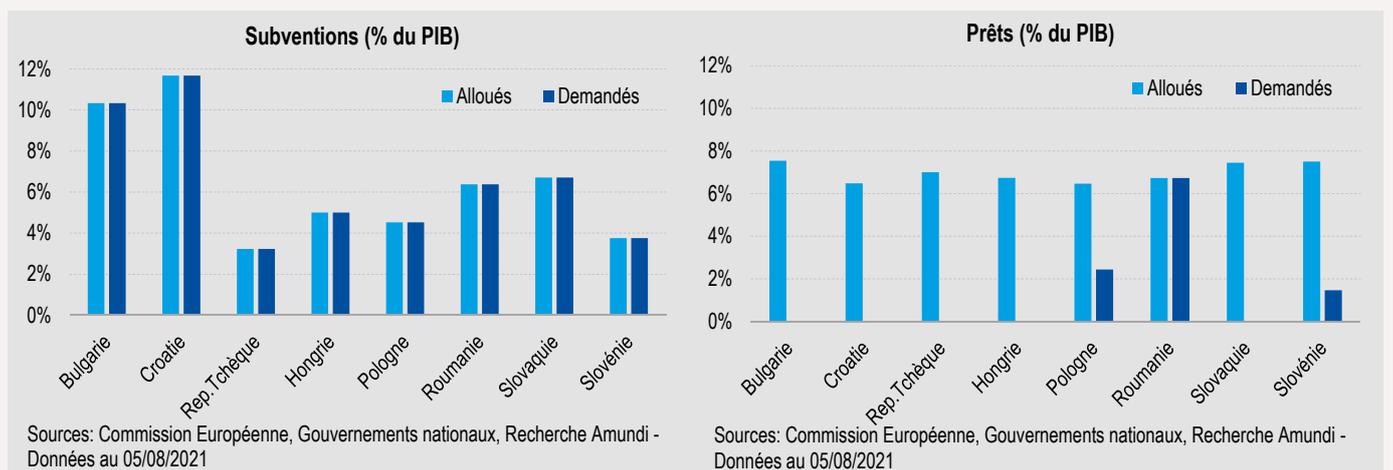
**Les fonds alloués par le NGEU représentent environ 10 % du PIB des PECO attendu en moyenne entre 2021 et 2027.** La Croatie et la Bulgarie sont les plus gros bénéficiaires de la région en pourcentage du PIB (18 %). Les PECO ont demandé l'ensemble des subventions allouées mais moins d'un tiers des prêts, à l'exception de la Roumanie qui a demandé la totalité. À ce stade, les demandes faites par ces pays représentent donc en moyenne 4 à 8 % du PIB estimé sur la période 2021-2027 (Voir graphiques). Pour l'instant, les PECO n'ont pas demandé de prêts mais ils ont jusqu'à août 2023 pour le faire et il y a fort à penser que tel sera le cas une fois les subventions épuisées. En outre, les pays peuvent attendre de demander des prêts en espérant que si toutes les subventions ne sont pas allouées, ils pourront en obtenir davantage, la Commission Européenne étant en général peu encline à redonner leur argent aux contributeurs nets.

Au cours des décennies passées, la croissance économique des PECO a été tirée par l'industrie traditionnelle, la dynamique des exports, les IDE, un faible coût de la main-d'œuvre et les fonds européens. Néanmoins, **ce modèle arrive à bout de souffle et ces pays sont en moyenne sous-capitalisés** par rapport aux autres pays européens avec un stock de capital estimé inférieur à 60 % de celui des cinq plus gros pays européens. Par ailleurs, le coût de la main-d'œuvre n'a cessé d'augmenter ces dernières années et la principale industrie de la région (le secteur automobile) va être de plus en plus affectée par l'automatisation. Dans ce contexte, les fonds européens qui se focalisent sur les secteurs de la transition énergétique, la digitalisation et la promotion de la recherche arrivent à point nommé. Notons entre autres que 30 % des fonds doivent être alloués à des projets concernant les changements climatiques, ce qui au vu de la forte intensité en carbone de ces pays et le coût élevé de tels projets, est du pain béni.

Il existe de nombreuses estimations sur l'impact des fonds sur la croissance réelle des pays. Selon une étude de la Commission, les fonds du NGEU devraient accroître la croissance de l'Union Européenne de 1.75 point de pourcentage (pp) en 2021 et 2022 et de 2.25 points les deux années suivantes. Cependant, ces estimations sont sans doute surestimées car elles sont faites à partir de l'hypothèse que 100 % des subventions et 50 % des prêts sont utilisées, ce qui comme nous l'avons dit n'est pas le cas actuellement. D'autres analyses indépendantes montrent que **l'impact serait très élevé (entre 0.6 et 1.6pp chaque année) en Bulgarie, Croatie et Roumanie** car ces pays ont demandé une plus grosse somme que les autres en pourcentage du PIB et parce que ces pays ont de forts besoins en infrastructures, alors qu'il serait compris entre 0.2 et 0.6pp en République Tchèque (faible taux d'absorption), Hongrie (faible efficacité des dépenses des fonds).

Toutefois, il existe certains risques concernant ces estimations. Tout d'abord, **le taux d'absorption des fonds européens en investissement public est assez faible.** Pour les PECO, pour le budget 2014-2020, il serait de 30 %. Ensuite, si on se base sur les plans précédents, même si le taux d'absorption est élevé, quand la totalité des fonds est utilisée, c'est **avec environ 3 ans de retard.** Enfin, au moins 30 % des fonds doivent être alloués à la transition climatique et 20 % à la transition digitale. Or, il peut s'avérer difficile de trouver autant de projets de ce type.

Quoi qu'il en soit, nul doute que ces fonds européens sont une manne financière exceptionnelle pour ces pays et la poursuite de leur développement économique au sein de l'Union Européenne.



## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :

[research-center.amundi.com](https://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 Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset 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 2 septembre 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 7 septembre 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MarianVejcik

#### 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

**DROZDIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**LETORT Valérie**, Global Views

**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

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

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche