

Research

#11  
Novembre  
2021

# CROSS ASSET Investment Strategy

## VUES DES CIO

Les marchés en pleins sables mouvants :  
les risques inflationnistes persistent

## LE THÈME DU MOIS

T3 2021 : d'une phase de reprise à une fin  
de cycle inflationniste

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #11 - Novembre 2021

## Sommaire

## Global Investment Views

## Vues des CIO

**Les marchés en pleins sables mouvants: les risques inflationnistes persistent** p. 3

Bien que nous continuions à croire que l'inflation restera élevée à moyen terme, ce n'est que maintenant que les marchés prennent conscience que certaines composantes de l'inflation ne seront pas transitoires. Or, en parallèle, la dynamique du paramètre « croissance » de l'équation montre des signes de ralentissement. C'est donc désormais la question de la stagflation qui se pose. Dans cet environnement, nous privilégions un positionnement prudent et flexible en matière de duration, en gardant un œil sur les taux réels et en mettant davantage l'accent sur la sélection des crédits. Côté actions, nous restons globalement neutres et pensons que les actions décotées/de qualité devraient protéger les portefeuilles contre l'inflation, mais l'accent sur la sélection bottom-up reste de mise.

## Vues de la recherche

**Pénurie d'énergie: l'Europe et la Chine les plus touchées** p. 5

Les pressions actuelles sur l'offre pourraient impacter la croissance économique en se répercutant sur les prix, mais le passage à des cours du pétrole élevés à long terme semble peu probable pour l'instant.

## Gestion diversifiée

**Neutralité sur fond de hausse des risques et de bénéfices élevés** p. 7

Nous sommes neutres sur les actifs risqués et bien diversifiés dans l'ensemble, avec un positionnement équilibré sur les actions, en privilégiant les actions décotées et en évitant celles dont le pouvoir de fixation des prix est limité.

## Marchés obligataires

**Rendements corrigés de l'inflation grâce à la sélection crédit** p. 9

Les disparités dans le crédit vont s'accroître, à mesure que les entreprises saines deviennent plus chères et que les entreprises de qualité moindre deviennent moins chères. La sélectivité sera donc de mise et les cas idiosyncrasiques seront nombreux.

## Actions

**Les marchés à l'épreuve de la crise énergétique** p. 11

Les marchés récompenseront les entreprises capables d'augmenter leurs prix et de préserver leurs marges par rapport à celles qui sont incapables de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, ce qui aura une incidence sur le cours des actions.

## Thématique Global views

**Le triangle de la répression financière** p. 13

L'idée selon laquelle nous serions en train d'entrer dans une phase de répression financière refait régulièrement surface dans le contexte actuel de taux d'intérêt réels négatifs et de taux d'intérêt nominaux très bas. Toutefois, à l'heure où la Réserve fédérale commence à normaliser sa politique en réduisant ses achats et où les rendements du Trésor américain augmentent, les investisseurs pourraient croire qu'il ne s'agit que d'un phénomène temporaire. Or, nous pensons que le régime de répression financière date du lendemain de la crise financière de 2008, soit il y a 15 ans, et que cette répression financière est susceptible de gagner en intensité avec la crise Covid-19 et la crise climatique. En effet, la répression financière n'est pas seulement fonction de la politique monétaire, mais aussi de la régulation et réglementation, les trois formant un triangle dont le barycentre est mobile. Une politique assurant une transition énergétique sans heurts semble improbable sans une forme plus ou moins intense de répression financière.

## Le thème du mois

**T3 2021 : d'une phase de reprise à une fin de cycle inflationniste** p. 16

- Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues. Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central.
- Cela se traduit par une exposition modérée aux actions, avec un biais pour les secteurs décotés et de qualité. Nous préférons les taux d'intérêt de l'IG aux govies, tandis que les OII offrent une couverture.

## Thématique

**Offre d'obligations d'État européennes vs QE de la BCE en 2022** p. 22

L'augmentation de la dette publique dans la zone euro devrait continuer de ralentir en 2022, suivant la même tendance que les pics d'émissions nettes de 2021 par rapport à 2020, tandis que l'offre d'obligations de l'UE devrait rester proche de celle de 2021. La réduction des déficits publics, l'augmentation des remboursements d'obligations arrivant à échéance, l'accumulation de réserves financières importantes et l'afflux de fonds NGEU dans certains pays sont autant de facteurs laissant présager ce scénario. Du côté de la demande, nous pensons que la BCE devrait calibrer son programme d'assouplissement quantitatif en conséquence, avec des volumes inférieurs à ceux de ces deux dernières années, tout en cherchant toutefois à absorber la plupart des émissions nettes de dette publique, jouant ainsi un rôle plus important que les autres banques centrales dans la réduction de l'impact sur les taux et les *spreads* sur le marché obligataire domestique.

## Thématique

**Essor des stablecoins: des conséquences majeures pour le système financier?** p. 25

Les stablecoins sont en plein essor. Ils pourraient bientôt, plus directement que les autres cryptomonnaies, être porteurs de nouvelles solutions, mais aussi de nouveaux risques, pour les activités de paiement et le fonctionnement des marchés financiers. Les autorités préparent leurs réponses réglementaires, mais les enjeux sont complexes et différent suivant les pays.

## Scénarios de marché et risques

- > **Analyse cross asset :** p. 28  
Identification du point de retournement des marchés
- > **Points clés de la Recherche** p. 30
- > **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
- > **Publications récentes** p. 38

## VUES DES CIO



**Pascal BLANQUÉ,**  
CIO Groupe



**Vincent MORTIER,**  
CIO Adjoint Groupe

## Les marchés en pleins sables mouvants : les risques inflationnistes persistent

Qu'on le veuille ou non, l'alignement des planètes favorable à une inflation élevée va se maintenir pour un bon moment. Une prise de conscience du caractère plus permanent que prévu de l'inflation a eu lieu en octobre, le FMI déclarant officiellement que nous entrons dans une phase de risque inflationniste et les banques centrales (BC) admettant en partie que l'inflation s'avérait plus tenace que prévu. **Ceci donne davantage de corps à l'idée que les marchés évoluent dans des sables mouvants et renforce le scénario d'une inflation plus permanente.** Le décalage entre l'offre et la demande s'accroît, avec d'un côté des pénuries dans le monde entier et de l'autre la réouverture complète des principales places économiques, ce qui alimente la demande. Les goulets d'étranglement de l'offre s'intensifient et la hausse spectaculaire des prix de l'énergie et des denrées alimentaires entraîne la dynamique de l'inflation dans un cercle vicieux. Enfin, les salaires constituent un facteur supplémentaire qui pourrait déclencher de nouvelles hausses de l'inflation. En effet, la hausse persistante des prix poussera les salariés à réclamer des augmentations de salaire.

**Compte tenu des risques connus concernant la variable I (inflation) de l'équation, l'attention du marché se portera à nouveau sur la variable C (croissance).** Sommes-nous en train de nous diriger vers une décélération proche du potentiel ou en dessous, contribuant à alimenter les craintes de stagflation ? En ce qui concerne la croissance, toutes les zones économiques (États-Unis, Europe, Chine) sont confrontées à des difficultés.

Notre scénario central prévoit une décélération contrôlée à l'approche de 2022, tandis que des mesures de soutien budgétaire supplémentaires visant à résoudre les différents problèmes en suspens devraient être déployées l'année prochaine, contribuant ainsi à renforcer la croissance tout au long de 2022. À plus long terme, la transition énergétique est une priorité essentielle qui pourrait alimenter une poussée budgétaire mondiale supplémentaire. La COP26 constitue donc un rendez-vous important à observer pour évaluer l'évolution future de l'action politique. Les réactions du marché dépendront des banques centrales et celles-ci ne disposent d'aucune marge d'erreur. Nous pensons que les éventuelles interventions des banques centrales seront extrêmement progressives, car il n'y a pas grand-chose qu'elles puissent faire pour lutter contre les forces inflationnistes du côté de l'offre.

Ce scénario confirme notre positionnement actuel :

- **Les taux réels sont la variable clé à surveiller.** Dans la présente phase de réévaluation de la croissance, nous nous attendons à ce que les taux nominaux évoluent légèrement à la hausse tout en restant plafonnés, tandis que les taux réels auront tendance à baisser. Cette phase continuera d'être plus propice aux actions qu'aux obligations. Plus tard dans la séquence, il y aura probablement un rattrapage, avec une hausse des taux nominaux et une stagnation des taux réels (à un moment donné en 2022). Cette phase pourrait déclencher une certaine volatilité des actions et des obligations et obligera les investisseurs à plus de diversification. La troisième séquence concerne les taux réels et nominaux qui repartiront tous deux à la hausse. Cette étape pourrait être plus difficile à gérer, mais nous ne pensons pas qu'elle soit imminente.
- **Positionnement globalement court sur la durée, mais nous n'anticipons pas une forte hausse des taux pour le moment.** Le crédit conserve ses atouts, car les fondamentaux se sont améliorés, mais aux niveaux actuels des *spreads*, la sélectivité est essentielle pour se préparer à la prochaine séquence, qui verra les risques de liquidité augmenter. La demande pour les obligations des administrations chinoises locales reste forte dans un contexte de quête de rendement et, de manière plus générale, la demande pour les obligations émergentes avec un biais pour les échéances courtes.
- **Rester neutre sur les actions et rechercher d'éventuels points d'entrée à de meilleurs niveaux,** mais en restant attentif aux risques et en conservant des couvertures pour les phases de volatilité accrue, si la croissance continue de se détériorer et/ou si la communication des banques centrales se révèle défailtante. En ce qui concerne les actions, chaque entreprise doit être évaluée au regard de la hausse de l'inflation et des taux. Les actions décotées demeurent un bon terrain de chasse avec des entreprises dotées de modèles économiques réellement résistants à l'inflation. Cette saison de publication des résultats devrait être l'une des plus difficiles en termes de visibilité. Les marchés tiennent déjà compte des difficultés, de sorte que la saison de publication des résultats ne devrait pas être mauvaise, mais l'incertitude

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Positionnement neutre sur les actifs risqués, avec une vigilance accrue sur les taux réels et une plus grande attention portée à la sélection, compte tenu de l'inflation persistante et des risques asymétriques.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Ajustement de la durée core Euro (toujours prudent), plus grande sélectivité sur le crédit
- ▶ Changements tactiques sur les devises, plus prudent sur la GBP
- ▶ Attention aux valorisations sur les TIPS

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

## VUES DES CIO

est très élevée et une partie de la pression énergétique n'a pas encore été prise en compte : il sera donc important d'évaluer son impact sur les prévisions. La composante croissance du marché reste plus vulnérable à la hausse des taux. Si, pour le moment, la hausse est plafonnée, la prochaine séquence sera plus difficile et les investisseurs doivent se préparer à adopter un positionnement très prudent sur les segments où les valorisations sont extrêmes.

- **Dans les pays émergents**, qui peuvent désormais se joindre au mouvement de réouverture grâce à une amélioration de la situation épidémique, les disparités sont de plus en plus importantes. Les pays susceptibles de bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, comme la Russie et l'Indonésie, sont favorisés, tandis que les pays les plus exposés au ralentissement de la Chine semblent les plus faibles.

De manière générale, le contexte pour les investisseurs est de plus en plus incertain et risqué et le potentiel de hausse à court terme est faible. Les marchés sont coincés entre ces deux risques. La montée des craintes d'inflation pousse les rendements à long terme à la hausse, mais seulement jusqu'à un certain point, car lorsque la croissance est menacée, les banques centrales sont réticentes à durcir leur politique de manière significative. Les actions restent la classe d'actifs à privilégier compte tenu des faibles rendements des obligations, toutefois, dans un environnement de valorisations déjà tendues en termes absolus, toute hausse de l'inflation et des rendements à long terme devrait entraîner une réévaluation de chaque thèse d'investissement.

VUES DE LA RECHERCHE



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



**Lorenzo PORTELLI,**  
Responsable de la Recherche  
Cross Asset

*Les pressions actuelles sur l'offre pourraient impacter la croissance économique en se répercutant sur les prix, mais le passage à des cours du pétrole élevés à long terme semble peu probable pour l'instant*

## Pénurie d'énergie : l'Europe et la Chine les plus touchées

- La crise énergétique actuelle est imputable à des pressions à court terme<sup>1</sup> et aux déséquilibres liés à la transition verte.
- L'Europe et la Chine sont plus durement touchées que les autres régions, car ce sont les plus gros importateurs de gaz naturel.
- Une pénurie mondiale d'énergie en 2022 est peu probable, mais les perturbations du secteur énergétique auront un impact sur l'inflation et pèseront sur la croissance et les marges bénéficiaires.

Depuis le début de l'été, nous avons assisté à une revalorisation importante de certaines matières premières énergétiques ou connexes. Bien que de nombreux facteurs interdépendants soient en jeu (goulots d'étranglement saisonniers liés à la reprise), le principal catalyseur a été la forte demande mondiale d'électricité. Selon l'AIE, après avoir baissé d'environ 1 % en 2020 en raison du Covid, la demande mondiale devrait augmenter de près de 5 % en 2021 et d'un peu moins en 2022, soit près du double de la moyenne annuelle sur 10 ans (2,7 %). Tout ceci survient au moment où la transition verte et la lutte mondiale contre le changement climatique s'intensifient, limitant les émissions de charbon, principalement dans l'UE et en Chine.

**L'Europe et l'Asie sont dans une position inconfortable** en termes de production de gaz, car elles sont historiquement les plus grands importateurs nets et le déficit à combler dans les années à venir sera énorme. En Europe, les pressions sur la demande de gaz naturel se sont concrétisées, la hausse des besoins étant à peine couverte par l'offre des deux principaux fournisseurs (Russie,

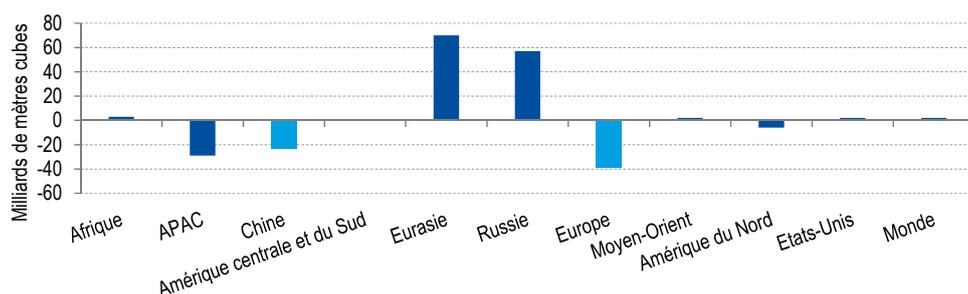
Norvège). En Chine, la demande d'énergie a été considérable et aggravée par un été très chaud et sec. De manière générale, environ 65 % de la consommation d'électricité en Chine est alimentée par le charbon et 17 % par l'hydroélectricité. Or, l'offre d'électricité provenant de ces deux sources a été limitée. Pour le charbon, la production nationale a connu des difficultés en raison des réformes réglementaires et des objectifs de limitation des émissions, tandis que la sécheresse estivale a limité la contribution hydroélectrique. Il en a résulté une demande très forte de gaz naturel en Chine. Les préoccupations croissantes concernant les pénuries d'approvisionnement en matières premières vertes et l'éventuelle pénurie d'énergie ont soutenu plusieurs matières premières, du cuivre à l'aluminium et du gaz au pétrole.

La ruée en Europe et en Asie pour stocker du gaz est sans précédent. Ces deux régions sont les plus en difficulté pour reconstituer leurs stocks de gaz et de pétrole à l'approche de l'hiver. La flambée des prix du gaz naturel s'est répercutée sur les marchés pétroliers, faisant grimper les prix du pétrole, car de nombreux pays ont été contraints de trouver des substituts au charbon et au gaz. Le pétrole est passé au-dessus de 80 dollars en raison du risque de sous-approvisionnement, malgré le contexte de décélération de la croissance, car, pour des motifs différents, voire opposés, les fournisseurs de pétrole<sup>2</sup> semblent peu enclins à augmenter leur production dans les prochaines semaines. La production américaine est restée en deçà de la demande mondiale de pétrole en raison d'une pause temporaire des activités de forage suite aux ouragans et du fait de la

<sup>1</sup> Hausse de la demande en hiver

<sup>2</sup> OPEC+ et États-Unis

### Gaz naturel : déficit/excédent (2020 à 2021)



Source : AIE = Agence internationale de l'énergie. L'APAC inclut la Chine, l'Eurasie inclut la Russie, l'Amérique du Nord inclut les chiffres des États-Unis. Le graphique présente l'augmentation/diminution de la production moins l'augmentation de la demande de 2020 à 2021.

VUES DE LA  
RECHERCHE

faible production de pétrole de schiste. Aux prix actuels et sans que le marché soit inondé par l'offre américaine, l'OPEP accumule les recettes et tente de corriger ses équilibres budgétaires souverains. Pendant ce temps, le secteur de l'énergie, principalement en Europe, restera sous pression, étant donné que nous entrons dans l'hiver avec des stocks de gaz historiquement bas et que la Russie et la Norvège ne seront pas en mesure d'augmenter leurs flux vers l'UE à court terme. Les flux russes vers l'Europe sont d'ailleurs déjà plus élevés que les niveaux d'avant-Covid. **Notre scénario central n'est pas celui d'une pénurie d'énergie durant l'hiver. En revanche, nous pensons que les tensions et les hausses de prix affecteront la croissance européenne** par le biais d'une inflation élevée, de la consommation des ménages, d'un resserrement des bénéfices des entreprises et d'une baisse de la productivité.

Le WTI devrait rester à environ 80 dollars pendant un certain temps et il semble prématuré d'anticiper un passage structurel dans la fourchette de 80 à 100 dollars. En effet, la production pétrolière américaine devrait se rétablir progressivement au cours du premier semestre 2022. De plus, les membres de l'OPEP+ sont capables de répondre à tout pic de demande inattendu et devraient intervenir si la situation énergétique s'aggrave encore et que les prix dérapent. Troisièmement, malgré le soutien à long terme de ces marchés par le passage du charbon au gaz et au pétrole, la contribution cyclique de l'économie à la demande devrait diminuer en 2022, à mesure que la croissance revient vers ses niveaux tendanciels. **Nous nous attendons donc, conformément aux perspectives officielles de l'EIA (Energy Information Administration), à ce que le pétrole tombe sous la barre des 80 dollars d'ici fin 2022.**

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Neutralité sur fond de hausse des risques et de bénéfices élevés



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

*Nous sommes neutres sur les actifs risqués et bien diversifiés dans l'ensemble, avec un positionnement équilibré sur les actions, en privilégiant les actions décotées et en évitant celles dont le pouvoir de fixation des prix est limité*

La croissance économique demeure robuste, mais certains risques se dessinent sous la forme de contraintes de capacité de production qui, associées aux effets de base des confinements et aux chiffres récents de l'IPC, alimentent le scénario d'inflation à l'approche du premier semestre 2022. Ceux-ci poussent également les banques centrales à agir, comme en témoigne l'annonce très probable d'une réduction des achats de la Fed lors de sa réunion de novembre. D'un autre côté, le sentiment de risque reste constructif et pro-cyclique compte tenu de l'évolution de la pandémie. Les conditions financières sont accommodantes malgré un certain mouvement haussier des rendements core et la faiblesse de la Chine. Il convient donc de **rester neutre sur les actifs risqués, en privilégiant une approche patiente et active et d'attendre de meilleures opportunités, en conservant les couvertures existantes.**

### Des idées à conviction forte

Les valorisations des actions sont tributaires de la faiblesse des taux d'intérêt, ce qui nous permet de continuer à acheter la faiblesse des marchés actions, quand l'attractivité des valorisations s'accompagne de bons fondamentaux. Ainsi, tout en restant quasiment neutres sur les pays développés et émergents, nous scrutons les publications de résultats pour mieux comprendre les prévisions et identifier les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix. Actuellement, les prévisions de croissance des bénéfices du marché sont déconnectées des surprises des données économiques. Ceci est important si l'on considère les pressions sur les marges découlant de la hausse du coût des intrants, du resserrement des marchés de l'emploi et des goulets d'étranglement. Nous cherchons également à trouver un équilibre

entre les facteurs positifs et les facteurs moins positifs (stagflation, réduction des dispositifs de soutien, hausse des taux réels et faiblesse de la Chine).

**Nous maintenons notre position défensive sur les bons du Trésor américain à 10 ans, mais nous la gérons de manière tactique,** car les fondamentaux suggèrent des niveaux de rendement plus élevés sur fond de dette et d'inflation élevées. L'offre de bons du Trésor américain restera élevée malgré une amélioration du déficit budgétaire en 2022, ce qui conforte notre position. Même si nous pensons qu'il est possible que les rendements augmentent encore et que la courbe se pentifie malgré la récente hausse, nous surveillons attentivement les mouvements.

Nous continuons d'envisager une pentification de la courbe au Royaume-Uni, même si la logique de cette évolution a changé de refutation à stagflation. Nous restons également constructifs sur les BTP par rapport aux Bunds, dans un contexte de portage attractif, de surprises économiques potentielles liées à la croissance italienne et de l'impulsion donnée par le fonds Next Gen EU.

**Les obligations d'État chinoises constituent un excellent moyen de diversifier les portefeuilles internationaux** lorsque les rendements des pays développés sont attendus en hausse. Contrairement aux rendements américains, les rendements chinois devraient rester stables au cours des six prochains mois grâce au soutien de la PBoC. Toutefois, de manière générale, nous restons neutres sur l'EMBI.

**La quête de revenus sur les marchés IG et HY européens se poursuit,** compte tenu de l'amélioration des fondamentaux, de l'évolution positive des facteurs techniques et

### Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, FX = devises, IG = investment grade, HY = high yield, CBS = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

des politiques des banques centrales visant à maintenir les taux courts ancrés. Étant donné la tendance à la baisse des taux de défaut, l'amélioration des ratios de détresse et les conditions financières favorables, nous pensons que la dette subordonnée et le haut rendement sont des segments de crédit attractifs.

**Les devises offrent des opportunités de valeur relative attractives.** La stabilisation de la croissance mondiale et la normalisation de la politique de la Fed ont été positives pour le dollar, offrant aux investisseurs l'opportunité de profiter de la hausse de l'USD/JPY. Nous ne sommes plus négatifs sur l'euro par rapport à la couronne norvégienne, car cette dernière pourrait souffrir d'une volatilité accrue. Nous maintenons notre point de vue sur le portage de devises GBP/CHF et notre positionnement prudent sur la paire GBP/EUR. Face au billet vert, la livre sterling pourrait être sous pression en raison de l'isolement géopolitique

du Royaume-Uni par rapport aux États-Unis et à l'Union européenne, ainsi que de la crise énergétique actuelle. Nous sommes donc désormais défensifs sur la paire GBP/USD. Dans les pays émergents, nous pensons désormais que l'IDR pourrait être affectée par un éventuel sentiment d'aversion au risque lié au ralentissement chinois. Nous conservons en revanche notre positionnement positif sur le KRW et le CNH face à l'EUR et sur le RUB/EUR.

**Risques et couvertures**

La pression croissante sur les coûts due à l'inflation pourrait potentiellement affecter les marges et les ratios cours-bénéfices, ce qui constitue un risque à fort impact à surveiller et qui est susceptible d'affecter les prix. Nous recommandons donc aux investisseurs de maintenir leurs couvertures pour préserver l'exposition aux actions.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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

*Les disparités dans le crédit vont s'accroître, à mesure que les entreprises saines deviennent plus chères et que les entreprises de qualité moindre deviennent moins chères. La sélectivité sera donc de mise et les cas idiosyncrasiques seront nombreux*

## Rendements corrigés de l'inflation grâce à la sélection crédit

L'endettement élevé, aggravé par la réponse budgétaire à la crise du Covid, combiné à la réouverture des économies, aux pénuries d'approvisionnement et à la démographie, pousse l'inflation à la hausse. Si la répression financière (emprunts publics à des taux inférieurs à ceux du marché) fonctionne lorsque l'inflation est sous contrôle, elle pourrait désormais être un problème pour la valeur des actifs. Certaines banques centrales qui ont maintenu des taux bas se rendent compte que l'inflation n'est pas transitoire. Nous pensons que la Fed et la BCE vont probablement réduire leurs achats d'actifs, mais qu'elles s'abstiendront de prendre des mesures trop extrêmes, même si certaines politiques peuvent être asynchrones. La liquidité restera globalement élevée. Les investisseurs devraient rester actifs et revenir sur une position de durée longue malgré les récents mouvements à la hausse des rendements. **En matière de crédit, la dette subordonnée et les obligations émergentes offrent des rendements réels convenables, mais il convient de rester attentif aux niveaux d'endettement et d'examiner de plus près les cas d'investissement dans un contexte de valorisations serrées.**

### Obligations mondiales et européennes

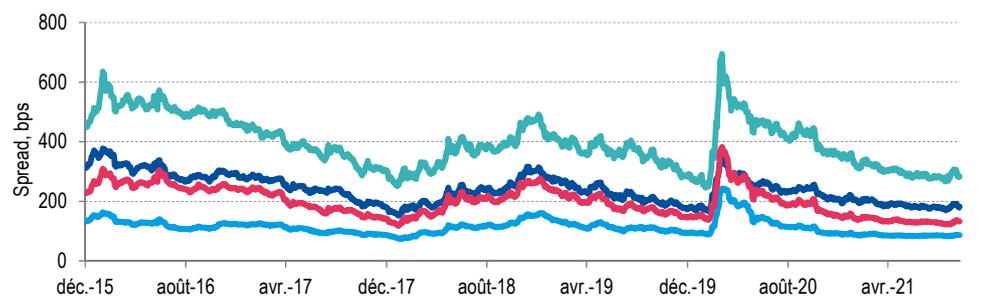
Nous restons prudents, mais actifs sur la durée aux États-Unis, l'Europe core et semi-core et le Royaume-Uni, mais positifs sur les obligations d'État chinoises. Nous percevons à présent un potentiel de pentification au Canada et d'aplatissement en Australie. Nous maintenons notre opinion positive de la dette périphérique (ajustement

marginal), car l'Italie offre un bon compromis risque/rendement. Concernant le crédit, les fondamentaux continuent de s'améliorer, bien qu'à un rythme plus lent et nous ne voyons pas d'augmentation des situations de détresse ou des défauts, tandis que le portage reste correct. Il convient de faire preuve de plus de sélectivité pour identifier les entreprises capables de répercuter les hausses de prix sur les consommateurs. Nous sommes, en revanche, prudents sur la dette à long terme (risque de durée) et privilégions les échéances plus courtes. Nous sommes constructifs sur les entreprises moins bien notées, mais cherchons un équilibre avec les entreprises offrant un potentiel de rendement supplémentaire pour jouer la carte de la compression. Nous sommes également constructifs sur les financières subordonnées HY et IG. **L'intensité carbone et les performances ESG sont des facteurs clés à surveiller.** La crise énergétique conforte notre point de vue selon lequel les investissements dans les technologies à faible intensité carbone doivent s'accroître pour que nous puissions atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.

### Obligations américaines

Nous pensons que l'inflation est un phénomène mondial à long terme, alimenté par la baisse des taux d'activité aux États-Unis, la diminution des taux de natalité en Chine et les pénuries de main-d'œuvre. Dans ce contexte, les marchés sont actuellement dans une phase attendiste, mais les rendements core devraient finir par augmenter. Nous restons sceptiques, mais flexibles sur les

### Les spreads restent serrés, mais des opportunités sélectives subsistent



— IG UE — Hybrides monde hors finance — Convertibles contingents — Dette financière subordonnée UE

Source : Amundi, Bloomberg, données au 20 octobre 2021

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

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

bons du Trésor américain dans un contexte d'endettement élevé, tout en surveillant l'évolution des taux nominaux et réels. **Nous sommes en revanche constructifs sur les emprunts d'État indexés sur l'inflation, mais restons attentifs aux valorisations et à leur potentiel de hausse limité.** Les fondamentaux du crédit sont favorables et nous recommandons aux investisseurs d'être très sélectifs afin de limiter le bêta de leur portefeuille et leur exposition à l'IG de duration longue. Étant donné que les *spreads* se sont déjà resserrés cette année, nous nous concentrons sur les risques idiosyncrasiques. **Le crédit titrisé – titres adossés à l'immobilier résidentiel et crédit à la consommation – est relativement attractif** étant donné que les revenus des consommateurs sont solides. De manière générale, nous restons vigilants sur le logement et percevons du potentiel dans les prêts hypothécaires non résidentiels sélectionnés.

**Obligations des marchés émergents**

Si le différentiel de croissance entre les pays émergents et les États-Unis évolue en faveur des premiers, les goulets d'étranglement de

l'offre et les prix élevés de l'énergie persistent. Il convient donc de privilégier les pays où les banques centrales prennent des mesures pour maîtriser l'inflation (Amérique latine et Russie) et d'éviter ceux où ce n'est pas le cas. La Chine, qui est confrontée à des faiblesses à court terme, mais où subsistent des opportunités sélectives à long terme, constitue une troisième catégorie. Pour les obligations en devises locales, notre conviction porte sur des pays tels que la Russie. Pour celles en devises fortes, nous maintenons notre préférence pour les titres HY par rapport aux titres IG, ainsi que pour les obligations d'entreprises des pays émergents.

**Devises**

Nous conservons notre opinion constructive à court terme sur le dollar, compte tenu du statut de valeur refuge de la monnaie, mais nous restons vigilants, car il s'agit d'une opinion consensuelle. En ce qui concerne les devises des pays émergents, nous sommes sélectivement positifs (RUB, INR, MXN), mais estimons que le changement de ton de la Fed pourrait tempérer l'ambiance. Nous restons vigilants, notamment sur le CNY.

ACTIONS

## Les marchés à l'épreuve de la crise énergétique



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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

Les marchés récompenseront les entreprises qui ont la possibilité d'augmenter leurs prix et de préserver leurs marges par rapport à celles qui ne sont pas en mesure de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, ce qui aura une incidence sur le cours des actions

### Évaluation globale

Aujourd'hui, le problème central des marchés est l'inflation et la question de savoir si les entreprises seront en mesure de résister aux pressions sur leurs marges. Ceci est particulièrement important compte tenu de la flambée des prix de l'énergie qui impacte aussi bien les entreprises que les ménages (question politiquement délicate). Nous pensons que la situation actuelle en Europe va accélérer la transition énergétique à long terme. D'autre part, les valorisations dans certains domaines semblent chères, ce qui amène à s'interroger sur la viabilité de celles-ci en cas d'inflation élevée et de hausses des taux. Du point de vue de l'investisseur, **nous pensons que le champ des possibles est large et qu'il convient donc de respecter un processus de sélection rigoureux qui privilégie les fondamentaux (qualité des bénéfices et croissance) et de jouer les rotations favorisant les actions décotées et de qualité.**

### Actions européennes

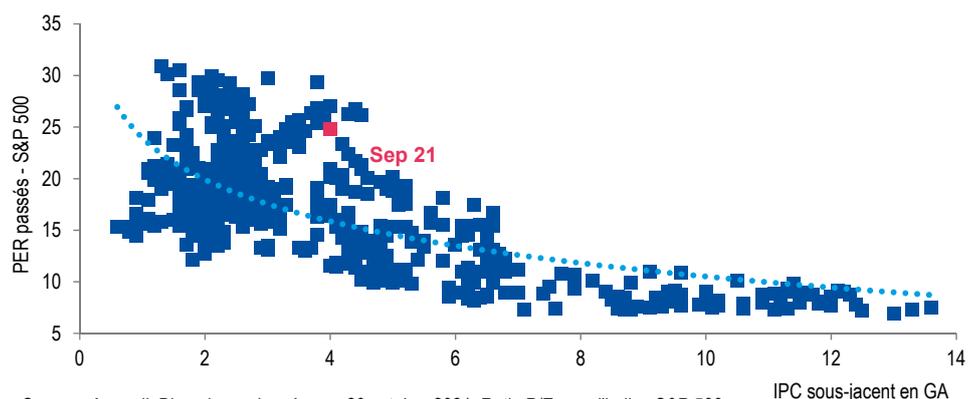
Nous conservons une position équilibrée en privilégiant un scénario de normalisation et de réouverture et mettons cette vision en œuvre par le biais d'une approche de type « barbell » avec des valeurs cycliques de qualité des secteurs de l'industrie et de la finance (value). En effet, la réouverture économique n'est pas encore pleinement prise en compte dans ces secteurs et les valorisations sont donc sélectivement attractives. Le tableau paraît en revanche mitigé dans les secteurs de la consommation et de l'énergie. Pour ce dernier, nous sommes devenus plus prudents en

raison de la forte progression récente et nous cherchons des réponses au-delà de la saison de publication des résultats, notamment en ce qui concerne l'impact de l'investissement vert sur le paysage plus global de l'énergie verte. Nous pensons qu'il faut investir dans le secteur de l'énergie avec une approche d'amélioration ESG qui pourrait avoir un impact significatif et favoriser l'investissement dans les énergies propres. L'autre volet de notre stratégie « barbell » se compose de titres défensifs attractifs dans les secteurs de la santé et des télécoms. De manière générale, nous recherchons des opportunités présentant des profils risque/rendement robustes et évitons donc les valeurs de croissance chères.

### Actions américaines

Même si elle atteint un pic au cours des prochains trimestres, l'inflation risque de peser sur la valorisation des actions. Il est donc nécessaire pour les investisseurs de protéger leurs portefeuilles contre la hausse des prix. Outre les effets de base et les prix de l'énergie, un aspect essentiel qui pousse l'inflation à la hausse est la croissance des salaires, un phénomène qui se développe depuis un certain temps déjà (démographie, démondialisation, Chine). Nous pensons que les actions décotées permettent la création de portefeuilles résistants à l'inflation, mais celles-ci exigent une sélection rigoureuse. **Les valeurs énergétiques et financières présentent un potentiel intéressant.** En tant qu'investisseurs, si nous sommes déterminés à éliminer progressivement le charbon et le pétrole de la production d'énergie, notre capital devrait être orienté vers les entreprises qui accompagneront cette transition, tout

### Les valorisations élevées au défi de la hausse de l'inflation



## ACTIONS

en bénéficiant de celle-ci. Nous pensons que c'est la seule solution pour parvenir à la neutralité carbone d'ici 2050. En outre, nous nous intéressons aux valeurs financières, notamment les banques, qui rémunèrent activement les actionnaires par des rachats et des dividendes. Nous réduisons d'autre part la cyclicité dans les secteurs mondiaux affectés par le risque de hausse des prix de la logistique et des intrants. Nous évitons les actions de croissance coûteuses et les actions décotées en détresse et privilégions la valeur relative.

**Actions émergentes**

Les valorisations relatives attractives et la diminution des effets du Covid sont des

facteurs importants en faveur des actions émergentes. Il existe toutefois certains risques, comme la fragilité à court terme de la Chine et quelques situations idiosyncrasiques, notamment dans les pays d'Amérique latine. Nos principales convictions sont la Russie (exportatrice d'énergie et de matières premières) et l'Inde (consommation intérieure, bénéficiaire de la situation en Chine), tandis que sur le plan sectoriel, nous privilégions les biens de consommation discrétionnaire et les services de communication, en maintenant notre tendance à privilégier les valeurs décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS



Didier BOROWSKI,  
Responsible Global Views



Pierre BLANCHET,  
Responsible Investment  
Intelligence

La politique monétaire n'est qu'un des angles du triangle de la répression financière

## Le triangle de la répression financière

L'idée selon laquelle nous serions en train d'entrer dans une phase de répression financière refait régulièrement surface dans le contexte actuel de taux d'intérêt réels négatifs et de taux d'intérêt nominaux très bas. Toutefois, à l'heure où la Réserve fédérale commence à normaliser sa politique en réduisant ses achats et où les rendements du Trésor américain augmentent, les investisseurs pourraient croire qu'il ne s'agit que d'un phénomène temporaire. Or, nous pensons que le régime de répression financière date du lendemain de la crise financière de 2008, soit il y a 15 ans, et que cette répression financière est susceptible de gagner en intensité avec la crise Covid-19 et la crise climatique. En effet, la répression financière n'est pas seulement fonction de la politique monétaire, mais aussi de la régulation et réglementation, les trois formant un triangle dont le barycentre est mobile. Une politique assurant une transition énergétique sans heurts semble improbable sans une forme plus ou moins intense de répression financière.

La répression financière se définit généralement comme un ensemble de contraintes institutionnelles pesant sur les taux d'intérêt visant à réduire le coût de financement des États et, à terme, réduire l'endettement public. L'utilisation du terme « répression » tient au fait que ces mesures faussent le fonctionnement du

marché obligataire, avec des taux d'intérêt souverains plus bas que les taux d'intérêt de marché, canalisant les capitaux vers les gouvernements. La faiblesse relative des coûts de financement des politiques budgétaires se traduit par des rendements inférieurs pour les épargnants et les investisseurs.

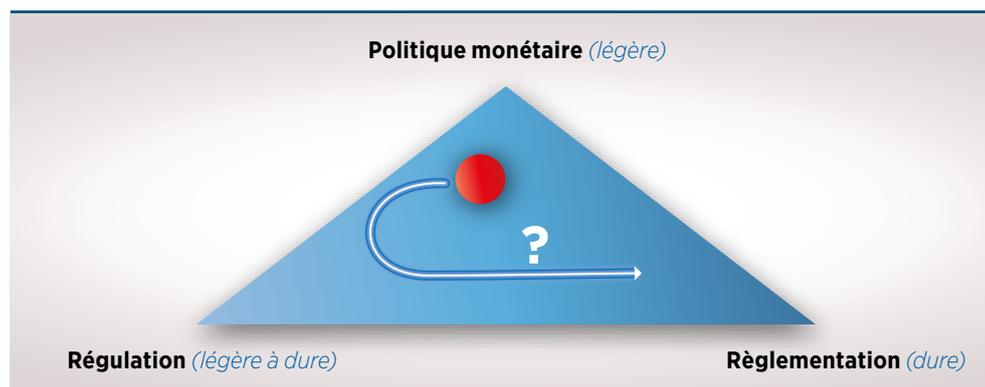
### Le triangle de la répression financière

Les mesures conduisant à la répression financière sont généralement considérées comme étant liées aux politiques des banques centrales (QE, taux directeurs bas ou négatifs), car elles en sont la composante la plus visible. **Or, en réalité, la répression financière peut être définie comme un triangle, qui comprend la politique monétaire, la régulation financière et la réglementation.** La régulation joue un rôle important, car elle garantit une base d'investisseurs captifs (généralement des institutions), qui sont obligés d'acheter et de conserver la dette publique. Les modifications des politiques prudentielles des banques et des compagnies d'assurance, par exemple, incitent ces investisseurs à augmenter leurs

portefeuilles de titres souverains, malgré des rendements faibles, voire négatifs. Les exigences de fonds propres et de réserves ou encore les ratios de liquidité et d'endettement comptent également parmi les contraintes réglementaires qui participent à la répression financière. Le troisième volet est celui de l'action directe des pouvoirs publics via la réglementation, qui peuvent plafonner les taux d'intérêt ou simplement les imposer pour certains besoins de financement. Les prêts directs du secteur bancaire aux États ou les contraintes de mobilité des capitaux sont quelques exemples qui ont pu être observés par le passé.

**L'intensité, l'efficacité et la force de chaque angle sont variables.** La politique monétaire

### 1/ Position de la répression financière en tant que barycentre du triangle



THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

peut être considérée comme peu sévère et l'angle régulation de peu sévère à sévère, la réglementation (par décret ou par la loi) étant par définition la contrainte ultime, et donc de fait sévère.

Par ailleurs, la répression financière n'est pas un mécanisme itératif. Chaque angle peut être « activé » ou « désactivé » et avoir une intensité ou imprimer une force variable à différents moments. Aujourd'hui, dans les économies avancées, les politiques monétaires et les réglementations sont « activées » tandis que l'action réglementaire gouvernementale est globalement « désactivée ». **Chacun des trois**

**angles a sa propre rationalité et est perçu comme un bon choix ou du moins un choix raisonnable dans les circonstances actuelles**

(par exemple, l'assouplissement quantitatif est considéré comme positif). La dynamique de la répression financière est tributaire des crises. C'est pourquoi un ou plusieurs angles du triangle peuvent être activés ou renforcés au lendemain des épisodes de détresse financière ou économique. La répression financière ne doit donc pas être appréhendée comme un niveau, mais comme le barycentre du triangle.

### « Répression financière », le mauvais mot pour le bon concept

La répression financière suivant les trois angles du triangle décrit plus haut, fut largement utilisée après la Seconde Guerre mondiale en Europe et aux États-Unis pour gérer la dette publique et la réduire par rapport au PIB<sup>1</sup>. Dans les années 1980, les restrictions des marchés financiers et du secteur bancaire furent supprimées par des réformes. **Le concept de répression financière fut inventé dans les années 1970<sup>2</sup> comme le contraire de la libéralisation** et par conséquent, en terme négatif. Le mot « répression » met en avant les mérites de la doctrine libérale et les résultats positifs escomptés de la déréglementation. Le principal argument était (et reste) que les restrictions imposées au secteur financier découragent l'épargne et l'investissement, limitent les capacités des intermédiaires financiers qui ne parviennent pas à canaliser efficacement les capitaux. À plus long terme, la répression financière entraînerait une allocation sous-optimale du capital et réduirait le potentiel de croissance.

**La crise financière de 2008 remit au goût du jour l'idée de réglementation, de supervision et de contrôle,**

l'autorégulation des marchés financiers ayant clairement échoué. Avec la crise de la zone euro apparut la nécessité de maintenir des taux d'intérêt bas pour préserver la soutenabilité de la dette publique et éviter une fragmentation de la zone monétaire. La répression financière a donc commencé il y a une dizaine d'années, après trente ans de libéralisation, qui furent marqués par des crises majeures et des inégalités de revenus sans précédent.

Aujourd'hui, la crise Covid-19 et le changement climatique imposent de nouveaux enjeux dans un contexte mondial de dette publique et privée historiquement élevée, de démondialisation et de disparités de richesses insoutenables. Le concept de répression financière est donc de nouveau à l'ordre du jour<sup>3</sup>. La nécessité de financer la transition énergétique et de reconstruire une certaine forme d'autonomie

<sup>1</sup> *The Liquidation of Government Debt*, Carmen Reinhart and Belen Sbrancia, IMF Working Paper 2015

<sup>2</sup> *Shaw, Edward S. Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, 1973. McKinnon, Ronald I. Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, 1973.*

<sup>3</sup> *Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Jafarov, Maino, Pani. IMF Working Paper 2019*

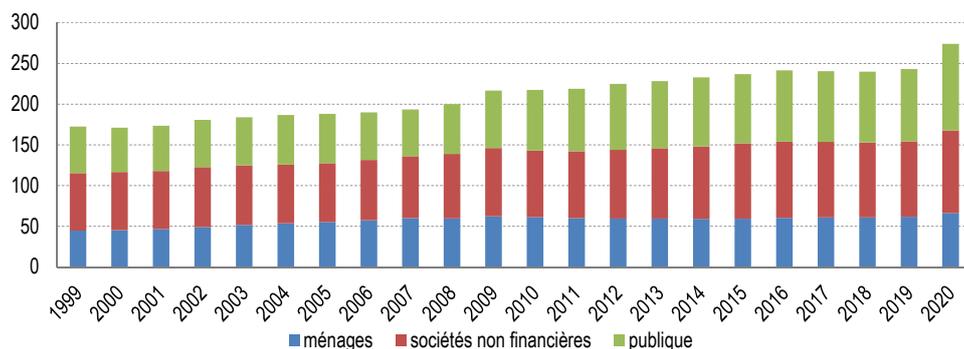
## 2/ Volume de dette à rendement négatif (USD Mds)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi, Données à octobre 2021  
Bloomberg Global Agg Negative Yielding Debt Market Value (USD bn)

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

3/ Dette mondiale (% du PIB)



Source: Recherche Amundi, Données à octobre 2021

*La politique monétaire et la réglementation, devraient suffire à assurer une transition efficace vers la neutralité carbone*

industrielle dans les principales régions du monde devient incontournable, mais exige des capitaux importants et des investissements à long terme. **Nous pensons donc que la « répression » ne va pas s'atténuer**, mais au contraire s'intensifier avec le renforcement de l'angle régulation puis l'activation de l'angle réglementaire, car les besoins de financement pour parvenir à la neutralité carbone sont

très importants. Cette « répression » devrait être considérée comme un élément positif plutôt que négatif, celle-ci permettant d'atteindre l'objectif de zéro net, même si c'est au détriment du rendement de l'épargne. Nous devons donc partir du principe que les taux d'intérêt resteront bas par rapport à la croissance nominale pendant longtemps encore.

**Canal de financement pour la transition énergétique**

**La répression financière est plus efficace lorsqu'elle est associée à l'inflation**, qui peut elle-même être la conséquence d'une création monétaire excessive, d'une politique budgétaire expansionniste, d'un endettement excessif du secteur privé, d'une spirale d'augmentation des salaires ou enfin de pénuries d'approvisionnement. L'un ou l'autre de ces éléments, combiné aux deux angles que sont la politique monétaire et

la régulation, devrait suffire à assurer une transition efficace vers la neutralité carbone. Pour autant, une version plus dure de la répression financière impliquant l'action des gouvernements ne peut être exclue. Un tel scénario exige toutefois quelques turbulences sur les marchés financiers et peut-être même un échec de la transition énergétique pour trouver une justification et être mis en œuvre.

*Achévé de rédiger le 18 octobre 2021*

## LE THÈME DU MOIS

**T3 2021 : d'une phase de reprise à une fin de cycle inflationniste**

**Lorenzo PORTELLI,**  
Responsable de la Recherche  
Cross Asset



**Silvia DI SILVIO,**  
Macrostratège Recherche  
Cross Asset



**Annalisa USARDI, CFA,**  
Macrostratège Senior,  
Recherche Cross Asset

*Notre scénario central pour 2022 prévoit une croissance plus faible, une inflation plus élevée et une exposition modérée au risque*

- Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues. Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central.
- Cela se traduit par une exposition modérée aux actions, avec un biais pour les secteurs décotés et de qualité. Nous préférons les taux d'intérêt de l'IG aux govies, tandis que les OII offrent une couverture.

**1. Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues**

Ces derniers mois, les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées sous l'effet de plusieurs facteurs, entraînant la révision à la baisse des prévisions de croissance pour la Chine et les États-Unis.

**En Chine,** malgré l'assouplissement des règles de distanciation sociale, une combinaison de facteurs continue de peser sur la reprise économique, parmi lesquels le ralentissement du secteur du logement et le contrôle de la consommation d'énergie par la Commission nationale pour le développement et la réforme (NDRC) qui ont donné lieu à une série de données négatives, les exportations étant la seule exception. Le durcissement des politiques avec le ralentissement de l'immobilier, les restrictions auto-imposées (politique de tolérance zéro face au Covid-19 et baisses de production/rationnement de l'électricité à des fins de décarbonisation) et la pénurie mondiale de puces électroniques sont autant de facteurs ayant contribué à la détérioration des performances économiques au troisième trimestre. Pour la deuxième fois en moins de deux mois, nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance : nous n'anticipons plus de redressement de la croissance à son niveau tendanciel au quatrième trimestre 2021 et nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2021 et 2022.

**Aux États-Unis,** nous avons, une deuxième fois, revu à la baisse nos projections sur la dynamique économique du second semestre 2021, compte tenu de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la consommation. La multiplication des cas sous l'effet du variant delta et la fin de certains dispositifs de soutien du revenu des ménages, dans un contexte d'inflation plus élevée que prévu, ont entraîné un ralentissement plus marqué que prévu de la demande intérieure et du PIB au troisième trimestre, réduisant les perspectives de croissance pour le deuxième semestre 2021, même si nous percevons des signes d'amélioration de l'activité au quatrième trimestre. La **prime de croissance** entre les pays développés et les pays émergents devrait

à nouveau pencher en faveur des premiers pour le moment. En effet, les répercussions de la situation en Chine pèsent en premier lieu sur les pays émergents qui sont fortement exposés à l'économie chinoise en termes de commerce et de matières premières et dont la marge de manœuvre politique est limitée, tandis que dans les pays développés, la dynamique économique devrait s'améliorer dans plusieurs pays l'an prochain grâce à de nouvelles mesures de soutien budgétaire (plan d'infrastructure aux États-Unis, NGEU dans la zone euro) et à la poursuite des campagnes de vaccination massives qui devraient réduire quelque peu la propension des gouvernements à mettre en place des restrictions strictes en cas de nouvelles vagues de Covid. Les disparités de croissance se poursuivront, tant au niveau mondial que régional et seront essentiellement fonction de la vitesse de retrait des dispositifs de soutien.

**Policy mix. Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central dans le soutien de la reprise,** en particulier dans les économies avancées, dans un contexte où les politiques monétaires, tout en restant largement accommodantes, devront progressivement entamer un processus de normalisation. C'est particulièrement vrai aux États-Unis, où un plan « Build Back Better » de grande envergure constituerait un risque de hausse significatif par rapport à nos projections de croissance qui, pour l'instant, ne tiennent compte que des éléments inclus dans l'accord bipartisan. Ceci vaut également pour la zone euro, où le rôle des projets financés par le NGEU est l'un des principaux moteurs du rythme de croissance soutenu et supérieur à la tendance que nous anticipons pour les prochaines années. Le risque de mise en œuvre est bien sûr pris en compte, mais les retombées de l'augmentation des investissements et des réformes structurelles restent largement positives, notamment en soutenant une croissance potentielle plus élevée. **Dans les marchés émergents, le dosage macroéconomique semble plus**

LE THÈME DU MOIS

**hétérogène.** D'une manière générale, il s'est quelque peu durci : les politiques monétaires se normalisent plus rapidement que prévu en raison de l'inflation élevée, tandis que les taux réels reviennent lentement à des niveaux plus neutres. En septembre, nous avons revu à la hausse nos prévisions des taux finaux pour certaines économies (Andes et PECO principalement) et avons anticipé un début de relèvement dans d'autres (Colombie). La Fed a dernièrement adopté un ton légèrement plus sévère, mais la réaction des marchés reste modérée et favorable aux pays émergents.

**Inflation. Les perspectives d'inflation annuelle ont été révisées à la hausse dans les marchés développés, sous l'effet conjugué de la hausse des prix des matières premières et de l'énergie, des pressions sur les coûts et, dans quelques pays, de l'amélioration des perspectives de la demande intérieure.** L'accélération de l'inflation globale et les dépassements des objectifs cette année se sont avérés plus importants qu'anticipés. Les problèmes liés à l'offre, conjugués à la hausse des coûts de l'énergie et des intrants (retards logistiques, augmentation des coûts d'expédition, pour ne citer que quelques goulets d'étranglement), ont ainsi créé un contexte favorable à la persistance d'une inflation plus élevée. Certains de ces facteurs commenceront à s'atténuer vers le milieu de 2022 (goulets d'étranglement de l'offre), tandis que d'autres devraient persister, laissant le

taux d'inflation final à la fin de notre horizon nettement supérieur à celui d'avant la crise, en particulier aux États-Unis. À cet égard, nous surveillons l'augmentation des anticipations d'inflation des prix à la consommation et des marchés, ainsi que leurs implications en termes d'effets de second tour et d'évolution des salaires. Toutefois, pour l'instant, la stabilisation de l'inflation sous-jacente au-dessus de l'objectif de la banque centrale semble être un phénomène plus spécifique aux États-Unis. Dans la zone euro, on ignore encore à quel point le retrait des dispositifs de chômage partiel et de protection des travailleurs impactera le marché du travail et la croissance des salaires.

Dans les pays émergents, en août, l'inflation globale est, dans l'ensemble, restée élevée par rapport aux niveaux souhaités par les banques centrales. La pression sur les coûts s'est maintenue en septembre. L'Asie continue de présenter le tableau le plus favorable en raison d'une dynamique de croissance plus lente. En Amérique latine, nous considérons toujours que la pandémie et les facteurs d'inflation élevée liés à la reprise mondiale sont essentiellement transitoires. La dynamique exceptionnelle et à deux vitesses de l'inflation des services et des biens essentiels rend le régime d'inflation élevée clairement plus robuste et persistant, mais les pressions de la courbe de Phillips (ou son absence) seront une force stabilisatrice lorsque les économies rouvriront et se normaliseront.

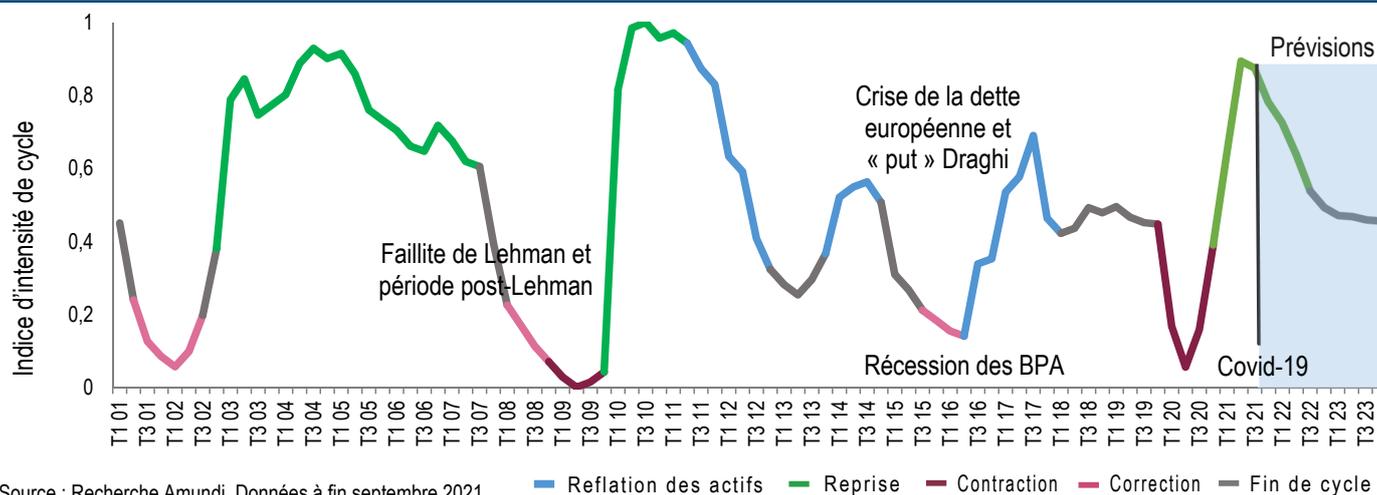
Perspectives d'investissement à moyen terme

Sur un horizon à 12 mois, le contexte macro-financier actuel augure d'une poursuite de la phase de reprise en cours jusqu'au premier semestre 2022. À partir du troisième trimestre 2022, un régime de fin de cycle pourrait se dessiner, avant de devenir le régime

prédominant à partir du quatrième trimestre 2022 et pour le reste de notre horizon de prévision, en 2023.

Jusqu'au premier semestre 2022, la phase de redressement sera encore soutenue par :

1/ Advanced Investment Phazer : occurrence des régimes depuis 2001



Source : Recherche Amundi. Données à fin septembre 2021.

LE THÈME DU MOIS

*Une fin de cycle inflationniste avec des risques orientés à la baisse est la phase la plus probable*

- le **rythme soutenu de la croissance économique** (même si elle se ralentit) prévu pour l'année en cours et le premier semestre de l'année prochaine, également stimulé dans certaines régions (États-Unis et Union européenne) par une politique budgétaire très favorable
- **l'inflation supérieure à la tendance** (en raison de la dynamique de l'offre et de la demande)
- un cycle mondial de BPA en forte croissance grâce aux niveaux encore élevés de l'activité économique
- des conditions financières très accommodantes.

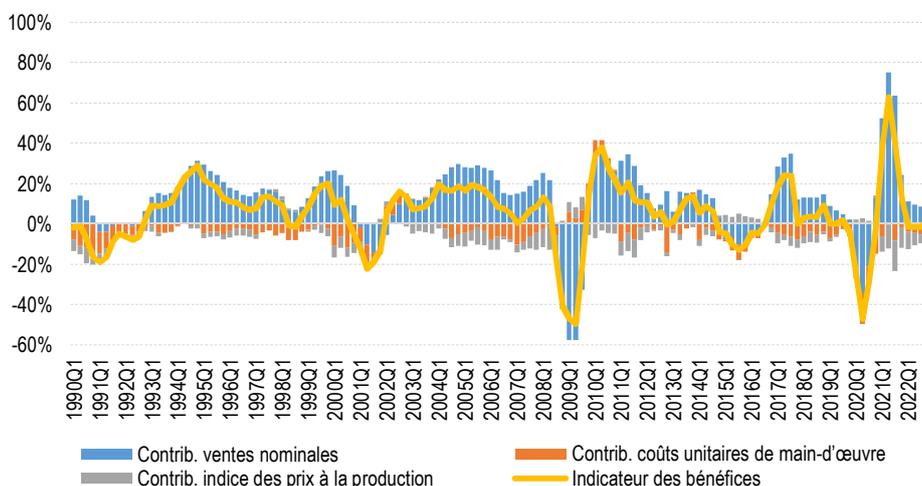
À partir du second semestre de 2022 et jusqu'en 2023, le cycle devrait perdre de sa vigueur et passer à un cycle dit tardif. La croissance se rapprochant des niveaux tendanciels, l'inflation ralentissant à partir des pics de 2021-début 2022, la politique monétaire devenant moins accommodante dans certains pays développés (notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni) et dans les pays émergents et le resserrement des conditions financières qui en résulte par rapport au niveau d'assouplissement record actuel sont autant de facteurs qui contribueront au changement de régime économique, avec des conséquences inévitables sur les actifs financiers.

**2. Conséquences sur les investissements : fin de cycle moins favorable aux actifs risqués en raison des craintes d'inflation**

Historiquement, les phases de fin de cycle sont des phases où les actifs risqués ont généré des performances positives. Cette fois-ci, la fin de cycle devrait être moins favorable en raison de l'inflation plus élevée que la normale, de la réduction des achats de la Fed et de considérations relatives à la valeur absolue et relative. Pour la première fois depuis 2007, les marges sont exposées à une hausse des coûts de production due à des ruptures d'approvisionnement et à des goulets d'étranglement. Les chiffres d'affaires devraient rester suffisamment solides pour éviter une récession des bénéficiaires, pour autant, les risques de baisse ne sont pas négligeables et la visibilité est assez faible. Par conséquent, une allocation d'actifs prudente doit être maintenue à court terme et un biais pour les classes d'actifs favorablement impactées par la hausse

des prix devrait être privilégié dans les actions, les obligations et les devises. Les obligations liées à l'inflation américaine sont les candidats naturels au sein des obligations souveraines, même si elles semblent un peu chères après le récent rallye. Les obligations d'entreprise (principalement en Europe) devraient garantir un portage positif à un risque raisonnable. Les craintes de ralentissement de la croissance et de resserrement des marges incitent à privilégier les entreprises de qualité avec un modèle économique durable dans le segment Value plutôt que l'exposition aux actions de régions spécifiques. Malgré le ralentissement de la croissance vers les niveaux tendanciels, les craintes d'inflation pousseront les taux à la hausse, conformément aux attentes d'inflation à long terme, ce qui exercera une certaine pression sur les banques centrales.

**2/ Marges bénéficiaires vulnérables à la hausse des coûts de production et aux perturbations de l'approvisionnement cette fois-ci**  
**chiffre d'affaires et résultats nets : contributions annuelles**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.

Note méthodologique : L'indicateur des bénéfices est calculé comme suit : chiffre d'affaires (contribution des ventes nominales en glissement annuel) - résultat net (contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre et des prix à la consommation en glissement annuel).

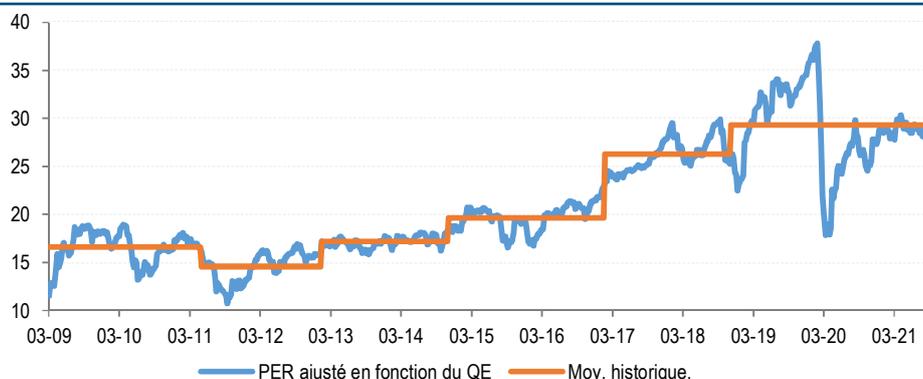
LE THÈME DU MOIS

**La diminution des dispositifs de soutien et la décélération des bénéfices n'augurent pas d'une expansion des multiples**

La politique monétaire de la Fed et les instruments non conventionnels permettant d'injecter des quantités extraordinaires de liquidités ont apporté un formidable soutien à la reprise des actions en 2021, et au fort rebond des bénéfices et de l'économie. Les indicateurs de valorisation ajustés en fonction de la liquidité sont, à quelques exceptions près, restés bon marché jusqu'à présent. La Fed devrait néanmoins rester conciliante et maintenir une politique monétaire accommodante. Par la suite, le processus

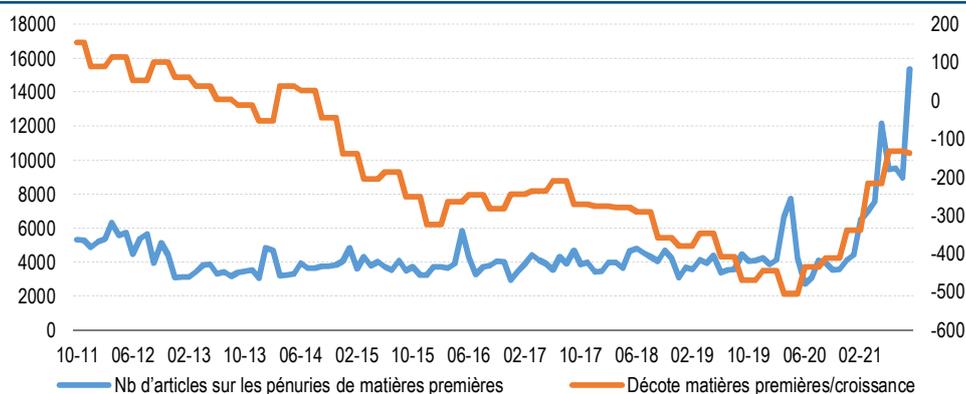
de réduction progressive des dispositifs de soutien devrait réduire l'apport de liquidités sur les marchés, tandis que la décélération des bénéfices par action devrait tempérer la complaisance des investisseurs. Il s'ensuit que les multiples devraient à peine progresser en 2022 voire se contracter. Pour l'heure, la croissance des bénéfices devrait suffire à générer des performances positives, même si tous les risques sont orientés à la baisse (taux, coûts de production, marges et nouveaux variants de Covid).

**3/ Hausse peu probable des multiples à partir des niveaux actuels. Même ceux ajustés en fonction de la liquidité**  
**PER du SP 500 ajusté en fonction de l'expansion du bilan de la FED**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.  
Note méthodologique : Le PER du S&P500 est la moyenne pondérée dans le temps des PER de l'année en cours et des PER de l'année prochaine. Ces PER sont ensuite ajustés (ratio) en fonction d'un multiplicateur de liquidité : Bilan des actifs totaux de la FED (en base 1 au début du QE en mars 2009). Cette moyenne historique est dynamique et tient compte des ruptures historiques pour refléter les changements de régimes monétaires et économiques.

**4/ Le scénario de pénurie fait grimper les prix des matières premières malgré le ralentissement de la croissance**  
**Valorisation des matières premières vs Scénario de pénurie**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.  
Note méthodologique : La décote matières premières/croissance est calculée comme étant la différence entre le prix mondial des matières premières et l'indice du panier mixte (Principal indice monde de l'OCDE+ PIB nominal des États-Unis, rebasé à juin 1961). Le « scénario de pénurie » est calculé à l'aide de l'outil de tendance de BLG News en utilisant les mots clés « Pénurie » ET « Matières premières ».

**Réalité de la poursuite et de la durabilité du rallye des matières premières**

Après plusieurs années de valorisations déprimées et de retards dans un contexte de marché haussier, les matières premières mondiales bénéficient d'une combinaison

exceptionnelle de facteurs positifs : la reprise en cours stimule la demande, tandis que la transition verte et les problèmes liés au Covid génèrent des goulets d'étranglement

## LE THÈME DU MOIS

à court terme, des perturbations de l'approvisionnement et une pression à long terme sur les matières premières nécessaires à la transition verte. Les matières premières ont ainsi signé l'une des meilleures performances du mois dernier et devraient faire preuve d'une bonne capacité de résistance à l'avenir. Les facteurs saisonniers devraient exacerber les pénuries d'énergie au quatrième trimestre

**Conclusion**

Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues s'est imposé, marquant une évolution vers une allocation d'actifs plus prudente à court terme. Ces derniers mois, les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées sous l'effet de plusieurs facteurs, avec dernièrement, entre autres, la révision à la baisse des prévisions de croissance pour la Chine et les États-Unis. Les perspectives d'inflation annuelle ont été révisées à la hausse dans les marchés développés, sous l'effet conjugué de la hausse des prix des matières premières et de l'énergie, des pressions sur les coûts et, dans quelques pays, de l'amélioration des perspectives de la demande intérieure. À partir du second semestre de 2022 et jusqu'en 2023, le cycle

2021 et au premier trimestre 2022 et les niveaux actuels du gaz naturel et du pétrole devraient se maintenir pendant un certain temps encore. Les matières premières devraient donc être la classe d'actifs privilégiée des portefeuilles équilibrés, contribuant ainsi à atténuer les pertes potentielles dues aux chocs externes induits par les pénuries.

devrait perdre de sa vigueur et passer à un cycle dit tardif. En termes de conséquences sur les investissements, les inquiétudes liées à la décélération mondiale et à la hausse des anticipations d'inflation se traduisent par un recalibrage progressif de la budgétisation des risques dans nos portefeuilles et une réduction de l'exposition globale aux actions, tout en maintenant un biais pour les secteurs décotés et de qualité. Outre le régime d'« Inflation », la politique monétaire devrait s'engager sur la voie de la normalisation. Un tel contexte est moins favorable que le contexte « normal » pour les actifs risqués, car, à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les actions sont préférées au crédit, tandis que les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture.

*Achévé de rédiger le 20 octobre 2021*

## L'inflation aux États-Unis

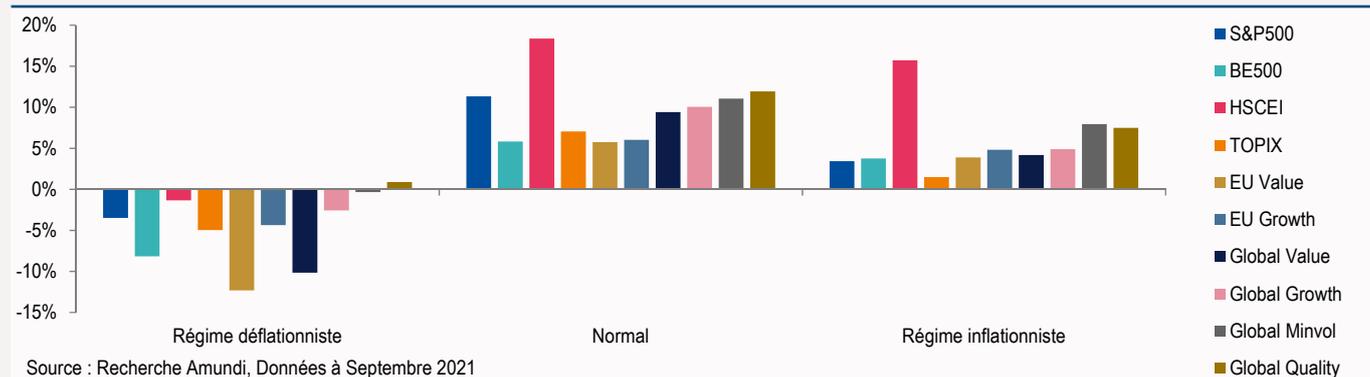
Au cours des 12 à 18 prochains mois, un ensemble dynamique de facteurs maintiendra l'inflation à un niveau élevé aux États-Unis, à mesure que les pressions sur les prix s'étendront à des éléments plus persistants, ce qui aura des répercussions en termes de pression sur les coûts de production, de transmission de l'inflation globale et sous-jacente et, enfin, d'anticipations d'inflation et de coûts du travail.

- Au cours de l'année 2022, plusieurs effets de base qui ont maintenu l'inflation à un niveau peu élevé en 2020 et qui, à l'inverse, ont soutenu l'inflation en 2021 diminueront en variation annuelle. Ceci entraînera une transition notable vers des niveaux d'inflation globale plus faibles en mi-2022. **Ces niveaux seront, quoi qu'il en soit, sensiblement plus élevés que ceux enregistrés avant la crise en raison d'une inflation sous-jacente plus élevée.**
- **Des forces plus « structurelles » joueront un rôle prépondérant dans la définition de la tendance de l'inflation sous-jacente : la dynamique des salaires**, qui devrait s'accroître à mesure que le marché du travail se resserre et **la croissance des loyers**, qui devrait s'accroître au moins jusqu'au début de 2022.
- **Nous devons également reconnaître que, bien qu'elle ralentisse quelque peu, la demande, en particulier pour les produits de base, reste forte et supérieure à la tendance d'avant la crise, ce qui contribue à soutenir les prix dans la mesure où l'offre reste limitée.** Nous pensons que les goulets d'étranglement commenceront à se résorber en 2022, ce qui réduira les pressions sur les prix de production, en revanche, les prix des biens essentiels resteront soutenus au-dessus de leur tendance habituelle au cours du premier semestre de l'année prochaine.
- **En ce qui concerne les risques (hausseurs) à court terme, il convient également d'évoquer l'éventuelle reprise de la tarification de certains services de base liés aux voyages** (qui devrait avoir lieu pendant la période des fêtes de fin d'année, compte tenu de la baisse du nombre d'infections par le variant Delta et de la reprise attendue des voyages).

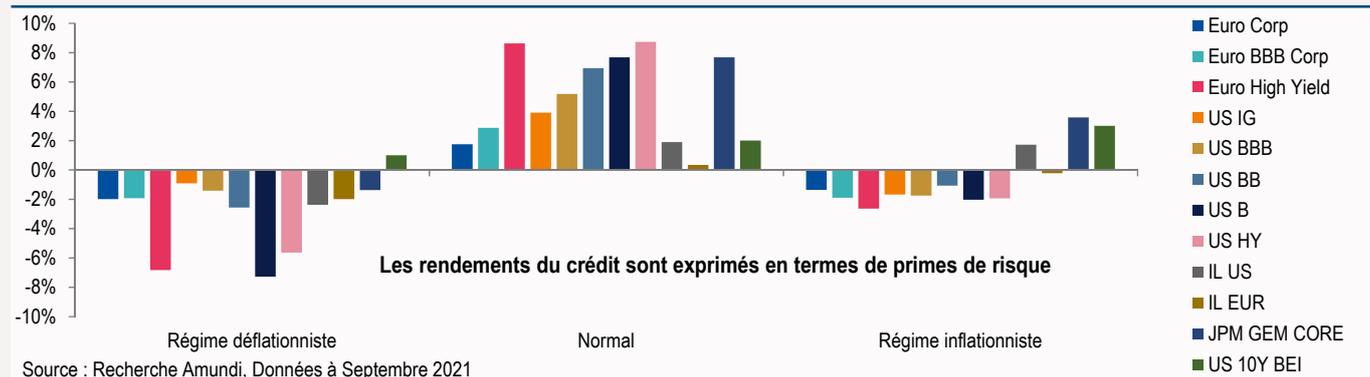
Nous évaluons le régime d'inflation attendu sur l'horizon de prévision en nous appuyant sur l'Inflation Phazer d'Amundi. D'après l'évolution attendue des indices de prix américains inclus dans l'outil, l'IPC, l'IPP et l'IPC sous-jacent devraient enregistrer un niveau annuel conforme (voire supérieur dans le cas de l'IPP) à la fourchette du régime d'inflation (3-6 %) à la fin de 2021. C'est pourquoi l'Inflation Phazer attribue la plus forte probabilité à un tel régime pour l'année en cours. En 2022 et 2023, les trois indicateurs susmentionnés étant attendus en décélération avec une stabilisation dans la fourchette du régime normal (2-3 %), le Phazer attribue la plus forte probabilité à ce régime pour les deux années. Si l'on considère la distribution globale des probabilités, un autre aspect pertinent est l'évolution des deux régimes d'hyperinflation. Leur degré de probabilité cumulé passe en effet de 10 % (niveau moyen auquel les risques d'hyperinflation sont très faibles) à une fourchette de 30-35 % au second semestre 2021. Il est intéressant de noter qu'une conjoncture analogue s'est manifestée en 2008, lorsque le régime d'inflation était assorti d'un risque similaire d'hyperinflation.

En termes de conséquences sur les investissements, les inquiétudes liées à la décélération mondiale et à la hausse des anticipations d'inflation se traduisent par un recalibrage progressif de la budgétisation des risques dans nos portefeuilles et une réduction de l'exposition globale aux actions, tout en maintenant un biais pour les secteurs décotés et le style qualité. Outre le régime d'« Inflation », la politique monétaire devrait s'engager sur la voie de la normalisation. Un tel contexte est moins favorable que le contexte « normal » pour les actifs risqués, car, à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les actions sont préférées au crédit, tandis que les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture.

### 1/ Performance des actions (performance totale)



### 2/ Performance du crédit et des obligations indexées sur inflation (performance totale)



THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,  
Stratège Senior Taux

## Offre d'obligations d'État européennes vs QE de la BCE en 2022

L'augmentation de la dette publique dans la zone euro devrait continuer de ralentir en 2022, suivant la même tendance que les pics d'émissions nettes de 2021 par rapport à 2020, tandis que l'offre d'obligations de l'UE devrait rester proche de celle de 2021. La réduction des déficits publics, l'augmentation des remboursements d'obligations arrivant à échéance, l'accumulation de réserves financières importantes et l'afflux de fonds NGEU dans certains pays sont autant de facteurs laissant présager ce scénario. Du côté de la demande, nous pensons que la BCE devrait calibrer son programme d'assouplissement quantitatif en conséquence, avec des volumes inférieurs à ceux de ces deux dernières années, tout en cherchant toutefois à absorber la plupart des émissions nettes de dette publique, jouant ainsi un rôle plus important que les autres banques centrales dans la réduction de l'impact sur les taux et les *spreads* sur le marché obligataire domestique.

### Émissions d'obligations d'État européennes des 10 premiers pays de la zone euro<sup>1</sup> : il ne reste qu'une part marginale de l'offre d'ici la fin de l'année

Mi-octobre, les 10 premiers pays de la zone euro ont bien progressé dans la couverture de leurs besoins annuels de financement, la plupart des financements obligataires bruts et nets prévus ayant été placés. Le montant des émissions brutes est jusqu'à présent supérieur à 1000 milliards d'euros, tandis que les émissions nettes de remboursement ont atteint une taille globale de 510 milliards d'euros, soit respectivement 84 % et 90 % des volumes bruts et nets prévus pour l'ensemble de l'année 2021. Cela laisse augurer une baisse considérable des émissions à court terme, puisqu'il ne reste plus que 10 % du volume total à couvrir. Dans le même temps, au cours des deux prochains mois, la BCE devrait maintenir un volume d'achat mensuel global proche de 90 milliards d'euros (70 milliards d'euros dans le cadre du PEPP + 20 milliards d'euros pour l'APP). Par conséquent, malgré une baisse modérée par rapport à la trajectoire des deux trimestres précédents, les achats d'actifs dans le cadre de l'assouplissement

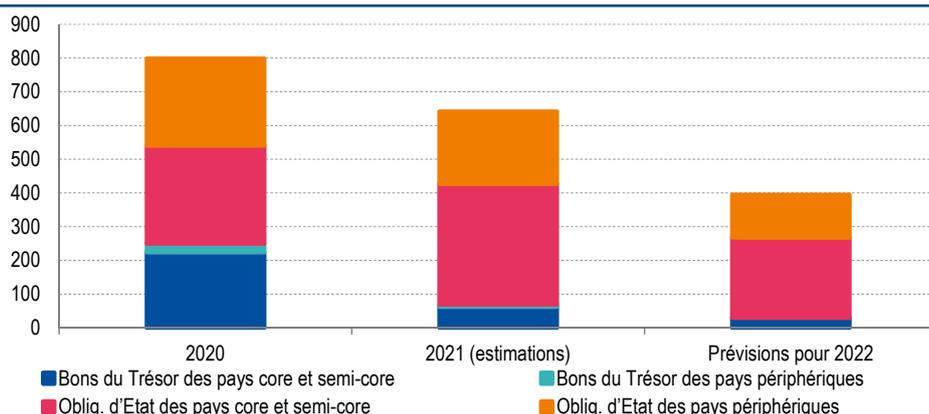
quantitatif devraient très largement couvrir l'offre souveraine restante, ce qui signifie finalement une offre nette négative post-QE. De plus, par rapport à ces projections, les risques liés à l'offre nette restante pour 2021 semblent davantage orientés à la baisse, étant donné que :

1. le niveau de liquidité accumulé par les obligations d'État de la zone euro est assez élevé par rapport aux normes historiques (près de 600 milliards d'euros globalement, contre 250 milliards d'euros avant la crise) ; et
2. l'amélioration de la situation macroéconomique a entraîné une révision générale à la baisse des déficits de cette année par rapport aux projections initiales (dans certains cas, grâce à des dépenses moins élevées que prévu et à des recettes fiscales plus importantes qu'attendu). Ainsi, certains pays, comme l'Allemagne, ont déjà annoncé une légère révision à la baisse de leur financement prévu pour le quatrième trimestre.

Le niveau de liquidité accumulé par les obligations d'État de la zone euro est assez élevé par rapport aux normes historiques

<sup>1</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal

### 1/ Émissions nettes de dette dans les 10 premiers pays de la zone euro



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22 octobre 2021

THÉMATIQUE

*Nos projections pour les 10 premiers pays de la zone euro indiquent une émission nette globale d'obligations d'État européennes dans la région proche de 65 % du volume de 2021*

Enfin, les émissions de l'UE semblent également avoir bien progressé, puisque seule une petite partie des financements du NGEU reste à couvrir d'ici la fin de l'année, sur les 80 milliards d'euros annoncés en juin. La part de financement restant paraît encore plus faible si l'on considère que les volumes d'émission du NGEU s'ajoutent

aux 50 milliards d'euros d'obligations SURE de l'UE émis au premier semestre et aux 11 milliards d'euros supplémentaires émis dans le cadre d'autres programmes de financement. Par conséquent, l'UE a déjà émis près de 90 % du volume total de 140 milliards d'euros environ prévu pour cette année.

**L'offre en 2022 : vue d'ensemble**

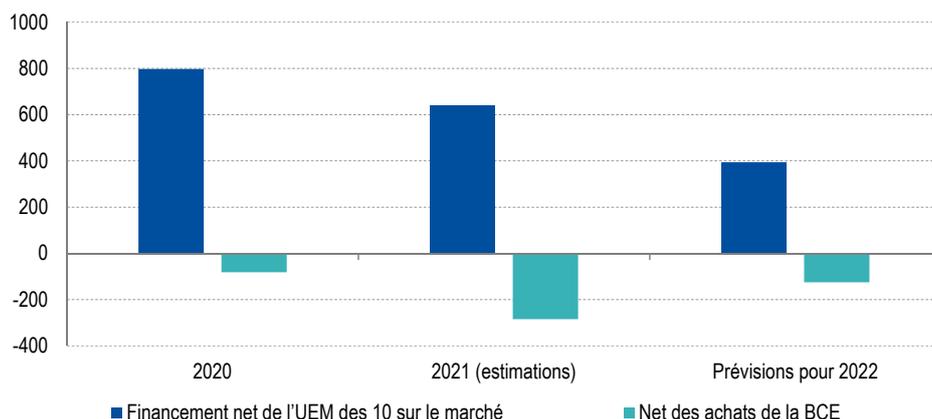
Concernant l'offre d'obligations d'État européennes pour 2022, considérant que de nombreux projets de programmes budgétaires ont déjà été annoncés pour l'année prochaine, nous avons commencé nos estimations des émissions brutes et nettes potentielles de dette souveraine et les avons comparées avec les tendances de 2021 et 2020. En résumé, nous pouvons nous attendre à ce que le ralentissement amorcé cette année se poursuive en 2022, la baisse des émissions nettes étant principalement due aux facteurs suivants :

1. les déficits devraient être bien plus faibles, atteignant en moyenne environ la moitié des niveaux de 2021;
2. les remboursements de dettes arrivant à maturité devraient augmenter par rapport à 2021 dans presque tous les pays (globalement de plus de 80 milliards d'euros);
3. le niveau record de liquidités accumulées devrait amener à une émission nette plus faible voire négative d'instruments à court terme (bons), et potentiellement une émission plus faible d'obligations d'État européennes;
4. les fonds NGEU devraient soutenir la diminution des besoins de financement sur le marché dans certains pays.

En considérant plus en détail les facteurs cités ci-dessus, compte tenu de la réduction

des déficits prévue pour l'année prochaine, nous pourrions observer une certaine substitution des bons aux obligations, c'est-à-dire une émission nette négative de bons, qui se traduirait par une composante plus élevée d'obligations dans le cadre de la baisse générale des niveaux de financement net. Ce serait notamment le cas pour les pays core de la région, qui s'appuient fortement sur l'augmentation des émissions nettes de bons de l'année dernière et, dans une moindre mesure, de cette année également. Ensuite, les réserves financières des gouvernements de la zone euro se sont nettement accrues jusqu'à des niveaux relativement élevés (près de 600 milliards d'euros au total, contre 250 milliards d'euros avant la crise), les bons continuant de se financer en grande partie par le biais de titres à moyen et long terme, malgré une tendance à la baisse des besoins de financement. L'orientation à la hausse des recettes fiscales et l'incapacité des dépenses à compenser l'accroissement des recettes ont également soutenu ces tendances. Le fait de compenser principalement les bons par des liquidités abondantes signifierait une émission nette globale négative de bons pour l'année prochaine. Toutefois, l'émission d'obligations en 2022 pourrait également présenter des avantages de second ordre, car les réserves de liquidités sont importantes, par rapport aux projections de dette nette négative à court terme. Un autre facteur à

**2/Un ralentissement de la taille totale de l'assouplissement quantitatif à 650 milliards d'euros couvrirait largement les émissions nettes des 10 premiers pays de la zone euro en 2022, également**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 22 octobre 2021

## THÉMATIQUE

*Philip Lane, Économiste en chef de la BCE, et Christine Lagarde, Présidente de la BCE, ont tous deux laissé entendre que l'offre nette d'obligations attendue influencerait le rythme de l'APP*

prendre en considération est le rôle potentiel plus important des fonds NGEU en 2022 : globalement, ceux qui affluent vers les pays de l'UE devraient être proches de 90 milliards d'euros l'année prochaine, contribuant ainsi à une meilleure flexibilité de financement. À cet égard, l'Italie semble dans une position relativement meilleure, puisque près de 50 % de l'ensemble des fonds prévus pour l'année prochaine devraient lui être alloués.

Nos projections pour les pays des 10 premiers pays de la zone euro indiquent une émission nette globale d'obligations d'État européennes dans la région proche de 65 % du volume de 2021, soit plus faible que cette année dans l'ensemble des 10 premiers pays de la zone euro, mais à des degrés divers. Dans les pays de la périphérie, les émissions nettes devraient reculer de manière plus significative pour la

dette italienne, tandis que parmi les pays core et semi-core, celles-ci devraient baisser pour les Pays-Bas, l'Autriche, la Belgique et l'Irlande. La France semble maintenir un rythme relativement élevé de financement de la dette moyen-long terme (MLT) malgré un déficit moins important, tandis que les projections actuelles des chiffres de la dette allemande pourraient être révisées à l'avenir, après les dernières élections et à la lumière de la formation du futur gouvernement. D'autre part, et contrairement à la tendance des obligations d'État européennes, les émissions de l'UE devraient selon nous demeurer proches des volumes de 2021 durant l'année à venir, à savoir de 130 à 140 milliards d'euros, principalement pour couvrir les flux NGEU attendus vers les pays de l'UE en 2022.

### Quel rôle devrait jouer l'assouplissement quantitatif de la BCE du côté de la demande ?

Comme nous l'avons souligné dans le Cross Asset de septembre, le rythme de l'assouplissement quantitatif en 2022 devrait dépendre des perspectives d'inflation et d'offre nette. Dernièrement, Philip Lane, Économiste en chef de la BCE, et Christine Lagarde, Présidente de la BCE, ont tous deux laissé entendre que l'offre nette d'obligations attendue influencerait le rythme de l'APP. Philip Lane, en particulier, a été très explicite à ce sujet : « Vous ne pouvez pas penser au volume de l'APP indépendamment du volume de l'offre nette d'obligations. Les déficits budgétaires relativement élevés que nous avons connus ces deux dernières années ne perdureront pas dans les années à venir, mais l'ampleur des déficits pourrait rester supérieure aux niveaux pré-pandémiques. » Ainsi, lors de sa réunion de décembre, la BCE disposera d'informations plus détaillées sur l'offre attendue en 2022, en vue de calibrer ses efforts.

Le rythme mensuel actuel des achats dans le cadre du PEPP, qui devrait être proche de 70 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année, signifierait qu'environ 240 milliards d'euros pourraient rester disponibles pour le premier trimestre 2022, ce qui représente une puissance de feu globale de 480 milliards d'euros pour l'assouplissement quantitatif (avec les 20 milliards d'euros correspondants à la trajectoire actuelle de l'APP) pour l'ensemble de l'année 2022. L'introduction éventuelle d'un nouveau programme spécifique de relance en cas de pandémie semble prendre de l'ampleur dernièrement, en remplacement du simple doublement de l'enveloppe de l'APP, également dans le but de maximiser la flexibilité. Dans un récent discours, François Villeroy de Galhau, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, a notamment souligné les avantages

de la flexibilité en termes de transmission de politique, insistant tout particulièrement sur la flexibilité entre les catégories d'actifs et entre les juridictions. Quoi qu'il en soit, les deux options (introduction d'un nouveau programme ou doublement de la taille de l'APP) porteraient la puissance de feu de l'assouplissement quantitatif pour 2022 dans une fourchette comprise entre 600 et 700 milliards d'euros. Cette taille semble suffisante pour couvrir largement les émissions nettes de dette souveraine des 10 premiers pays de la zone euro, estimées à 400 milliards d'euros, et près de la moitié des émissions obligataires estimées de l'UE, tout en laissant environ 65 milliards d'euros disponibles pour les programmes d'assouplissement quantitatif de dette privée (soutenant principalement les obligations d'entreprises). Par conséquent, même en présence d'un ralentissement des achats de la BCE, dans ce scénario, les émissions nettes après les flux d'assouplissement quantitatif devraient demeurer légèrement négatives pour 10 premiers pays de la zone euro en 2022. Le soutien de la BCE devrait donc être plus important que celui apporté par la Fed sur le marché obligataire américain. Celle-ci devrait en effet réduire ses achats et mettre fin à son programme de QE d'ici le milieu de l'année. Il devrait également largement surpasser celui de la BoE, qui devrait bientôt relever ses taux et mettre fin à son QE dans le même temps. Grâce au maintien attendu des mesures de relance et à l'ancrage des taux anticipé dans le cadre des orientations prospectives, l'environnement politique devrait conserver des facteurs techniques plus favorables pour les taux et les *spreads* au sein de la zone euro, en comparaison d'autres régions.

*Achévé de rédiger le 22 octobre 2021*

## THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,  
Global Views

*Les caractéristiques des stablecoins en font des instruments potentiellement bien adaptés à de nombreux types de transactions*

## Essor des stablecoins : des conséquences majeures pour le système financier ?

Les stablecoins sont en plein essor. Ils pourraient bientôt, plus directement que les autres cryptomonnaies, être porteurs de nouvelles solutions, mais aussi de nouveaux risques, pour les activités de paiement et le fonctionnement des marchés financiers. Les autorités préparent leurs réponses réglementaires, mais les enjeux sont complexes et différent suivant les pays.

### Les stablecoins ont pris de plus en plus d'importance en 2021

Les stablecoins, définis ici comme celles des cryptomonnaies<sup>1</sup> (une classe d'actifs en général encore peu réglementée) qui, via divers mécanismes<sup>2</sup>, maintiennent une parité fixe avec une devise traditionnelle (en général l'USD) attirent de plus en plus l'attention.

#### Une croissance rapide :

- La capitalisation totale du marché des stablecoins reste modérée, à environ 130 milliards de dollars en octobre 2021, mais est en rapide progression. Elle n'était que d'environ 30 milliards en janvier 2021.
- Si les stablecoins ne représentent qu'environ 6 % de la capitalisation totale des cryptomonnaies, ils comptent en

**revanche pour une part très importante du volume traité** : la plupart des transactions de cryptomonnaies impliquent un stablecoin au moins d'un côté. Le plus important d'entre eux, le Tether, est d'ailleurs la cryptomonnaie la plus échangée (devant le Bitcoin).

#### D'ici peu, une possible extension de leur utilisation à l'économie « réelle » :

- Jusqu'à présent, le rôle principal des stablecoins est resté largement confiné à l'écosystème des cryptomonnaies. Ils permettent en effet aux intervenants de ce marché de stabiliser la valeur de leurs actifs en USD, sans avoir à les convertir en dépôts bancaires traditionnels.
- Toutefois les stablecoins présentent des caractéristiques qui peuvent en faire des instruments très pratiques pour d'autres utilisations : ils sont accessibles via des portefeuilles numériques faciles à configurer, sont bien adaptés aux transactions pairs-à-pairs, permettent un règlement quasi-instantané 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7, et peuvent facilement interagir avec des applications *fintech* sophistiquées. Si les transactions en stablecoins peuvent être difficiles à tracer par les autorités publiques (sans pour

autant offrir un anonymat absolu), leur facilité d'utilisation pourrait également en faire un outil d'inclusion financière pour des catégories de population actuellement non bancarisés. Les stablecoins, plus que les autres cryptomonnaies, pourraient donc, pour le meilleur comme pour le pire, venir concurrencer rapidement les dépôts bancaires classiques.

- Dans ce contexte, de récentes annonces de partenariats entre des émetteurs de stablecoins et des acteurs majeurs d'autres secteurs (notamment Paxos avec Paypal, ou l'inclusion de stablecoins émis par Paxos et Circle dans le portefeuille numérique Novi récemment lancé par Facebook<sup>3</sup>) laissent entrevoir la possibilité que les stablecoins soient bientôt utilisés de façon courante pour les transferts d'argent et l'achat de services, de biens et d'actifs traditionnels.

#### De nouveaux risques pour le système financier.

- En tant que concurrents des dépôts bancaires, les stablecoins pourraient alors, en théorie, porter atteinte à la capacité de distribution de crédit des

**banques.** Ce risque (probablement très modéré dans un premier temps) pourrait, certes, être contrecarré par diverses adaptations de la réglementation et des

<sup>1</sup> D'autres actifs numériques à parité fixe sont parfois appelés stablecoins, même s'ils ne sont généralement pas considérés comme des cryptomonnaies : Cela peut être le cas, notamment, des stablecoins bancaires, qui sont des créances sur la banque qui les émet et donc, des équivalents numériques de dépôts bancaires classiques.

<sup>2</sup> Ces moyens sont généralement soit : 1/(le plus souvent pour les grands stablecoins) une collatéralisation partielle ou totale par des actifs très sûrs, tels que du cash, des équivalents cash ou des titres souverains ; soit : 2/(pour de nombreux petits stablecoins, mais pas tous) une combinaison de sur-collatéralisation par divers actifs (y compris des cryptomonnaies à prix fluctuants) et des mécanismes algorithmiques ajustant l'offre de stablecoins et visant à guider les anticipations des acteurs du marché.

<sup>3</sup> Facebook travaille aussi (avec d'autres acteurs) sur son propre projet de stablecoin, qui a initialement attiré beaucoup d'attention. Cependant, après de nombreux retards, sa date de lancement reste incertaine.

## THÉMATIQUE

*La rupture de la parité entre un stablecoin largement utilisé et sa devise de référence pourrait causer un choc financier*

pratiques (par exemple, la modification des ratios réglementaires des banques ou des conditions de leur financement par les banques centrales, ou encore la mise en place de diverses formes de coopération entre les émetteurs de stablecoins et les banques), mais de tels changements pourraient s'avérer complexes, avec de multiples conséquences difficiles à bien cerner a priori.

- **Les stablecoins, s'ils sont considérés comme des actifs relativement sûrs, pourraient également attirer des mouvements de capitaux déstabilisants**, que ce soit lors d'une crise purement nationale (si la détention d'argent dans les banques est considérée comme peu sûre) ou lors d'une crise ayant des implications transfrontalières (si la population d'un pays à la monnaie fragile préférerait détenir des stablecoins facilement accessibles arrimés à une devise étrangère solide).

#### Une pression réglementaire croissante

- **Les stablecoins ont donc fait l'objet d'un examen de plus en plus attentif de la part des autorités publiques**, qui semblent avoir identifié la réglementation de ces actifs comme l'une des tâches les plus urgentes dans le cadre de leurs chantiers de réglementation de l'ensemble des cryptomonnaies.
- **La BCE a publié un rapport sur le sujet en septembre 2020** (alors que la taille du marché était beaucoup moins importants qu'aujourd'hui), **mais les préoccupations se sont intensifiées aux États-Unis à la fin de l'été 2021**, la secrétaire au Trésor J. Yellen et le président de la Fed J. Powell appelant tous deux à une action rapide concernant la réglementation des stablecoins<sup>4</sup>.

#### La réglementation devrait réduire une partie des risques, mais les enjeux sont complexes

- **Dans la plupart des cas, les autorités se dirigent davantage vers une réglementation des stablecoins que vers leur interdiction.** Elles ne peuvent ignorer le fait que, malgré les risques, les stablecoins offrent de nombreux avantages et sont consubstantiels à l'écosystèmes des cryptomonnaies, de la *Fintech* en général, très prometteurs en termes d'innovation, d'emplois et de nouvelles compétences et sujets à une compétition internationale.
- **La façon précise dont les stablecoins seront réglementés n'est pas encore arrêtée, mais l'accent sera certainement mis, d'une part, sur les procédures KYC (*Know-Your-Customer*) d'autre part sur la transparence quant aux actifs détenus par les émetteurs de stablecoins afin de maintenir leurs parités.** Les étapes suivantes consisteront probablement à aligner davantage les droits et obligations des émetteurs de stablecoins sur ceux des fonds monétaires, des dépôts bancaires et des banques elles-mêmes.

- **A contrario, la défaillance d'un grand stablecoin pourrait également provoquer un choc financier:** la rupture soudaine, pour quelque raison que ce soit, de sa parité avec une monnaie conventionnelle entraînerait des pertes importantes pour ses détenteurs (jusqu'à présent, une telle éventualité a surtout été considérée comme un risque pour le seul marché des cryptomonnaies, mais elle pourrait toucher directement l'ensemble du système financier si de nombreux acteurs non spécialistes détenaient des stablecoins). À cet égard, notons qu'un certain nombre de petits stablecoins ont déjà connu ce type d'accident et que les importantes positions (dont les détails n'ont pas été divulgués) détenues par Tether sur le marché des papiers commerciaux ont récemment soulevé des questions quant à son éventuelle exposition à Evergrande, le géant chinois de l'immobilier en difficulté (ce que Tether a démenti).

- **Le FMI, qui a consacré une section de son dernier rapport sur la stabilité financière mondiale aux cryptomonnaies, a souligné le risque qu'un stablecoin en difficulté puisse procéder à une vente massive de ses actifs**, entraînant une contagion à d'autres marchés (notamment celui des papiers commerciaux).
- **Les banques centrales ont également mentionné les stablecoins comme une raison majeure de développer leurs propres monnaies numériques (MNBC)<sup>5</sup>.** Selon leurs choix architecturaux, les MNBC pourraient en effet présenter certains des mêmes avantages pratiques que les stablecoins, mais sans risque de crédit et tout en constituant un moyen de réaffirmer et de moderniser la souveraineté des autorités publiques sur la monnaie.

<sup>4</sup> Au moment de l'écriture de ce texte, la presse signalait que le Trésor américain, ainsi que d'autres agences publiques du pays, s'apprêtaient à publier un rapport sur les stablecoins et les principes de leur réglementation.

<sup>5</sup> Le gouverneur de la Fed, Lael Brainard, a notamment soulevé ce point à plusieurs reprises cette année.

## THÉMATIQUE

---

*Les stablecoins  
pourraient être des  
vecteurs de dollarisation*

---

- **Toutefois, le fait qu'une très grande majorité des stablecoins soient arrimés à l'USD signifie également que les enjeux diffèrent entre pays.** Du point de vue des États-Unis, les stablecoins présentent peut-être des risques internes mais pourraient aussi s'avérer des vecteurs de consolidation de l'influence mondiale de l'USD. De plus, le statut de l'USD n'étant guère menacé sur le territoire national, les autorités américaines ressentent moins d'urgence que beaucoup d'autres à lancer une MNBC<sup>6</sup>. Elles pourraient alors se trouver de bonnes raisons de laisser les stablecoins poursuivre leur développement, permettant, d'une part, l'acquisition de connaissances précieuses sur la façon dont les ménages s'approprient et utilisent les monnaies numériques, d'autre part, une mise à l'épreuve des technologies utilisées par les stablecoins en vue d'une possible réutilisation ultérieure par une MNBC. Une telle logique ne s'appliquerait cependant qu'aux stablecoins bien réglementés et coopérant avec les autorités américaines, ce qui amène certains observateurs à penser que ces dernières ont peut-être

actuellement plus un problème lié au Tether (émis par une société basée à Hong Kong et ayant été condamné par plusieurs autorités américaines en 2021 à verser des amendes pour manque de transparence au sujet de ses actifs) qu'un problème majeur lié aux stablecoins en général.

- **Dans le cas des autres pays, cependant (et bien qu'à des degrés très variables), le risque de dollarisation est bien présent parmi les multiples défis portés par les stablecoins.** La nécessité de réagir pourrait donc être perçue comme plus urgente que dans le cas américain. Ces réactions pourraient s'orienter vers une réglementation stricte, vers la promotion active de stablecoins arrimés aux monnaies locales, vers l'accélération des programmes de MNBC ou, a contrario, vers la reconnaissance qu'il faudra accepter au moins une dollarisation limitée dans certains secteurs de niche afin de ne pas se priver des innovations et avantages apportés par les stablecoins en tant que moyens de paiements et en tant que contributeurs au développement de la *fintech*.

**Au vu de la complexité, pour les autorités publiques, d'évaluer l'équilibre entre les multiples avantages et risques portés par les stablecoins, il est peu probable que leur élan actuel soit prochainement stoppé net. Tout porte à croire qu'ils continueront de croître et de trouver de nouveaux usages, à la fois comme moyen de paiement et comme classe d'actifs. Leur réglementation devrait graduellement se préciser, mais peiner malgré tout à suivre le rythme des changements apportés par ces nouveaux venus.**

*Achévé de rédiger le 27 octobre 2021*

---

<sup>6</sup> Le 14 janvier 2021, J. Powell a indiqué que la Réserve fédérale ne ressentait nullement « le besoin ou l'envie d'être la première » à développer une MNBC. Parmi les motifs avancés pour justifier cette approche patiente, il a cité l'avantage conféré aux États-Unis par le statut de monnaie de réserve du dollar américain.

## ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

### Mise à jour mensuelle : le feu est passé du vert au orange pour le contexte économique

 **Retournement effectué**

 **Retournement imminent**

 **Pas atteint, trop tôt pour se prononcer**

#### **CONTEXTE ÉCONOMIQUE**

- Après la forte expansion de l'été, la croissance économique devrait rester dynamique, bien que plus modérée, comme l'annonce la stabilisation progressive des indicateurs avancés et des données prospectives, à mesure que les économies se rapprochent des niveaux d'avant Covid-19. Le consensus continue de s'ajuster à la baisse, tandis que les surprises économiques restent négatives malgré quelques signes d'une possible réversion à la hausse.
- L'activité économique aux États-Unis devrait s'accélérer au T4 après la décélération observée à la fin du T3, en conformité avec l'amélioration progressive des indicateurs avancés et des données prospectives. L'indice CESI reste en territoire négatif, en dépit d'un redressement progressif soutenu par les publications de données réelles et indicatives. Le consensus continue de s'orienter à la baisse, mais reste néanmoins en territoire positif.

#### **FONDAMENTAUX & VALORISATION**

- Les multiples et, d'une manière générale, les valorisations seront mis à l'épreuve durant cette saison de publication des résultats, compte tenu des craintes de compression des marges et des orientations prospectives pour l'année prochaine. La plupart des marchés d'actions sont globalement chers et en phase avec les prévisions de croissance positive. Ainsi, si les résultats déçoivent, il est probable que la saison des publications se solde par un ajustement à la baisse des valorisations.
- Les liquidités abondantes injectées par les BC constituent toujours un argument solide pour expliquer les niveaux élevés des marchés, même si le début d'un durcissement des politiques monétaires devrait éroder l'optimisme des investisseurs.



#### **FACTEURS TECHNIQUES**

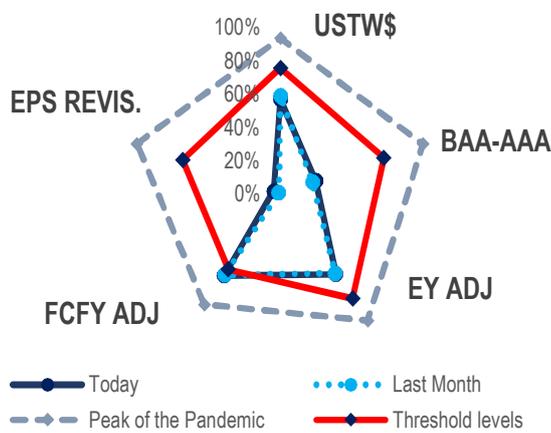
- Nous confirmons le maintien du climat mitigé que nous avons relevé le mois dernier.
- D'après les indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant), peu de marchés semblaient se diriger vers des niveaux survendus (indicateur RSI) le mois dernier et les chiffres, même s'ils se sont détériorés, n'ont pas beaucoup évolué en octobre. Les indicateurs RSI ont évolué à la hausse mais restent assez loin des niveaux de surachat.
- Par ailleurs, le momentum peine à s'installer dans la plupart des actifs risqués, ce qui s'explique selon nous par l'incertitude croissante et la faible visibilité sur les prochaines étapes.
- À l'heure où nous écrivons, les facteurs techniques restent mitigés, avec un manque de biais directionnel.

#### **SENTIMENT**

- Si, d'un côté, nous reconnaissons l'absence d'amélioration notable en ce qui concerne la perception de la croissance, de l'autre, nous continuons à constater que la plupart de nos indicateurs du sentiment de risque sont encore assez solides.
- Malgré une multiplication des inquiétudes, nous continuons à enregistrer un sentiment de risque modérément constructif sur le marché. Les conditions financières restent souples dans la plupart des régions, tandis que les révisions de BPA, bien qu'en recul, continuent de compenser à la fois le dollar américain et la baisse des surprises économiques (qui montrent clairement les premiers signes d'une rotation du risque).
- Les investisseurs institutionnels continuent de faire preuve d'une attitude positive à l'égard du risque et la dynamique d'appétit pour le risque se poursuit sur les marchés d'actions et des matières premières.

**ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés**

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



Source : Recherche Amundi, Données au 15 octobre 2021

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque. Les révisions positives des BPA sont moins importantes au 3<sup>e</sup> trimestre (réduisant ainsi l'écart avec les surprises de données négatives), mais les banques centrales maintiennent toujours les primes de risque du crédit à un niveau bas et le momentum du dollar s'est quelque peu réduit. Globalement, les signes d'une réduction structurelle du risque font défaut, tandis que la visibilité sur les prochaines étapes continue de se détériorer.

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.

## POINTS CLÉS

**1 La crise énergétique devrait être temporaire**

- Les prix du gaz naturel ont bondi contribuant à l'inflation mondiale des ressources.
- Le déséquilibre entre demande et production est le plus important en Chine et en Europe.
- Malgré cette envolée, les prix du gaz naturel ne sont pas hors de contrôle et un excédent net mondial étant attendu, les flux de gaz naturel rééquilibreront les importations en Europe et en Asie.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Scénario central : pas de pénurie d'énergie cet hiver en Europe et en Chine, mais la pression persiste

**2 Révision à la baisse des prévisions de croissance de la Chine et impact sur les pays émergents**

- Le PIB du troisième trimestre est plus faible qu'anticipé et les catalyseurs sur un horizon de 6 mois sont plus négatifs que positifs.
- Nous revoyons à nouveau nos prévisions de croissance à la baisse et ne nous attendons plus à ce que la croissance retrouve sa tendance au quatrième trimestre 2021 en raison du ralentissement du logement et des réductions de production liées à la décarbonisation.
- Les pressions inflationnistes restent modérées, la consommation des services ayant été durement touchée du fait de la politique de tolérance zéro face au Covid.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Le Chili et le Pérou seront les plus durement touchés par le ralentissement de la Chine, via le commerce et les exportations de matières premières

**3 Contexte économique à court et moyen terme dans les émergents**

- La dynamique économique telle que mesurée par le CEMI s'est détériorée plus que prévu, en raison de la composante globale (en particulier la Chine).
- L'inflation semble plus persistante et exerce une pression sur la politique monétaire et les taux nominaux (et réels).
- Normalisation atypique à moyen/long terme : croissance au potentiel et inflation aux sommets des dix dernières années.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- À court terme, l'environnement est moins favorable en termes de valorisation des actifs risqués, que les marchés n'ont pas encore corrigés malgré le récent repli

**4 Les devises du G10 dans une fourchette étroite**

- La plupart de nos objectifs de cours de fin d'année ont été atteints en septembre 2021, les monnaies cycliques atteignant des niveaux inférieurs à ce que nous avions prévu.
- Principaux thèmes actuels du marché des devises :
  - 1) Les divergences de politique monétaire incitent à jouer les devises à rendement élevé vs faible
  - 2) Le ralentissement de la croissance mondiale exige un portage de la plus haute qualité (USD)
  - 3) La dynamique d'appétit/aversion pour le risque devrait accélérer les mouvements
  - 4) Absence de directionnalité marquée

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Les devises du G10 vont se négocier dans une fourchette étroite, en raison du manque de directionnalité claire, le dollar américain profitant de la situation au détriment des devises à faible rendement et se stabilisant par rapport à la plupart des devises cycliques.

**Point sur le Covid-19**

**Pierre BLANCHET**, *Responsable Investment Intelligence*

Alors que débute la saison hivernale dans l'hémisphère nord, le nombre croissant de cas de Covid fait ressurgir les craintes de nouvelle vague. La Chine est confrontée à une résurgence de l'épidémie, malgré une campagne de vaccination de masse, mais avec un vaccin moins efficace. En Europe de l'Ouest, plusieurs pays dont la France et l'Allemagne enregistrent une recrudescence des cas hebdomadaires, mais le nombre de décès liés au Covid reste limité. Le Royaume-Uni fait figure d'exception avec 3 fois plus de cas que sur le continent et 8 fois plus de victimes. Toutefois, la principale préoccupation vient de l'Europe centrale et orientale, où le taux de vaccination est encore faible et où les taux d'infection et de mortalité sont parmi les plus élevés au monde. En Roumanie, en Bulgarie et en Moldavie, qui sont au cœur de cette nouvelle vague, le nombre de décès quotidiens par million d'habitants est 10 à 15 fois plus élevé qu'à l'ouest de l'Europe. Le manque de confiance dans les autorités, l'inefficacité des structures de santé publique et l'instabilité politique expliquent le faible taux de vaccination (20 à 30 % en moyenne) qui se traduit par un taux de mortalité élevé. Dans les pays émergents, le programme Covax, soutenu par l'OMS, n'a (jusqu'à présent) pas fourni suffisamment de vaccins pour limiter la circulation du virus, ce qui pourrait entraîner l'émergence de souches plus virulentes, avec de lourdes conséquences pour les économies avancées.

**ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI**

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Après la communication de la Fed fin septembre sur la réduction de ses achats d'actifs, les prévisions d'inflation et les rendements obligataires se sont renforcés et le thème de la réouverture a repris ses droits en termes de performance relative. Toutefois, compte tenu de la forte inflation, les investisseurs doivent protéger leurs portefeuilles contre la hausse des prix. Il convient également de rester attentif à la volatilité liée au plafond de la dette et aux hausses d'impôts. Nous estimons que tout en restant globalement neutre sur les actions, il convient de se concentrer davantage sur les fondamentaux, car les valorisations restent élevées.
	Actions US Value	+		La récente hausse des rendements core s'est accompagnée d'une poussée inflationniste. Nous pensons que les actions décotées (financières, énergie) constituent un moyen efficace de protéger les portefeuilles contre l'inflation, en particulier dans le cas d'entreprises de qualité disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix. La décote entre les titres value et growth est importante, mais les rendements à long terme dans ce domaine seront davantage déterminés par la sélection des titres.
	Actions US Croissance	-		Nous pensons que les valorisations actuelles ne sont pas cohérentes avec les anticipations d'inflation élevée et, par conséquent, de taux (réels) plus élevés, ce qui pourrait mettre au défi les valorisations excessives. À mesure que nous progressons sur ce front, les valeurs de croissance dont les prix reposent sur de faibles taux d'actualisation devraient connaître une certaine volatilité, justifiant ainsi un positionnement défensif.
	Europe	=		La reprise économique se poursuit en Europe dans un contexte de flambée des prix de l'énergie, mais les valorisations sont extrêmes dans certains segments et ne sont pas justifiées compte tenu de l'inflation élevée, qui pousse les entreprises à absorber les coûts, ce qui affecte leurs marges. Toutefois, face à la forte disparité des valorisations, les investisseurs doivent privilégier la sélection et explorer les valeurs décotées et de qualité capables de résister aux pressions sur les prix grâce à un fort pouvoir de fixation des prix ou à une position dominante sur le marché au-delà de l'actuelle saison de publication des résultats.
	Japon	=		Étant donné que le Japon est un marché plus cyclique, les actions devraient rester soutenues par un rattrapage des bénéfices à mesure que les nouveaux cas de Covid reculent et que la réouverture se poursuit. Un affaiblissement du yen devrait favoriser cette évolution.
	Marchés émergents	=		Nous pensons que la sélection est de mise dans les pays émergents et qu'ils ne doivent plus être considérés comme un « bloc unique ». Pour l'avenir, la normalisation des bénéfices et les progrès en matière de vaccination offrent un tableau encourageant pour les pays émergents, mais certains risques idiosyncrasiques existent. En ce qui concerne la Chine, une certaine faiblesse de la croissance et de potentielles mesures réglementaires nous incitent à la prudence à court terme, mais les perspectives à long terme sont bonnes, le pays s'engageant sur la voie d'une croissance plus équilibrée et de qualité. Nous privilégions des pays comme la Russie, en raison de la vigueur de ses exportations, et l'Inde, en raison du potentiel de sa demande intérieure.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les rendements core ont augmenté après les déclarations de la Fed concernant une réduction de ses achats d'actifs lors de la réunion du FOMC de septembre. L'inflation reste néanmoins élevée, tandis que les contraintes d'approvisionnement persistent. Nous pensons que les bons du Trésor américain pourraient être sous pression, mais le risque que l'inflation fasse dérailler la reprise fait que les banques centrales pourraient chercher à éviter tout durcissement significatif. Nous sommes donc prudents sur la durée, mais restons flexibles. Les emprunts d'État indexés sur l'inflation offrent des rendements protégés contre l'inflation, mais leur valorisation pose problème.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Les fondamentaux du crédit sont constructifs, mais nous explorons la classe d'actifs à travers un prisme très sélectif qui nous permet de limiter notre bêta et notre exposition à la dette de durée longue. Nous sommes également attentifs aux risques liés à la hausse des rendements core en ce moment. Les crédits titrisés et les prêts hypothécaires sont attractifs en raison des revenus élevés des consommateurs et de leur épargne importante, mais nous restons vigilants sur les marchés du logement compte tenu de la réduction à venir des achats d'actifs de la Fed.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous nous dirigeons vers une phase où la directionnalité du marché jouera un rôle de moins en moins important dans la génération des rendements. Bien que ce segment offre un bon potentiel de portage et que les fondamentaux soient favorables, nous nous appuyons de plus en plus sur la sélection pour séparer le bon grain de l'ivraie et éviter les zones très endettées.
	Govies Europe	-/=		L'inflation est élevée sur fond de goulets d'étranglement de l'offre et de pressions liées à la situation énergétique, ce qui se traduit collectivement par une hausse des rendements. Bien que la BCE ait évoqué un certain ralentissement de ses achats d'actifs, nous pensons qu'elle s'efforcera de maintenir des conditions financières accommodantes. Nous restons donc défensifs et agiles sur les obligations d'État européennes core et semi-core. En revanche, pour ce qui est de la dette périphérique, nous sommes positifs du fait de la reprise économique et du soutien du fonds Next Gen EU, mais nous continuons à surveiller les risques politiques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Les fondamentaux continuent de s'améliorer, bien qu'à un rythme légèrement plus lent et la liquidité reste élevée. Nous augmentons toutefois la sélectivité dans nos portefeuilles pour rechercher les entreprises capables de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Nous privilégions la dette à plus courte échéance et les entreprises notées BBB tout en évitant les entreprises mieux notées qui pourraient s'engager dans des projets de fusion-acquisition improductifs ou alourdir leur dette.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous ne pensons pas que ce soit le moment de procéder à une réduction structurelle du risque, mais nous restons prudents vis-à-vis de la dette à long terme et préférons jouer la carte de la compression des <i>spreads</i> . La dette financière subordonnée est un thème fort dans l'ensemble du crédit grâce à son rendement attractif, mais nous veillons à maintenir un équilibre d'ensemble entre rendement élevé et qualité.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		L'amélioration des balances courantes et le différentiel de croissance entre les ME et les MD sont des éléments positifs. Nous continuons de privilégier la dette en devises fortes et maintenons notre biais pour le HY par rapport à l'IG dans les pays bénéficiant de fondamentaux solides et de prix de matières premières plus élevés.
	Émergents Dette en devise locale	=		Le renforcement du dollar à court terme et la possibilité d'un durcissement dans les pays développés constituent un défi naturel pour la dette en devises locales, d'où la nécessité d'être sélectif. Nous nous concentrons sur des pays comme la Russie, où le resserrement monétaire est presque terminé. En Asie, la PBoC s'efforcera d'éviter tout débordement sur le reste de l'économie.
AUTRES	Matières premières			Si les prix du gaz naturel ont augmenté en raison des déséquilibres entre l'offre et la demande en Europe et en Asie, ils ne sont pas pour autant hors de contrôle. Un excédent net mondial est à prévoir sur le long terme. L'OPEP devrait augmenter sa production de pétrole pour éviter que la demande mondiale ne soit pénalisée. L'or pourrait connaître une certaine volatilité (normalisation de la politique de la Fed), mais reste un bon moyen de diversifier son portefeuille.
	Devises			Les divergences de politique monétaire et le ralentissement de la croissance mondiale devraient être positifs pour l'USD (portage de haute qualité) par rapport aux devises à faible rendement comme l'EUR, le CHF et le JPY, mais la devise américaine devrait toutefois se stabiliser par rapport aux devises cycliques à haut rendement. À plus long terme, le déficit et la dette élevés des États-Unis sont susceptibles de pénaliser le billet vert.

### LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
	Négatif		Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au 26 octobre 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise de bonne qualité, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/10/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3
<b>Pays développés</b>	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	2,9	2,8	2,1
<b>États-Unis</b>	-3,4	5,7	3,3	2,1	1,3	4,4	3,7	2,8
<b>Japon</b>	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
<b>Royaume-Uni</b>	-9,7	6,9	4,6	2,4	0,9	2,4	3,7	2,5
<b>Zone euro</b>	-6,5	4,9	3,9	2,2	0,3	2,4	2,4	1,7
<b>Allemagne</b>	-4,9	2,5	3,9	2,0	0,4	3,1	2,4	1,7
<b>France</b>	-8,0	6,1	3,9	1,8	0,5	2,0	2,3	2,0
<b>Italie</b>	-9,0	6,1	4,8	1,9	-0,1	1,8	2,3	1,7
<b>Espagne</b>	-10,8	5,2	5,9	2,8	-0,3	2,6	2,4	1,7

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** après un ralentissement au T3, nous anticipons une reprise de la croissance au T4 à mesure que le variant delta recule. Les indicateurs avancés signalent une reprise de la mobilité et de l'activité qui est de bon augure pour les fêtes de fin d'année. L'inflation devrait continuer à augmenter au T4, portée par l'accélération des loyers, la hausse des coûts de l'énergie et les problèmes d'offre dans un contexte de forte demande. Nous avons dernièrement revu à la hausse nos anticipations d'inflation tout en réduisant de quelques points de base nos prévisions de croissance. La politique budgétaire reste déterminante pour les perspectives et constitue un risque haussier si le plan d'infrastructure de Biden est approuvé dans son intégralité (ce qui n'est actuellement pas notre scénario central).
- Zone euro :** après une reprise de l'activité plus rapide que prévu au T2 dans plusieurs États membres, nous nous attendons à ce que la reprise se poursuive, mais à un rythme de croissance plus lent, comme le suggèrent les derniers indicateurs avancés et les enquêtes d'opinion. Cette modération interviendra parallèlement à la poursuite des pressions haussières sur les prix, qui reflètent les préoccupations à court terme sur l'offre, aggravées par la crise de l'énergie. Nous n'anticipons pas pour l'instant d'effets de second tour sur l'inflation (négociations salariales). Ainsi, bien que nous ayons revu à la hausse nos projections d'inflation pour 2021, nous continuons de tabler sur une modération progressive de l'inflation l'an prochain.
- Japon :** Fumio Kishida a pris ses fonctions de Premier ministre du Japon, ouvrant la perspective d'une poursuite des politiques monétaires et budgétaires de soutien. Le Japon a commencé à lever progressivement l'état d'urgence depuis septembre, le taux de vaccination complète ayant atteint plus de 70 %, ce qui ouvre la voie à une reprise de la consommation privée. Nous continuons néanmoins d'anticiper de faibles pressions inflationnistes en 2021, car la répercussion de la hausse des prix de l'énergie devrait rester limitée. L'inflation augmentera à un rythme plus rapide en 2022, lorsque les facteurs transitoires (modification des tarifs de téléphonie mobile, nouvelle base) s'estomperont.
- Royaume-Uni :** l'économie britannique a connu une forte expansion au T2, et devrait avoir bénéficié de la poursuite de la levée des restrictions sanitaires au T3. Pourtant, l'impulsion donnée par la dernière phase de levée des restrictions ne devrait pas égaler les performances d'avril et de mai. En effet la reprise est susceptible de s'essouffler, les indicateurs avancés annonçant un affaiblissement de la dynamique. Nous avons été amenés à réviser à la hausse nos projections d'inflation pour le T4 2021 et pour 2022, en raison des problèmes d'offre, de la crise de l'énergie et de signes d'augmentation des salaires. Pour autant, nous prévoyons toujours une modération de l'inflation vers la cible à la fin de l'année prochaine.

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

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	28-10 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,19	0/0,25	0,49
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,48	-0,50	-0,40
Japon	-0,04	-0,1	-0,03	-0,1	-0,02
RU	0,10	0,5	0,77	0,75	1,10

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	3 novembre
Banque d'Angleterre MPC	4 novembre
BCE Conseil des gouverneurs	16 décembre
Banque du Japon MPM	17 décembre

Source : Recherche Amundi

- Fed** : la diminution des achats d'actifs devrait débuter dès novembre, avec une fin du programme à la mi-2022. On s'attend à ce que la Fed réduise ses achats à un rythme de 15 milliards de dollars par mois jusqu'en juin. Les achats de bons du Trésor devraient diminuer de 10 milliards de dollars chaque mois, contre 80 milliards par mois actuellement et les achats de MBS de 5 milliards chaque mois, contre 40 milliards par mois actuellement. Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse le PCE sous-jacent étant désormais attendu à 2,3 % en 2022 et à 2,2 % en 2023. L'inflation sera probablement le facteur le plus important pour déterminer la date de la première hausse des taux et le rythme des hausses suivantes. Si l'inflation sous-jacente continue de surprendre à la hausse en 2022, la première hausse de taux pourrait avoir lieu au T4 2022.
- BCE** : nous nous attendons à ce que la BCE poursuive ses achats au titre du PEPP au rythme actuel de près de 70 milliards d'euros par mois jusqu'à la fin de l'année. Elle devrait également utiliser l'enveloppe résiduelle au T1 ou la réduire progressivement au cours du S1 afin de lisser la trajectoire des achats mensuels. En décembre, la BCE annoncera sa stratégie de relance pour 2022 et nous nous attendons à ce que la banque centrale maintienne un positionnement plutôt accommodant avec notamment des perspectives de taux stables et un rythme d'achats d'actifs important au regard des normes historiques, en calibrant la taille du QE afin d'absorber l'essentiel des émissions nettes comme au cours des deux dernières années.
- BoJ** : comme largement attendu, la BoJ a maintenu ses politiques inchangées lors de sa réunion d'octobre. Dans son nouveau rapport sur les perspectives trimestrielles, la banque centrale a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance du PIB pour l'exercice 2021 étant donné le report des prévisions de reprise de la consommation en raison des complications liées au Covid-19. L'IPC sous-jacent a également été fortement revu à la baisse, en raison d'effets de base ponctuels. Le taux de vaccination complète ayant atteint plus de 70 %, nous nous attendons à ce que la demande de consommation et l'inflation se renforcent progressivement. Toutefois, l'indice de référence restera inférieur à l'objectif de la BoJ de 2 % en 2022-2023, ce qui retardera la normalisation de la politique de la BoJ.
- BoE** : après un durcissement surprise des orientations prospectives sur les taux lors de sa dernière réunion, la BoE a tout récemment insisté sur la nécessité d'agir rapidement, et ce, principalement dans le but d'assurer l'ancrage des anticipations d'inflation. Nous nous attendons désormais à ce que le Comité de politique monétaire relève les taux d'intérêt plus tôt que prévu, avec une première hausse de 15 points de base d'ici la fin de l'année (en novembre ou décembre), suivie d'une nouvelle hausse de 25 pb lors de la réunion de février. Un tour de vis supplémentaire de 25 pb pourrait suivre lors de la réunion d'août 2022, en fonction de l'évolution des tendances macroéconomiques.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/10/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3
<b>Pays émergents</b>	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,2	4,7	4,1
<b>Chine</b>	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,8	2,1	1,8
<b>Brésil</b>	-4,1	5,1	0,7	1,5	3,2	8,2	7,5	5,3
<b>Mexique</b>	-8,3	6,0	2,7	2,0	3,4	5,6	4,8	3,8
<b>Russie</b>	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,5	5,6	4,2
<b>Inde</b>	-7,1	8,2	6,3	6,4	6,6	5,0	5,9	5,6
<b>Indonésie</b>	-2,0	3,5	4,7	5,1	2,0	1,6	2,9	2,8
<b>Afrique de Sud</b>	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,5	4,8	4,8
<b>Turquie</b>	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,7	14,9	11,3

Source : Recherche Amundi

- Chine :** nous anticipons une croissance du PIB de la Chine de 7,7 % et 4,7 % en 2021 et 2022, respectivement, contre 8,3 % et 4,9 % il y a un mois. Malgré l'assouplissement des règles de distanciation sociale, une combinaison de facteurs continue de peser sur la reprise économique, parmi lesquels le ralentissement du secteur du logement et le contrôle de la consommation d'énergie par la NDRC. La consommation de services et les investissements en infrastructures devraient rebondir, contrebalançant en partie le ralentissement. Côté inflation, une hausse de l'IPP est probable compte tenu des contraintes de l'offre. L'IPC restera contenu, avec une reprise de la consommation en dents de scie.
- Brésil :** la situation épidémique semble assez bonne et l'économie dans son ensemble a retrouvé son niveau d'avant-Covid, en revanche, la dynamique macro-cyclique semble nettement plus délicate. L'activité économique est confrontée à de multiples difficultés, dont l'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt et un niveau élevé d'incertitude politique et budgétaire. Les pressions inflationnistes ne s'atténuent pas, les cours mondiaux de l'énergie et la faiblesse des devises jouant un rôle important ce qui entraînera une hausse du taux directeur au-dessus de 10 %. Pendant ce temps, face aux demandes sociales plus importantes (sous l'effet de l'inflation élevée) l'administration répond par des dépenses budgétaires supplémentaires qui, en ce qui concerne la dernière proposition, sont désormais au-delà du plafond de dépenses. Les marchés, à leur tour, ont réagi de façon sévère à la nouvelle, ce qui renforce la dynamique du cercle vicieux.
- Turquie :** à l'inverse de la plupart des banques centrales des pays émergents, la CBRT a réduit son taux de référence de 18 % à 16 %. Compte tenu des récentes modifications du comité de politique monétaire, le marché s'attendait bien à un assouplissement des taux, mais le CBRT en a doublé le montant (-200 points de base contre -100 pb attendus). Or, en ce moment (19,6 % en glissement annuel en septembre), la Turquie subit le type de pression inflationniste qui aurait normalement déclenché un durcissement de la politique monétaire. La réduction de 200 pb correspond au montant total que nous attendions pour le quatrième trimestre 2021 et la voie est désormais libre pour un assouplissement plus important et probablement plus rapide que notre prévision de 100 pb en 2022.
- CEE-3 :** la croissance dans la région devrait rester autour de 4 % et plus en 2021-2022. La dynamique s'est ralentie au deuxième semestre 2021 en raison des perturbations prolongées des chaînes d'approvisionnement, du retard dans le versement des fonds européens et des incertitudes sanitaires. Le cycle de relèvement s'est poursuivi au cours du mois (HNB: 15 pb, CNB: 75 pb), ou a commencé (NBP: 40 pb), en raison des pressions inflationnistes provenant à la fois de l'offre (énergie) et de la demande (reprise et marché du travail tendu). L'inflation devrait se situer au-dessus de l'objectif jusqu'à la fin du premier semestre 2021. Nous anticipons de nouvelles hausses l'an prochain compte tenu de la persistance des pressions inflationnistes et de la forte croissance alimentée par le maintien des mesures de soutien budgétaire.

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

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	28-10 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
<b>Inde</b>	4,00	4,25	4,15	4,75	4,45
<b>Brésil</b>	7,75	10,75	8,9	10,75	8,90
<b>Russie</b>	7,50	8,00	6,80	7,50	6,15

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>22 novembre</b>
<b>RRBI (Inde)</b>	<b>8 décembre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>8 décembre</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>17 décembre</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la PBoC a laissé entendre qu'il suffirait de refinancer la facilité de prêt à moyen terme (MLF) pour un montant identique, au lieu de réduire le ratio des réserves obligatoires (RRR) avant d'atteindre le mur d'échéance de la MLF du quatrième trimestre. Nous abandonnons notre prévision de réduction supplémentaire de 50 pb du RRR en octobre et maintenons notre opinion selon laquelle il n'y aura pas de baisse du taux directeur. Un programme de prêts ciblés pour les projets de neutralité carbone ou les PME à des taux préférentiels est plus probable à ce stade. Quelques changements à la marge des politiques de logement sont également en cours. La PBoC a exhorté les banques à corriger les excès dans l'application des politiques macroprudentielles. Les retards de décaissement des prêts aux promoteurs et les délais prolongés pour l'approbation des prêts hypothécaires devraient se réduire.
- RBI (Inde) :** lors de la réunion de son comité de politique monétaire d'octobre, la RBI a maintenu ses taux directeurs inchangés à 4,0 %, n'a pas modifié le corridor asymétrique avec le taux de prise en pension à 3,35 % ni l'orientation accommodante de sa politique. Le seul changement annoncé est la fin de l'assouplissement quantitatif depuis octobre 2021 (G-SAP) la marge de manœuvre budgétaire étant suffisante pour avancer dans l'année fiscale. Le processus de normalisation devrait commencer bientôt (décembre 2021) avec l'augmentation du taux des prises en pension à 3,75 % (+40 pb), suivie d'un resserrement des taux directeurs à partir d'avril 2022. En 2022, l'inflation devrait évoluer dans la fourchette supérieure de la RBI.
- BCB (Brésil) :** la banque centrale (BCB) a relevé ses taux de 150 pb (à 7,75 %) en octobre et a préannoncé une nouvelle hausse de même ampleur pour sa prochaine réunion en décembre. De plus, la BCB annonce que les taux directeurs devaient grimper « encore plus haut » en raison des risques accrus de hausse de l'inflation et de préoccupations budgétaires croissantes (l'administration a annoncé que le plafond des dépenses serait dépassé ou modifié afin de répondre aux demandes sociales pressantes). Nous anticipons que la BCB fera passer le taux SELIC au-dessus de la barre des 10 % l'an prochain et que ce dernier se stabilisera aux alentours de 11 %, soit son niveau le plus élevé en près de cinq ans.
- CBR (Russie) :** le 22 octobre, la banque centrale de Russie a relevé son taux directeur de 75 points de base pour le porter à 7,5 %, soit une hausse plus importante que celle attendue par le marché. La CBR a évoqué une croissance plus rapide de la demande intérieure que de la capacité d'offre, ce qui a entraîné une augmentation des anticipations d'inflation. La CBR n'exclut pas d'autres hausses de taux. Les prévisions d'inflation des ménages ont atteint un nouveau sommet sur cinq ans en octobre, tandis que les prévisions de tarification des entreprises sont également proches de leurs sommets pluriannuels. La CBR prévoit une inflation de fin d'année comprise entre 7,4 et 7,9 %, soit plus que ses prévisions précédentes et une baisse d'ici fin 2022 à 4-4,5 %.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

(28 octobre 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
États-Unis	-3,4	5,7	3,3	2,1	1,3	4,4	3,7	2,8
Japon	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Zone euro	-6,5	4,9	3,9	2,2	0,3	2,4	2,4	1,7
Allemagne	-4,9	2,5	3,9	2,0	0,4	3,1	2,4	1,7
France	-8,0	6,1	3,9	1,8	0,5	2,0	2,3	2,0
Italie	-9,0	6,1	4,8	1,9	-0,1	1,8	2,3	1,7
Espagne	-10,8	5,2	5,9	2,8	-0,3	2,6	2,4	1,7
Royaume-Uni	-9,7	6,9	4,6	2,4	0,9	2,4	3,7	2,5
Chine	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,8	2,1	1,8
Brésil	-4,1	5,1	0,7	1,5	3,2	8,2	7,5	5,3
Mexique	-8,3	6,0	2,7	2,0	3,4	5,6	4,8	3,8
Russie	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,5	5,6	4,2
Inde	-7,1	8,2	6,3	6,4	6,6	5,0	5,9	5,6
Indonésie	-2,0	3,5	4,7	5,1	2,0	1,6	2,9	2,8
Afrique du Sud	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,5	4,8	4,8
Turquie	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,7	14,9	11,3
Pays développés	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	2,9	2,8	2,1
Pays émergents	-2,0	6,4	4,3	4,3	3,9	4,2	4,7	4,1
Monde	-3,3	5,8	3,9	3,4	2,6	3,7	3,9	3,3

### Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	28/10 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,19	0/0,25	0,49
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,48	-0,50	-0,40
Japon	-0,04	-0,1	-0,03	-0,1	-0,02
Royaume-Uni	0,10	0,5	0,77	0,75	1,10

Pays émergents

	28/10 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4,00	4,25	4,15	4,75	4,45
Brésil	7,75	10,75	8,9	10,75	8,90
Russie	7,50	8,00	6,80	7,50	6,15

### Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	22/10 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,48	0,45/0,60	0,82	0,7/0,9	1,12
Allemagne	-0,64	-0,70/-0,50	-0,59	-0,70/-0,50	-0,55
Japon	-0,10	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,68	0,50/0,70	0,83	0,7/0,8	0,84

Taux 10 ans

	22/10 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,66	1,6/1,8	1,80	1,8/2,0	1,93
Allemagne	-0,10	-0,3/-0,1	-0,03	-0,3/-0,1	0,03
Japon	0,10	0/0,20	0,13	0/0,20	0,18
Royaume-Uni	1,17	1,0/1,2	1,27	1,2/1,4	1,32

### Prévisions de change

	22/10/2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/USD	1,16	1,14	1,17	1,14	1,18
USD/JPY	114	113	112	116	112
EUR/GBP	0,85	0,85	0,85	0,83	0,85
EUR/CHF	1,07	1,07	1,10	1,08	1,12
EUR/NOK	9,73	9,91	9,90	9,21	9,73
	22/10/2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/SEK	9,98	10,11	10,00	9,88	9,80
USD/CAD	1,24	1,27	1,24	1,21	1,22
AUD/USD	0,75	0,73	0,75	0,77	0,76
NZD/USD	0,72	0,70	0,72	0,71	0,73
USD/CNY	6,39	6,45	6,50	6,50	6,40

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 épicentres 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. *Source: Recherche Amundi*

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT OUTLOOK



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

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

### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts - Q3 - 2021 (05-08-2021)**

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

#### **Shifts & Narratives #8 - Une évaluation de rentrée du changement de régime (16-09-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



#### **Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

#### **Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimangement - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

#### **European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

### WORKING PAPERS



#### **The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)**

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

#### **Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 3. Managing the Asset-Liability Liquidity Risk (06-10-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



**Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

**Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

**China in the spotlight: what markets (24-09-2021)**

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

**German election remains open, with an eye on the green transition (22-09-2021)**

KRUSE Thomas, CIO Germany - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

**Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

### DISCUSSION PAPERS



**Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)**

BRIÈRE Marie, Amundi Research

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

### THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy: Closing the loop (20-09-2021)**

LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products

**ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

**Stakeholders in the Just Transition - N°3 Territories and local communities (10-09-2021)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - BECQUEY Pauline, Managing Director of Finance for Tomorrow - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - BREEN Nathan, Investment Solutions Associates - BINET Pierre-Alix, Head of Programs and Strategic Development at Finance for Tomorrow

## 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 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 28 octobre 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 novembre 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 - Andrew Ostrovsky

#### 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

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

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DI SILVIO Silvia**, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

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

**PERRIER Tristan**, Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit