

the day after

10 | Juillet 2020

*Repenser la
recherche
macro et
cross-asset :
les leçons de
la crise du
Covid-19*

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Auteur



Monica DEFEND,
Responsable de la
Recherche Groupe

« *Comprendre que tout est lié à tout le reste* »
Leonard de Vinci

Le Covid-19 a accéléré l'entropie des marchés, les preneurs de risque vont faire évoluer leurs approches d'investissement

Les crises créent des perturbations et le Covid-19 ne fait pas exception, apportant de nouvelles complexités, de nouvelles opportunités et de nouveaux risques dans le domaine de l'investissement.

Du point de vue de la recherche, nous nous sommes rendu compte que la pandémie a déclenché :

1. Une évolution rapide de l'environnement macrofinancier.

Il est devenu beaucoup plus difficile d'anticiper et de prévoir les performances, tant à court qu'à moyen terme, en raison du manque de données réelles (même le calcul des prix à la consommation est devenu difficile à cause des confinements !), et des conséquences inconnues des politiques non conventionnelles mises en place.

2. Un choc sanitaire mondial commun affectant les économies et se répercutant sur l'ensemble des classes d'actifs.

La volatilité des marchés financiers a d'abord grimpé en raison de l'incertitude accrue concernant les effets à court terme du virus sur la vie courante et en raison des changements potentiels à long terme affectant les moyens de subsistance. Par la suite, un enchaînement d'annonces politiques, de mesures mises en œuvre et d'informations liées à la pandémie a entraîné une hausse de la volatilité.

3. Une profonde déconnexion entre les fondamentaux macroéconomiques et les marchés.

Nous avons assisté à une crise de confiance généralisée et à une contraction soudaine de la croissance mondiale. Les classes d'actifs ont connu des baisses très importantes en raison de l'inconnu que constitue le virus. Les marchés se sont ensuite repris grâce à un rebond tiré par la liquidité, alimenté par des politiques accommodantes agressives mises en œuvre par les banques centrales. Contrairement au passé, les interventions de politique économique ont été très rapides, et les

banques centrales se sont montrées créatives et non conventionnelles dans leurs réponses à l'urgence. Les analystes ont dû fournir des prévisions à un moment où les entreprises ont cessé de fournir des indications sur leurs bénéfices par action et leurs chiffres d'affaires. Les accélérateurs de politique monétaire ont provoqué une hausse des actifs risqués, éclipsant les difficultés de l'économie réelle

4. Un rôle plus important des autorités centrales dans le fonctionnement des marchés. Les politiques monétaires ont en particulier neutralisé les facteurs spécifiques aux classes d'actifs, brouillant les corrélations des marchés et induisant des anomalies (dangereuses) de prix.

Les banques centrales n'ont cessé d'accroître leurs mesures de relance. Elles ont franchi de nouvelles limites¹, prolongeant une fois de plus le cycle par le biais d'une nouvelle création de dette. Elles gèrent les courbes de rendement tout en augmentant le risque de bulles, dans le cas où les politiques budgétaires ne fonctionnent pas comme prévu.

Les gouvernements se sont d'abord occupés de la question de l'urgence sanitaire (restrictions des déplacements internationaux, mesures nationales, amélioration des traitements médicaux), puis ont mis en œuvre des politiques budgétaires, non seulement en réaction (aides d'État/subventions), mais également en essayant d'être proactifs afin de remédier aux dommages profonds que le Covid-19 infligera au marché du travail et à la croissance.

L'effet net de ces interventions reste difficile à déterminer, mais il est clair que nous devons faire évoluer notre réflexion afin d'analyser ce nouvel écosystème macrofinancier.

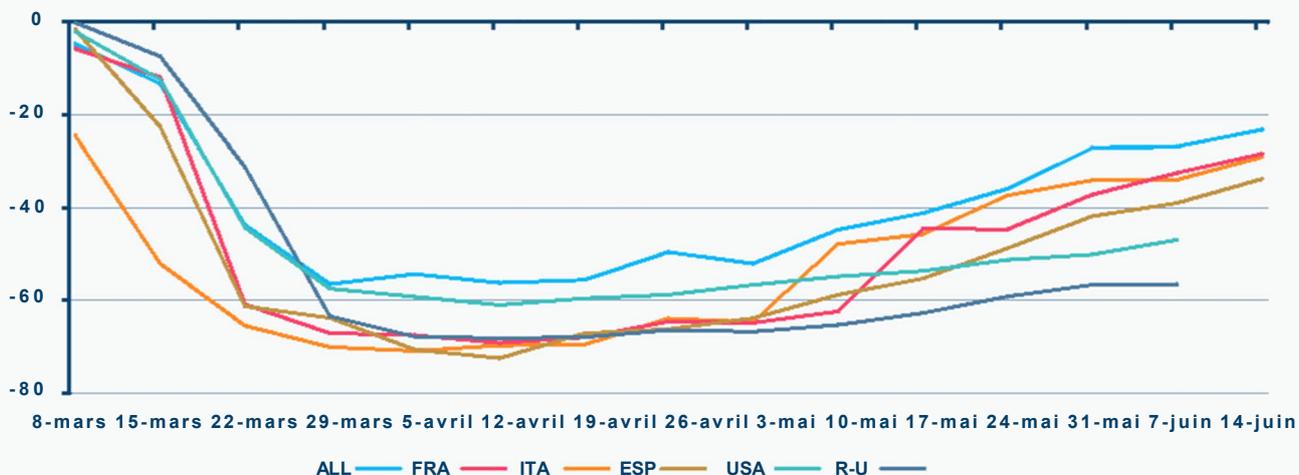
Notre analyse de cette situation changeante et les conclusions auxquelles nous sommes arrivés :

Nous nous sommes rapidement rendu compte que la crise sanitaire mondiale avait un impact énorme sur les économies via un choc inhabituel susceptible de déclencher certains changements structurels. Toutefois, **nous restons convaincus que les marchés financiers restent ancrés sur les facteurs macroéconomiques.** La croissance, l'inflation, les taux, les efforts de politique monétaire et la liquidité devraient rester essentiels, la nature de la crise exigeant une évolution dans la manière dont nous examinons ces facteurs.

1. De nouvelles frontières pour les Banques Centrales - The Day After # 5, D. Borowski, mai 2020.

Graphique 1 : Indicateur d'activité des données haute fréquence

Les pays touchés par la pandémie se rétablissent suivant la même séquence. Principalement sur la base des données de mobilité / loisirs / consommation d'énergie, notre indicateur montre que l'Allemagne, la France et l'Italie se redressent plus rapidement que le Royaume-Uni et les États-Unis.



Source : Amundi Global Research, Bloomberg au 25 juin 2020. La mobilité, les réservations des restaurants, la rigueur des confinements, la consommation d'énergie, les ventes au détail par magasins et certaines données spécifiques à chaque pays sont prises en considération.

En particulier :

1. Nous sommes passés des causalités macro/marchés/micro traditionnelles à l'utilisation d'indicateurs non linéaires sur les données 'big data' observables pour suivre les points communs entre les nouveaux facteurs de risque transversaux qui, selon nous, se comporteront comme les nouveaux déterminants du marché. Nous suivons ainsi l'asymétrie et la vitesse d'évolution de l'actuel environnement macroéconomique afin d'affiner les prévisions.

Au cours de l'épidémie de Covid-19, notre approche bayésienne des prévisions macroéconomiques fournit des résultats hautement volatils qui font l'objet d'une réévaluation continue.

L'instabilité globale de la situation, le manque de données chiffrées et l'incertitude quant à l'ampleur et au calendrier des politiques budgétaires faussent l'essence même des comptabilités nationales. La consommation, l'investissement, les dépenses publiques et le solde commercial dépendent de l'évolution des relations statistiques. Ils dépendent d'un grand nombre d'hypothèses et devraient faire face à une rupture structurelle.

Les préférences des consommateurs vont-elles structurellement évoluer ? Quelles seront la vitesse et la synchronisation de la démondialisation ? Quels secteurs seront rapatriés ? Leur poids dans l'économie va-t-il changer ? Quand se redresseront les secteurs à forte

intensité de main - d'œuvre, comme l'hôtellerie ? Les réponses à ces questions affecteront probablement la productivité ainsi que la croissance à moyen et long termes. Toutefois, en tant que preneurs de risques, nous avons besoin de nous concentrer davantage sur la réalité à court terme pour comprendre le positionnement d'investissement approprié. Par conséquent, nous avons complété notre approche structurelle des prévisions macroéconomiques en nous appuyant sur des *fast data* et des données microéconomiques.

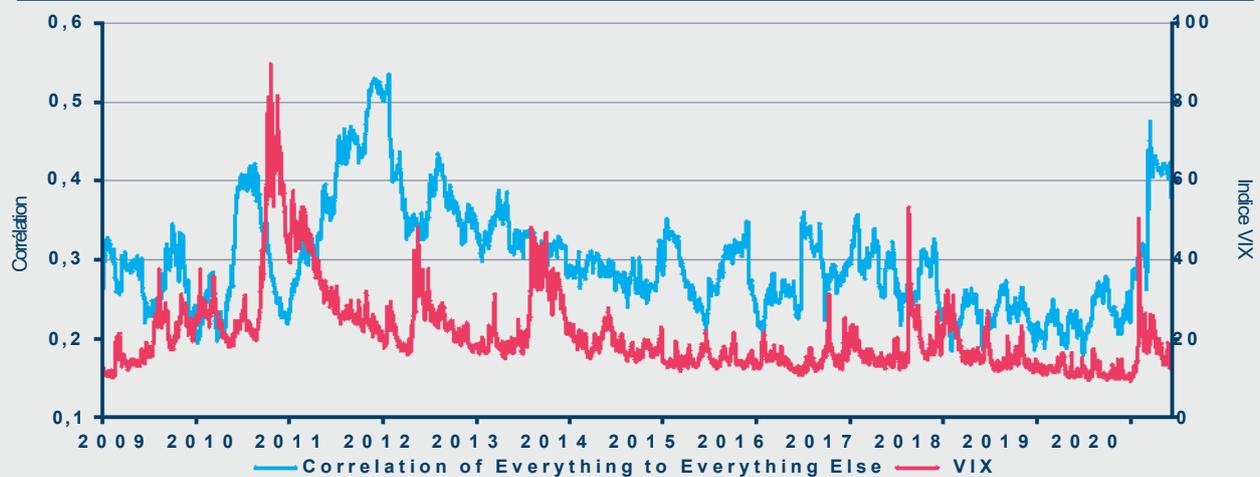
– Nous avons utilisé les **big data** pour traiter une grande quantité d'enquêtes, la résolution de problèmes multidimensionnels exigeant la gestion de grandes bases de données. Ce changement a nécessité une capacité d'analyse plus importante.

– Nous avons étendu notre suivi à près de 300 classes d'actifs afin de prendre en compte les plus profondes corrélations au sein et entre ces classes d'actifs.

Nous envisageons certains comportements récurrents pouvant générer de la valeur mais nous devons les détecter automatiquement : la technologie du codage Python a été d'une grande aide. Le principal avantage d'un système d'apprentissage est sa capacité d'adaptation à un environnement changeant.

Graphique 2 : Corrélation globale entre les classes d'actifs

Si nous sommes habitués aux pics de volatilité, nous sommes moins habitués aux corrélations évoluant rapidement. La hausse la plus récente se réfère à la capitulation qui a eu lieu à la mi-mars, lorsque tout dérive vers des niveaux bas, y compris les valeurs refuges.



Source : Amundi, Bloomberg. Données quotidiennes. La « Corrélation de Everything to Everything Else » est calculée comme l'amplitude moyenne de 15 des corrélations entre actifs. Il s'agit des corrélations croisées, sur une base de rendement/change glissant, entre (1) S & P500, (2) Rendements Obligataires (moyenne sur 2 ans et 10 ans USD), (3) Courbe des rendements (10 ans USD), (4) Spreads de crédit (Moody's BAA - 10 ans USD), (5) Dollar Index (DXY) & (6) Commodities (GSCI Spot). Données au 16 juin 2020.

Dans le même temps, l'identification de régimes financiers spécifiques², plutôt que l'échantillonnage aléatoire, améliore l'application du *machine learning* à la gestion, automatisant les calculs à une époque de complexité croissante de la gestion des données.

2. Nous avons construit l'outil GREAT (Global Risks Exposure Attribution Tool) afin de systématiser nos analyses.

Après avoir vérifié que les facteurs macroéconomiques que nous avons identifiés sont les moteurs clés des marchés financiers, nous avons compris que le **caractère cyclique de ces facteurs** joue un rôle prééminent. Par exemple, la sensibilité aux prix des actions des pays développés (IPC, IPP) passe d'un niveau positif en période de désinflation / reflation à un niveau négatif en période d'hyperinflation. Ces changements de sensibilité sont spécifiques à une classe d'actifs, même au sein d'un même groupe (actions, obligations et matières premières). Par exemple, la sensibilité des actions japonaises aux agrégats monétaires est trois fois

supérieure à la sensibilité des actions américaines. En conséquence, nous avons identifié pour chaque facteur un niveau «faible», «moyen» et «élevé» et avons distingué la sensibilité de chaque classe d'actifs dans les trois cas («importance de la dérivée première du macro-facteur»). Enfin, nous avons veillé à ce qu'en plus de la significativité statistique, les résultats soient économiquement solides.

Toutes ces informations seront introduites dans GREAT et utilisées pour l'évaluation *top-down* de l'exposition au risque, comme discuté dans le paragraphe suivant.

3. Si les macro-facteurs influencent les marchés de manière plus complexe et inhabituelle, il est alors justifié d'utiliser **une approche macroéconomique fondée sur ces facteurs (de risque)³ pour saisir les principaux risques communs au sein d'un univers d'investissement.** C'est pourquoi nous calculons les sensibilités des classes d'actifs à ces facteurs sur certains 'proxis' à partir de nos prévisions et de nos calculs internes.

2. C'est ce à quoi nous faisons référence lorsque nous écrivons « en fonction de l'état » dans le reste de ce document. Alors que les cycles économiques et les régimes financiers influencent les marchés financiers, nous les plaçons comme les pierres angulaires de notre cadre d'allocation d'actifs dynamique basé sur des scénarios. Nous avons utilisé la croissance, l'inflation, les agrégats monétaires et la dette mondiale pour explorer 120 ans d'histoire et regrouper l'ensemble de données en 5 régimes financiers : contraction, ralentissement, reprise, fin de cycle et « reflation des actifs », à partir de politiques non conventionnelles. Chaque phase est identifiée en termes de distance par rapport au facteur de risque macro et caractérisée par la persistance récurrente des flux de rendements. Nous avons identifié certaines répétitions et cohérences par lesquelles ces régimes présentent des profils différents selon les marchés financiers, non seulement en termes de rendements, de risques et d'objectifs pour les classes d'actifs, mais également en termes d'interactions entre les actifs et d'exposition aux facteurs macrofinanciers pertinents. Cesarini F, Defend M, Portelli L, The Advanced « Investment Phazer », 2011.

3. Cet article se concentre sur les facteurs macroéconomiques, comme référence pour les facteurs de style (value, volatilité minimale, momentum, qualité) : CF. « Investment Cycles and Asset Allocation », Mijot-E, Economica, 2018.

Tableau 1 : un cadre de recherche en évolution

	Pre- Covid19 (Depuis la Grande Crise Financière)	Post Covid-19	Recherche Amundi <i>The Day After</i>
L'économie	La politique monétaire est prédominante Données réelles La croissance, l'inflation, les taux, les agrégats monétaires, la dette, la liquidité sont les principaux facteurs macroéconomiques	La politique monétaire a évolué au-delà de nouvelles frontières et un lien avec la politique budgétaire a été créé Données à haute fréquence La croissance, l'inflation, les taux, les agrégats monétaires, la dette, la liquidité sont les principaux facteurs macroéconomiques	Les prévisions autorégressives de vecteur bayésien sont complétées par des indicateurs non linéaires de prévision immédiate Advanced Investment Phazer pour cartographier les scénarios de base et alternatifs (moyen terme) Composite Economic Momentum Indicator (CEMI) pour suivre les fluctuations à court terme et les points de retournement
Marchés financiers	De la reflation d'actifs à la fin du cycle L'environnement économique, les valorisations, le sentiment de risque et les facteurs techniques sont les moteurs stratégiques et tactiques des marchés	De la contraction à la reprise L'environnement économique, les valorisations, le sentiment de risque et les facteurs techniques sont les moteurs stratégiques et tactiques des marchés	Intégration des approches paramétrique et non paramétrique GREAT pour lier de manière systématique les sensibilités (non linéaires) des classes d'actifs aux facteurs de risque macro
Impact sur l'investissement	Cadre SAA-TAA ⁶ rigide Diversification entre classes d'actifs	Cadre dynamique Diversification entre facteurs de risque macro	Allocation d'actifs par facteur de risque macroéconomique , fonction de l'état ou du régime

Source : Etude Amundi - Global Research, au 15 juin 2020.

Nous avons revu et consolidé notre approche macro factorielle de l'allocation d'actifs afin d'imposer la diversification des portefeuilles, de réduire la volatilité et d'améliorer éventuellement les résultats des portefeuilles.

L'univers d'investissement évolue et continuera d'évoluer rapidement avec des sensibilités variées à des facteurs communs qui dirigent désormais les marchés : **c'est-à-dire le soutien des banques centrales aux marchés et les nouvelles sur la pandémie**. En conséquence, les corrélations sont biaisées et inhabituelles : comme la capitulation de la mi-mars, lorsque toutes les classes d'actifs se sont repliées, suivie par le dernier rallye, qui a inclus des *fallen angels*.

En outre, un tel environnement risque d'accentuer la faiblesse de l'allocation d'actifs traditionnelle qui opère sur des silos de portefeuilles d'actifs (actions, obligations, matières premières, change). La crise de la Covid-19 a été **l'occasion pour notre Approche basée sur les régimes de faire un pas en avant vers un fonctionnement plus explicitement basé sur les**

facteurs, en utilisant la pensée non linéaire et l'intelligence artificielle pour renforcer la recherche d'opportunités croisées dans un contexte de comportements de marché non conventionnels.

Selon nous, une allocation d'actifs à partir de facteurs (de risque) macro⁴ qui permet de budgétiser le risque attribué à chaque macro-facteur tout en positionnant les différents actifs en fonction des convictions fortes de l'investisseur⁵ est la bonne approche dans un environnement dans lequel les facteurs macroéconomiques influencent non seulement les marchés, mais constituent le « facteur commun minimum » à l'échelle mondiale.

GREAT permet le calcul de l'exposition d'un portefeuille aux facteurs de risque (beta) tout en suivant les changements du beta et la cohérence du budget de risque lorsque l'on fait varier les différents facteurs.

L'ensemble du processus a été à la fois passionnant et difficile.

Il était primordial de garder le contrôle de l'ensemble du processus. Notre cadre fondé sur les régimes

4. Les facteurs de risque macro se réfèrent à des facteurs économiques qui influencent dans le temps les classes d'actifs et la volatilité des investissements.

5. Multi Asset : Une solide approche de portefeuille total pour un monde complexe. M. Germano, E. Tazé-Bernard, mai 2020.

6. SAA : allocation stratégique d'actifs, TAA : allocation tactique d'actifs.

Tableau 2 : cartographie des facteurs de risque

Facteur de risque macroéconomique	Proxies	Justification
Croissance	PIB mondial réel (États-Unis, Zone Euro, Japon, GEM), chiffre d'affaires et BPA US	Exposition au cycle économique mondial
Inflation	États-Unis : IPC, IPP, ULC. Zone euro : IPC, IPP. Japon : IPC	Exposition aux variations de prix
Taux nominaux	UST 2,5,10 ans, BUND 2,5,10 ans	Exposition aux variations des parties de la courbe des taux dans les pays développés
Dette et agrégats monétaires	Taux Fed et M1, M1 & M3 Zone euro, bilan des CBs du G4 (Fed, BCE, BOJ, BOE), levier global	Exposition à l'effet de levier et transmission d'une politique monétaire non conventionnelle)
Liquidité	(Tous indicateurs propriétaires) Global Financial Conditions Index, CAST, COMBO	L'exposition aux conditions financières et au sentiment de risque est le seul facteur qui génère un signal numérique ON/OFF

Source : Amundi Global Research, Bloomberg, au 15 juin 2020. JPM pour les indices obligataires, MSCI pour les indices actions, ML pour le crédit.

Tableau 3 : sensibilités des classes d'actifs aux facteurs macro (risque)⁷

	Facteurs mondiaux Sensibilité								
	Croissance		Inflation		Monétaire		Taux nominaux		Liquidité/ Sentiment
	Rattrapage vers la tendance	Dépassement de la tendance	Rattrapage vers la tendance	Dépassement de la tendance	Rattrapage vers la tendance	Dépassement de la tendance	Rattrapage vers la tendance	Dépassement de la tendance	Passage de OFF à ON
Liquidités									
Obligations d'État									
Obl. Indexées sur l'inflation									
Émergents									
IG									
HY									
Actions Europe									
Actions Amérique du Nord									
Actions Japon									
Actions Pacifique hors Japon									
Actions Émergentes Asie									
Actions Émergentes LatAm									
Actions Émergentes EMEA									
Pétrole									
Matières Premières									
Or									

Source : Rouge profond = sensibilité négative, moindre sensibilité, vert profond = sensibilité positive, plus forte sensibilité. Amundi Global Research, Bloomberg, au 15 juin 2020. JPM pour les indices obligataires, MSCI pour les indices actions, ML pour le crédit.

7. Les indicateurs de facteurs macro (risque) se fondent sur des prévisions, des outils et des analyses élaborés par Amundi Cross Asset Research.

développé dans le scénario central et les scénarios alternatifs avec des références claires en termes d'hypothèses macroéconomiques et de conséquences financières avaient été très utiles pour déterminer des valeurs de référence afin d'amorcer avec un certain a priori la procédure de constitution des groupes lorsque le nombre de données était trop important. Nous avons en outre dû dépasser la zone de confort de l'analyse des séries temporelles et de l'estimation paramétrique. La cohérence, la fiabilité et la significativité des résultats deviennent plus délicates lorsque l'on s'intéresse à des volumes importants d'informations et à l'évolution des relations structurelles. Les machines fournissent des résultats plus rapidement que les humains, mais c'est le cerveau humain qui doit définir le problème, appliquer la technique pragmatique la plus adaptée, et, à terme, utiliser le bon sens et le jugement pour interpréter la significativité du résultat obtenu. Nous n'avons pas changé notre façon de penser à cet égard.

L'allocation d'actifs factorielle couvre les classes d'actifs traditionnelles, diversifiant ainsi les flux de rendements sur une dimension « véritablement » transversale des actifs.

Nous avons identifié ces macro facteurs (de risque) comme les principaux discriminants top-down entre classes d'actifs au sein des cinq régimes financiers que nous avons définis ex ante. Nous avons déterminé les sensibilités en fonction de l'état dans lequel on se trouve pour notre univers d'investissement.

Comme le chemin vers un nouvel équilibre au lendemain de la crise ne sera pas tout droit, nous avons adopté une pensée non linéaire pour construire des bases de données massives visant à améliorer la compréhension des sensibilités des classes d'actifs aux facteurs de risque.

Vers une solution

La pandémie a fait de la nécessité une vertu.

1. Nous avons envisagé un scénario central et des scénarios alternatifs et les avons introduits dans notre cartographie des régimes financiers afin d'identifier des références de comportement des classes d'actifs.

Notre scénario de base indique une récession mondiale profonde et de courte durée au S1 2020, suivie d'un bref rebond au T3 2020. Au fil du temps, les régions retrouveront lentement leurs niveaux d'avant la crise (*Marchés Émergents* au T2 2021, *Économies avancées* T4 2022). Ce qui pourrait changer la donne pour les scénarios alternatifs sont la découverte d'un vaccin et l'efficacité des politiques de relance économiques sur l'économie réelle⁸. Nous renseignons ensuite ce cadre avec les informations issues des données macro et microéconomiques à haute fréquence afin d'ajouter des fluctuations plus précises autour des tendances à moyen terme détectées par les scénarios.

La pandémie a modifié les cycles des régimes financiers envisagés en début d'année : nous sommes entrés dans une phase de contraction (*risk-off*) qui pourrait atteindre un point bas au T3 20, grâce aux politiques de relance, et nous évoluerons vers une reprise séquentielle avec de fortes disparités entre et au sein des régions.

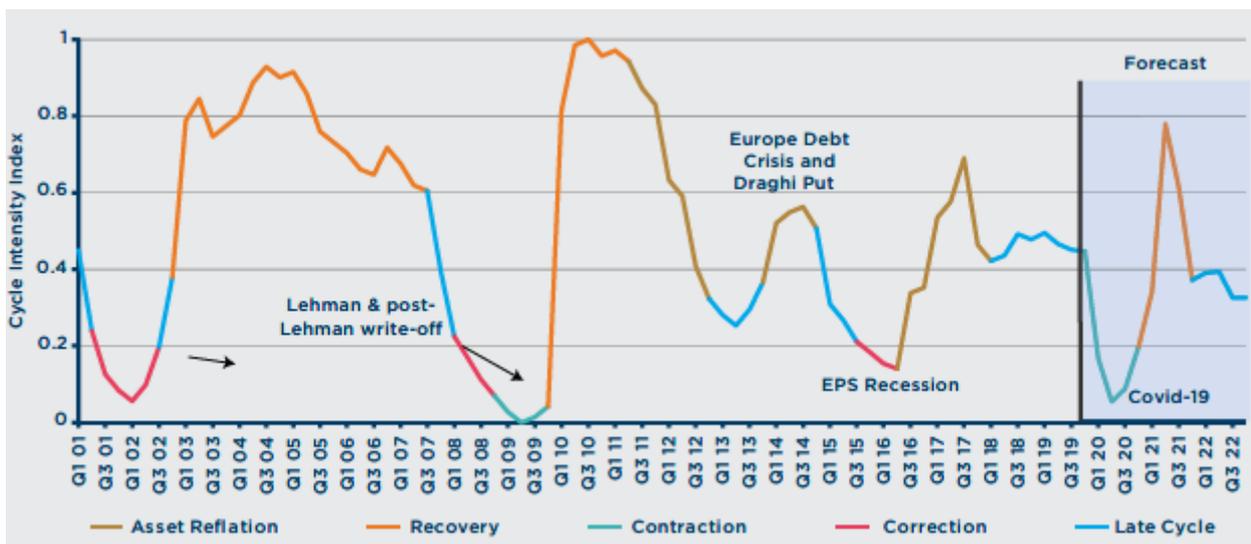
Dans cet environnement, les politiques de croissance, de taux, d'inflation, monétaires et budgétaires sont fortement interconnectées. Le décalage potentiel entre les unes et les autres pourrait affecter les résultats de l'ensemble. Cependant, si nous changeons de perspective, cette situation génère des facteurs communs qui mènent les marchés. En conséquence, les marchés évolueront avec des sensibilités différentes à ces facteurs communs, ouvrant la voie à une allocation d'actifs macro-factorielle.

2. Nous calculons les rendements attendus sur un éventail plus large de classes d'actifs et les intégrons en scénarios de base et alternatifs. Nous avons accéléré et affiné notre utilisation de l'intelligence artificielle pour capter les connexions non linéaires entre les macro-facteurs et les marchés et évaluer de manière dynamique l'exposition au risque macro. Afin de contrôler et d'assurer la cohérence du résultat en termes de séquençage du marché et de conséquences sur les investissements, les algorithmes fonctionnent au sein de la fenêtre d'information des scénarios de base et alternatifs⁹.

8. « Investir en période de dégel » Amundi S2 2020 Perspectives juin 2020.

9. Au final, nous estimons les scénarios de base et alternatifs comme la combinaison probabiliste de nos 5 régimes financiers. Pour 2020, nous avons supposé une correction pour le scénario baissier, une combinaison fin de cycle/correction pour le scénario de base et fin de cycle pour le scénario haussier. Pour 2021, nous avons supposé un régime de reprise.

Graphique 3 : PANORAMA STRATÉGIQUE, selon notre indicateur de cycle (Advanced Investment Phazer)



Source : Amundi Global Research - Données au 15 juin 2020.

3. Nous utilisons GREAT pour tester nos convictions les plus fortes (notamment celles concernant les facteurs de risque) et obtenir une préférence en termes d'allocation d'actifs.

Convictions fortes et préférences de classes d'actifs

Notre scénario central est celui de la reprise. Les facteurs de croissance demeurent donc primordiaux. La récession devrait être limitée au S1 2020, suivie d'un bref rebond au T3 2020, puis d'une convergence lente et chaotique vers les niveaux d'avant crise (2022). La dynamique des prix devrait passer de la désinflation à un niveau inférieur aux objectifs des banques centrales, avec

de potentielles « poussées » ensuite, en raison de certains effets de base (pétrole). Les accélérateurs de politique monétaire soutiennent les actifs risqués. Toutefois, le découplage par rapport à leurs fondamentaux augmente les risques baissiers. À moyen terme, nous anticipons un rebond du BPA en V.

- Le facteur CROISSANCE devrait augmenter, passant de faible à moyen.
- Le facteur INFLATION devrait rester faible.

Nous nous attendons à ce que les politiques monétaires ultra-accommodantes perdurent, conduisant à des taux d'intérêt stables et bas partout dans le monde. Le potentiel de hausse des taux sera

Tableau 4 : préférence de classes d'actifs

Macro Facteurs	Faible	Moyen	Elevé
Préférence pour des classes d'actifs en fonction de l'état des macro-facteurs			
Croissance	Obligations d'État, IG, actions Pac. Hors J., or	Oblig. Indexées sur l'inflation, HY des pays développés, actions américaines et LatAm, pétrole	Oblig. Indexées sur l'inflation, obligations émergentes, actions européennes et japonaises, métaux de base
Inflation	Obligations d'État, IG, actions Pac. Hors J. & LatAm, or	Oblig. Indexées sur l'inflation, obligations émergentes, actions européennes et japonaises, pétrole	Liquidités, Oblig. Indexées sur l'inflation, obligations émergentes, actions EMEA Amérique latine, or
Dette & agrégats monétaires	Liquidités, obligations d'État, actions Pac. Hors J., pétrole	HY, IG, actions asiatiques, or	Obligations d'État, IG, actions européennes et japonaises
Taux	Obligations d'État, IG, actions américaines et d'Amérique latine, or	Oblig. Indexées sur l'inflation, HY, actions japonaises et européennes, pétrole	Liquidités, IG, actions Asie et Amérique latine, métaux de base
Liquidité	Obligations, actions américaines, or	Sans objet car le signal est binaire (ON/OFF)	HY, IG, actions européennes, métaux de base

Source : Amundi Global Research, Bloomberg, au 15 juin 2020. PJX, Pacific ex Japan, JPM pour les indices obligataires, MSCI pour les indices actions, ML pour le crédit. Les cases en bleu reflètent notre principale conviction pour les 6 prochains mois.

tempéré par la forte demande de la part des banques centrales alors que le recalibrage de la partie courte des courbes apaisera les tensions sur la partie longue. De fait, les gouvernements financent l'urgence par des émissions à court terme. Les programmes d'achat des banques centrales et les garanties de l'État protègent les taux de défaut, au moins à court terme. Les politiques monétaires ultra accommodantes devraient favoriser des conditions financières favorables. *L'attrait du portage dans un environnement de taux bas surpasse la compression des rendements attendus.*

- DETTE ET AGGREGATS MONÉTAIRES passeraient de moyen à élevé
- Le facteur TAUX NOMINAL devrait rester faible.
- Le facteur LIQUIDITÉ devrait rester élevé.

Dans le tableau, nous présentons nos préférences concernant les classes d'actifs selon nos anticipations. La sensibilité au risque (géo)politique n'est pas explicitement prise en compte. Nous appliquons alors notre filtre qualitatif afin d'exclure les actions Asie hors Japon et LatAm par exemple. Les obligations d'État, l'or et l'IG cochent presque toutes les cases, tandis que les actions européennes et américaines représentent un jeu plus tactique.

Apprendre n'épuise jamais l'esprit

En raison du Covid-19, le monde financier est devenu de plus en plus complexe, irrationnel, non linéaire et ne s'intègre pas dans une architecture d'analyse rigide et statique. **Les anticipations macroéconomiques sont plus que jamais le moteur des marchés financiers.**

La crise a généré **une transition vers un nouvel équilibre économique et financier dynamique qui évolue par vagues.**

La situation actuelle est une 'tempête parfaite' : l'entropie mondiale a augmenté de façon exponentielle.

Dans un tel environnement, **nous pensons que l'évaluation des macro-facteurs de risque est clé pour générer des rendements pour les investisseurs et qu'il est nécessaire d'adopter une approche cross asset.**

Selon nous, **privilégier les facteurs de risque macroéconomiques individuels et combiner les classes d'actifs dans ce nouveau cadre devrait faciliter la diversification, améliorer la budgétisation du risque et, à terme, améliorer les rendements des portefeuilles.**

Très souvent par le passé, de nombreuses idées d'investissement perçues comme des opportunités d'alpha ont été des transferts involontaires de bêta sur des facteurs que les preneurs de risque n'avaient pas pleinement compris. Pour cette raison, une approche rigoureuse *top-down* qui évalue un facteur dans son articulation et son interdépendance avec les classes d'actifs permet de transformer un risque spécifique en opportunité d'investissement claire.

La méthodologie de recherche doit évoluer pour répondre à la nécessité de trouver rapidement des réponses aux chocs externes avec souplesse.

Au cours du dernier trimestre, nous avons poursuivi **la mise en place du *machine learning* et du *big data* à l'économie**, en tirant parti de la capacité des systèmes d'apprentissage à s'adapter à un environnement macrofinancier changeant.

Notre approche de l'allocation d'actifs a également évolué : nous sommes passés d'une diversification par classe d'actifs à une diversification par facteurs de risque, la Covid-19 étant un choc partagé par toutes les économies et toutes les classes d'actifs. **L'exposition au risque est globale, mais l'impact sur les classes d'actifs est local.**

Nous pensons que :

- Pour être compétitives les allocations d'actifs devront probablement être définies en fonction des biais factoriels plutôt qu'en fonction des combinaisons traditionnelles risque/rendement.
- La manière d'utiliser les flux de rendement pour décider de l'allocation d'actifs évoluera.
- Un portefeuille s'éloignera de la notion de benchmark pour s'orienter vers un objectif⁷.

*« Vous ne pouvez pas épuiser la créativité. Plus vous l'utilisez, plus vous en avez. »
Dr Maya Angelou*



Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont au 15 juin 2020.

La diversification ne garantit pas un bénéfice ou ne protège pas contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs obtiendront les performances attendues. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre, ni comme une indication de négociation pour un produit Amundi. Le présent document ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres, de parts de fonds ou de services. L'investissement implique des risques, y compris des risques de marché, politiques, de liquidité et de change. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Date de première utilisation : 13 juillet 2020.