



Research

#10
Octobre
2021

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Gagner du temps face à la montée des risques

LE THÈME DU MOIS

Le Covid s'essouffle tandis que le risque
chinois s'aggrave

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#10 - Octobre 2021

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Gagner du temps face à la montée des risques **p. 3**

Les marchés ont réagi à la publication de données mitigées aux États-Unis et en Chine et à la possibilité d'une réduction des achats d'actifs par les banques centrales. Nous observons également une hausse des prix (de l'énergie et des produits alimentaires) ainsi qu'un ralentissement en Chine. Par conséquent, tout en restant neutres à l'égard des actions, les investisseurs devraient se tourner vers les actions sous-évaluées et surveiller l'impact de l'inflation sur les marges des entreprises. Par ailleurs, nous décelons d'autres opportunités sur les marchés émergents et dans l'univers du crédit (ESG), mais nous privilégions les secteurs présentant un risque de durée plus faible. En revanche, les investisseurs devraient rester prudents et flexibles vis-à-vis des emprunts d'État en raison des anticipations de hausse des rendements des pays « core ». Dans l'ensemble, nous restons attentifs au discours stagflationniste, à l'évolution sur le front de l'écologie et à l'environnement réglementaire en Chine.

Vues de la recherche

Les banques centrales à la croisée des chemins **p. 5**

À l'heure où les banques centrales cherchent à trouver un équilibre entre le pic de croissance économique et la hausse des prix, il convient de s'intéresser aux marchés du travail, aux dépenses de consommation et aux données relatives à l'inflation avant de déterminer son allocation d'actifs.

Gestion diversifiée

Prudence, mais sans excès de pessimisme **p. 7**

Dans un contexte de liquidité abondante et de soutien des BC, nous recommandons de rester neutre sur les actions et de rechercher des points d'entrée attractifs, mais en prévoyant des couvertures suffisantes.

Marchés obligataires

Rechercher le portage et intensifier la sélection **p. 9**

Les perspectives de défaut dans le crédit sont favorables, mais il convient de garder un œil sur les niveaux d'endettement et, à mesure que l'on progresse parmi les catégories de notation, d'éviter les segments où les risques sont asymétriques et où les performances tendent à diminuer.

Actions

Position équilibrée, avec un biais value et pour les dividendes **p. 11**

La hausse des prix de l'énergie et des matières premières accentue les pressions inflationnistes, tandis que les taux réels restent faibles. Dans ce contexte, les actions de rendement pourraient dynamiser les performances d'ensemble des investisseurs.

Perspectives pour 2022

Europe: de l'autonomie à la souveraineté stratégique **p. 13**

Thématique Global views

Le nœud gordien de la zone euro: comment réformer le cadre budgétaire sans renoncer à la discipline budgétaire? **p. 14**

La réforme du cadre budgétaire européen pourrait améliorer la résilience de la zone euro... à condition de ne pas renoncer à la discipline budgétaire.

Le thème du mois

Le Covid s'essouffle tandis que le risque chinois s'aggrave **p. 16**

Alors que les marchés émergents s'orientent vers un environnement plus sain (les cas de Covid sont en recul et les campagnes de vaccination s'accroissent), la décélération provoquée volontairement par la Chine est désormais imminente. Les économies les plus exposées à la Chine (commerce et matières premières) et dont la marge de manœuvre politique est limitée sont les plus à risque. La dette émergente reste une bonne source de portage et nous privilégions les taux en devise locale où les banques centrales sont plus proches de la fin de leur cycle de normalisation. Positionnement prudent, mais constructif vis-à-vis des actions émergentes, valorisations attractives dans le contexte mondial.

Thématique

Marchés obligataires: les déterminants des prochains mois **p. 22**

Les marchés des obligations souveraines de la zone euro et des États-Unis n'ont que partiellement corrigé la baisse enregistrée au cours de l'été. La baisse des rendements a été provoquée par les inquiétudes liées à la croissance mondiale et l'abondance de liquidités. Comment les investisseurs obligataires peuvent-ils se positionner aujourd'hui?

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 25
> Principaux risques	p. 27
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 28
> Points clés de la Recherche	p. 30

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 31
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 33
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 35
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 37
> Publications récentes	p. 38

VUES DES CIO

Gagner du temps face à la montée des risques



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Ces derniers temps, les marchés financiers ont dû digérer des signaux contradictoires en provenance de l'économie américaine (chiffres de l'emploi et des ventes au détail pour août, dernier IPC). La Fed a annoncé une possible réduction de ses dispositifs de soutien, mais celle-ci sera progressive et le thème de la « croissance insuffisante » restera dominant. Nous percevons deux risques croissants en arrière-plan. Le premier concerne la Chine avec la propagation durant l'été du variant delta, la nouvelle vague de réglementation et la saga Evergrande. Le ralentissement du cycle chinois déclenchera des mesures d'adaptation budgétaires et monétaires, comme la dernière mesure de la PBoC pour éviter une pénurie de liquidités. Le deuxième porte sur l'inflation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La question de la hausse des prix de l'énergie est devenue brûlante en Europe, où les prix du gaz ont atteint des niveaux records. De même, dans les pays émergents, la flambée des prix des denrées alimentaires est un problème de première importance.

Ces deux sujets revêtent une grande importance en ce qui concerne l'évolution des scénarios d'inflation et les engagements à long terme des gouvernements pour relever le défi climatique. Dans ce contexte, nous devons réévaluer certaines convictions clés et voir si elles restent valables avec le début du quatrième trimestre.

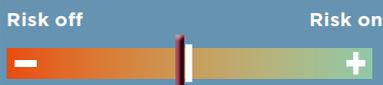
Le moment est-il venu de modifier l'allocation des risques pour devenir plus défensif ? Compte tenu de la hausse du risque d'inflation et de l'affaiblissement de la dynamique économique, le risque de stagflation augmente. Pourtant, les banques centrales accommodantes et le manque d'alternatives aux actions font, une fois de plus, qu'une capitulation du marché dans un avenir proche semble peu probable. Néanmoins, compte tenu des performances impressionnantes depuis le début de l'année et du risque que l'inflation continue de faire les gros titres, nous recommandons de rester neutre en termes d'allocation du risque et de maintenir quelques couvertures. Nous restons constructifs sur le crédit et compte tenu des *spreads* serrés, les investisseurs devront rechercher les zones susceptibles de performer en cas de hausse des taux et de réouverture des économies ou les segments de marché dont le risque de durée est moindre (dette subordonnée, haut rendement).

Les paris *value* sur les actions sont-ils toujours d'actualité ? La préférence pour les actions décotées face aux actions de croissance a été un pari clé depuis le début du mouvement de reflation initié par le lancement des campagnes de vaccination. Mais les craintes de flambées épidémiques liées au variant delta entraîneront une pause dans cette tendance au cours de l'été. Toutefois, nous pensons que ce thème conserve un certain potentiel, tant aux États-Unis qu'en Europe, où l'écart de valorisation entre les titres de croissance et les titres décotés reste important par rapport au passé. Plus nous avançons sur la piste des valeurs décotées, plus nous voyons apparaître des thèmes spécifiques. Aux États-Unis, l'univers des actions décotées est composé de situations intéressantes liées à l'innovation dans le domaine des énergies renouvelables, qui pourraient bénéficier d'un nouvel élan grâce aux politiques économiques en cours de discussion au sein de l'administration Biden. En Europe, les secteurs de la finance et l'industrie proposent des actions de qualité intéressantes. Dans ce domaine, il sera essentiel d'évaluer au cas par cas l'impact sur les marges de la hausse des prix de l'énergie.

Compte tenu de l'imminence d'un durcissement aux États-Unis et d'une inflation qui pourrait s'avérer persistante, que doivent faire les investisseurs de leur allocation obligataire ? Les obligations peuvent sembler être une classe d'actifs moribonde, mais ce n'est pas le cas, elles font en quelque sorte l'objet d'une restructuration. La classe d'actifs reste une composante essentielle des portefeuilles des investisseurs, tant pour des raisons de diversification par rapport aux actions que pour des questions de revenu. Le plus important est de se positionner sur des durées courtes. Il convient donc de renoncer aux approches statiques fondées sur des indices de référence (risque de durée élevée) et d'opter pour une allocation plus flexible dans la quête de revenu. Des poches de valeur existent dans l'ensemble des marchés titrisés aux États-Unis, dans les obligations périphériques en Europe et via la sélection dans les obligations des pays émergents. À l'approche de la phase de réduction des dispositifs de soutien, les investisseurs devront s'assurer que leur allocation core aux obligations soit en mesure de supporter un environnement plus difficile.

Les marchés émergents sont-ils en panne ou présentent-ils encore des opportunités pour les investisseurs ? Jusqu'à présent, en 2021, les actions des pays émergents ont nettement

Sentiment de risque global



Positionnement quasi neutre/
prudent sur les actifs risqués
sur fond de ralentissement de la
croissance par rapport au pic et de
ton moins accommodant des BC.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Prudence à court terme sur les actions chinoises
- ▶ Ajustement tactique sur la durée Europe-core, dette périphérique
- ▶ Plus d'attention aux risques asymétriques dans le crédit américain

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

sous-performé celles des pays développés. Une part importante de cette sous-performance est imputable à la Chine. L'autre raison est la trajectoire divergente empruntée par l'activité économique dans un contexte de campagnes de vaccination plus lentes dans les pays émergents. Bien que certains obstacles subsistent, comme le faible moral à court terme des investisseurs en Chine, les tensions politiques en Amérique latine et en Turquie et le fait que la situation du Covid ne se soit pas encore normalisée en Asie, les perspectives s'améliorent. Récemment, la dynamique économique a commencé à s'améliorer dans les pays émergents, où les surprises économiques ont dépassé celles des pays développés à partir de juin. L'allocation aux pays émergents pourrait augmenter à partir de positions généralement sous-pondérées, il est toutefois possible qu'une telle accélération ne se concrétise qu'en fin d'année, avec un possible allègement des difficultés liées aux réglementations en Chine et une clarification de la situation épidémique des pays émergents. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, les perspectives sont déjà plus constructives, notamment pour le crédit en devises fortes et le haut rendement. Les rendements étant globalement faibles et le durcissement de la Fed très progressif, cet espace est attractif pour les investisseurs en quête de revenus.

En ce début de quatrième trimestre, nous voyons trois thèmes principaux que les investisseurs devront surveiller : l'évolution du thème de la stagflation, les progrès sur le front de l'écologie après la COP26 et la vague réglementaire en Chine. Dans l'ensemble, compte tenu de la forte performance des actifs risqués depuis le début de l'année et des risques qui se profilent, il semble préférable de rester prudent : ne pas céder à l'euphorie, mais rechercher des opportunités de rotation de l'allocation vers des zones moins tendues.

VUES DE LA
RECHERCHE

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

À l'heure où les banques centrales cherchent à trouver un équilibre entre le pic de croissance économique et la hausse des prix, il convient de s'intéresser aux marchés du travail, aux dépenses de consommation et aux données relatives à l'inflation avant de déterminer son allocation d'actifs

Les banques centrales à la croisée des chemins

L'essentiel :

- Les principales banques centrales des économies occidentales s'orientent vers un durcissement.
- Ce mouvement n'est pas uniforme et l'asynchronie devrait persister, l'objectif étant de modérer le compromis croissance/inflation.
- Sur ce dernier point, la voie reste incertaine et nous nous attendons à ce que le thème de la « croissance insuffisante » reste dominant.

Septembre a été un mois important en termes de réunions des banques centrales. Le régulateur norvégien a été la première grande banque centrale occidentale à augmenter ses taux après l'urgence pandémique. La Norges Bank a relevé ses taux de 0,25 % pour tenir compte de la reprise économique et de l'augmentation des déséquilibres financiers. La Fed et la BoE se sont toutes deux montrées plus sévères qu'attendu, laissant entrevoir des changements et provoquant une vague de cessions sur le marché obligataire mondial. Les marchés d'actions, à l'inverse, se sont montrés assez résilients, attendant probablement la prochaine saison de publication des résultats des entreprises pour tester la qualité de la croissance.

La Fed a annoncé un ralentissement plus rapide que prévu de ses achats, qui débutera en novembre, à raison de 15 milliards de dollars par mois (10 milliards de dollars en bons du Trésor et 5 milliards de dollars en MBS (*titres adossés à des créances hypothécaires*)), avec une fin potentielle des achats d'obligations liés à la pandémie en juin 2022. Les projections de taux de la Fed (dots) ont évolué à la hausse, annonçant une augmentation des taux vers la fin 2022/début 2023, au rythme de trois à quatre hausses par an. **L'inflation sera le facteur déterminant des hausses de taux.** Si l'inflation sous-jacente surprend à la hausse par rapport à la prévision de 2,3 % pour 2022, la première hausse de taux pourrait avoir lieu fin 2022.

Lors de la réunion du Comité de politique monétaire de la BoE, les membres ont voté à 7 contre 2 en faveur du maintien du programme complet des achats de QE à réaliser avant la fin de l'année, confirmant le maintien du programme de QE existant. Pourtant, en parallèle, le procès-verbal de la réunion a surpris les marchés et le consensus par le ton sévère du pilotage des anticipations de taux, laissant entrevoir un durcissement plus rapide qu'attendu. L'évolution du marché du travail compte tenu de la fin des programmes de soutien sera déterminante pour fixer le calendrier des hausses de taux.

Le chemin que la BCE entend emprunter est plus prudent et commence par un recalibrage

du programme d'urgence flexible (l'enveloppe actuelle du PEPP est de 1 850 milliards d'euros). Nous nous attendons à ce que la BCE achète en moyenne 70 milliards d'euros par mois entre septembre et fin mars 2022. La BCE sera alors face à un casse-tête explicite, car elle devra maintenir un coût de financement de la dette publique stable aussi longtemps que la fragmentation économique persistera dans la zone euro. En effet, la politique budgétaire ne peut être efficace que si les rendements souverains restent bas et stables malgré le creusement des déficits. En l'absence d'augmentation significative des prévisions de croissance, la BCE sera seule pour tenter d'éviter la fragmentation financière. La réunion de décembre sera importante pour apporter des éclaircissements sur le pilotage des anticipations.

Tous ces facteurs interviennent à un moment où il faut trouver un compromis entre l'inflation (plus persistante que prévu, ce qui tire les attentes des intervenants du marché à la hausse) et la croissance économique (qui se normalise après le redémarrage post-pandémie, mais qui présente encore des risques liés aux variants du virus, aux goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et aux fragilités que suggère le maintien du soutien des pouvoirs publics).

La tendance au durcissement n'est pas uniforme et les disparités devraient se poursuivre. Comme anticipé, la BoJ a maintenu ses politiques inchangées lors de la réunion de septembre, notant que les exportations et la production avaient été affectées par des contraintes liées à l'offre. Nous pensons que la BoJ maintiendra le *statu quo*, car il est encore trop tôt pour qu'elle ouvre le débat sur une normalisation de sa politique, la reprise économique du Japon ayant été plus lente que celle des autres pays développés et l'inflation étant toujours négative. Cette dernière devrait progressivement s'accélérer à moyen terme, mais reste encore bien loin de l'objectif de 2 %.

Pour la Chine, le principe du « premier entré, premier sorti » reste valable et le pays se

VUES DE LA
RECHERCHE

trouve aujourd'hui face à un nouveau point d'inflexion. L'opinion selon laquelle « la croissance de 2021 devrait de toute façon être supérieure à 8 % » explique pourquoi Pékin ne s'interdit pas de durcir le ton, malgré une injection ponctuelle de liquidités pour préserver la stabilité financière dans le contexte de l'affaire Evergrande. Les chiffres de la croissance ont largement surpris à la baisse au troisième trimestre, la seule exception étant l'export. Le durcissement politique, les restrictions volontaires (tolérance zéro face au Covid-19, dé-carbonisation, réduction de la production/rationnement de l'électricité) et les pénuries mondiales de semi-conducteurs ont contribué à ce ralentissement. Si les perspectives à long terme continuent de résister, nous voyons plus de catalyseurs négatifs que positifs dans les six mois à venir et un retour rapide à une politique d'accommodations pourrait s'avérer nécessaire. Le gouvernement chinois a surpris

au fil des ans par son habileté à négocier les crises, mais cette fois-ci, nous craignons que les autorités ne soient en retard dans leur démarche d'assouplissement.

Pour les investisseurs, si les marchés de l'emploi, les dépenses de consommation et l'inflation sont les principaux indicateurs à surveiller, les asynchronies actuelles offrent **des opportunités dans les marchés obligataires et des changes.** Concernant les actifs risqués, nous ne sommes pas encore tentés d'acheter, en effet, la dynamique économique s'est affaiblie au cours de l'été, mais les prévisions de bénéfices n'ont été que légèrement revues à la baisse. La saison de publication des rapports, qui aura lieu à la mi-octobre, permettra de savoir dans quelle mesure les avertissements sur résultats ont déjà été pris en compte et nous pourrions être amenés à réviser notre positionnement en matière de risque à ce moment-là.

GESTION
DIVERSIFIÉE



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Dans un contexte de liquidité abondante et de soutien des banques centrales, nous recommandons de rester neutre sur les actions et de rechercher des points d'entrée attractifs, mais en prévoyant des couvertures suffisantes

Prudence, mais sans excès de pessimisme

Nous assistons à une forte reprise, avec un profil irrégulier et un ralentissement de la dynamique de croissance. Les risques inflationnistes en Europe (prix de l'énergie) et la persistance de la hausse des prix à la consommation aux États-Unis confortent l'hypothèse d'un environnement stagflationniste. **Il est intéressant de noter que cette situation est compensée par des conditions financières qui restent souples.** Ainsi, tout en reconnaissant certains risques liés aux valorisations et aux potentielles pressions sur les marges des entreprises, nous soutenons que le moment n'est pas venu de procéder à une réduction structurelle des risques, car rien ne laisse présager une récession des bénéfices. **Il convient, au contraire, de rester neutre et actif sur les actifs risqués, en recherchant des points d'entrée attractifs et en maintenant des couvertures.**

Des idées à conviction forte

Nous ne modifions pas notre position neutre sur les actions des pays développés et émergents, mais nous attendons de meilleures opportunités d'achat, car les valorisations sont bien supérieures aux multiples historiques, rendant la sélection et la vigilance d'autant plus nécessaires. Dans ce contexte, il convient de privilégier la valeur relative sans perdre de vue les fondamentaux. Dans les pays émergents, les investisseurs devront évaluer les actions chinoises en tenant compte du peu de visibilité sur l'action réglementaire et de l'évolution du cas Evergrande. De manière générale, nous préférons pour l'heure rester en retrait jusqu'à ce que nous obtenions plus de clarté sur l'inflation, la diminution des mesures de relance et l'impact des variants sur l'économie.

Nous maintenons notre position défensive sur le dix ans américain, dans un contexte de pentification attendue de la courbe des taux, avec une conviction légèrement plus faible quant aux mouvements haussiers des taux en raison des récents chiffres macroéconomiques plus faibles que prévu, des risques liés à la propagation des variants du Covid et de la réduction progressive des mesures de soutien des banques centrales. En revanche, concernant les rendements actuels, nous pensons qu'ils sont faibles et incohérents avec la vigueur à moyen terme de la croissance économique et de la dette (loi sur les infrastructures). Au Royaume-Uni, nous maintenons notre stratégie de pentification de la courbe des taux. **La valeur relative offerte par la dette périphérique est attractive,** ce qui nous amène à maintenir notre opinion sur les BTP à 30 ans par rapport aux Bunds, en raison de l'amélioration des perspectives de croissance de l'Italie, de la confirmation par la BCE de sa politique ultra-accommodante et des facteurs techniques favorables.

Nous restons neutres sur les obligations des pays émergents, pour autant nous pensons qu'elles offrent des opportunités sélectives dans notre quête de revenu. Nous conservons notre position sur la dette des administrations locales chinoises. Les obstacles à court terme dans le pays, les flux entrants continus et le sentiment d'aversion au risque devraient être favorables, malgré des valorisations serrées et une offre de dette abondante.

Le portage reste l'un des principaux axes de notre vision du crédit, car le contexte économique, la réouverture mondiale et les achats de la BCE soutiennent les fondamentaux et le sentiment de risque. Nous restons néanmoins attentifs aux effets de la hausse des taux core sur les marchés

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. BoE = Banque d'Angleterre, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banque centrale, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

IG. En outre, à mesure que l'on descend dans la structure du capital pour explorer la dette subordonnée, on peut accéder à des niveaux de portage plus élevés, mais il est nécessaire de trouver un équilibre entre qualité et rendement. En ce qui concerne le haut rendement, nous restons positifs dans un contexte de tendance à la baisse des taux de défaut, de conditions financières favorables et de portage attractif. Nous restons néanmoins conscients de la faiblesse des valorisations et des niveaux d'endettement.

Les devises nous permettent de nous positionner en fonction de nos opinions sur les pays et les régions. Nous pensons désormais que des difficultés politiques à court terme, une inflation à deux chiffres et des défis budgétaires pourraient avoir un impact sur la paire BRL/EUR. Nous maintenons en revanche notre opinion positive sur le rouble, le won coréen (impulsion des politiques

vertes) et le yuan (soutien du commerce régional intra-asiatique) par rapport à l'euro. En ce qui concerne les devises des pays développés, nous sommes constructifs sur le potentiel de portage de la livre sterling par rapport au franc suisse et au yen. En revanche, la livre sterling devrait être faible par rapport à l'euro en raison des retombées géopolitiques du Brexit.

Risques et couvertures

Nous constatons une légère augmentation des risques liés aux valorisations élevées et à une éventuelle quatrième vague épidémique entraînant de nouvelles restrictions sanitaires. Nous maintenons par conséquent nos couvertures pour protéger notre exposition aux actions des pays développés sur les marchés du Japon, des États-Unis et de l'Europe.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Rechercher le portage et intensifier la sélection



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les perspectives de défaut dans le crédit sont favorables, mais il convient de garder un œil sur les niveaux d'endettement et, à mesure que l'on progresse parmi les catégories de notation, d'éviter les segments où les risques sont asymétriques et où les performances tendent à diminuer

Le contexte macroéconomique reste positif, avec des chiffres de croissance vigoureux et des conditions financières faciles, malgré un affaiblissement de cette dynamique aux États-Unis et en Chine. D'un autre côté, l'incertitude reste élevée dans un contexte d'inflation supérieure aux objectifs des banques centrales, d'augmentation des coûts du fret maritime, de goulets d'étranglement dans la distribution et de pressions tendant à la démondialisation des chaînes d'approvisionnement. Nous pensons que la Fed et la BCE devraient commencer à réduire leurs dispositifs de soutien dans un avenir proche, mais les autorités européennes pourraient nous surprendre. Il est également possible qu'un débat sur l'accroissement de l'accommodation monétaire ait lieu si la croissance déçoit l'année prochaine, bien que ce ne soit pas là notre scénario central. **Nous sommes donc prudents sur la durée, mais pensons que, dans cet environnement, il faut miser sur l'inflation et le crédit en adoptant une approche sélective** pour identifier les « étoiles montantes » vu l'amélioration des taux de défaut.

de l'Italie, est soutenue par l'amélioration des perspectives économiques, mais nous préférons les échéances courtes et pensons que les risques politiques doivent être surveillés. Sans surprise, l'inflation est élevée aux États-Unis et en Europe, même si certains signes indiquent qu'un pic a été franchi aux États-Unis. **Nous sommes constructifs sur le crédit (financières), mais nous comptons davantage sur la sélection, en explorant les titres notés BBB, qui offrent de meilleurs profils risque/rendement par rapport à la dette notée A.** Nous jouons en outre le thème de la « compression » en nous concentrant sur l'analyse *bottom-up* (amélioration des indicateurs de crédit), les échéances à court/moyen terme et l'ESG. Cette approche nous permet de repérer les « étoiles montantes », c'est-à-dire les entreprises à haut rendement qui ont le potentiel de passer en catégorie investment grade. Pour autant, nous évitons les entreprises susceptibles d'alourdir leur endettement ou de détruire de la valeur par le biais de fusions-acquisitions.

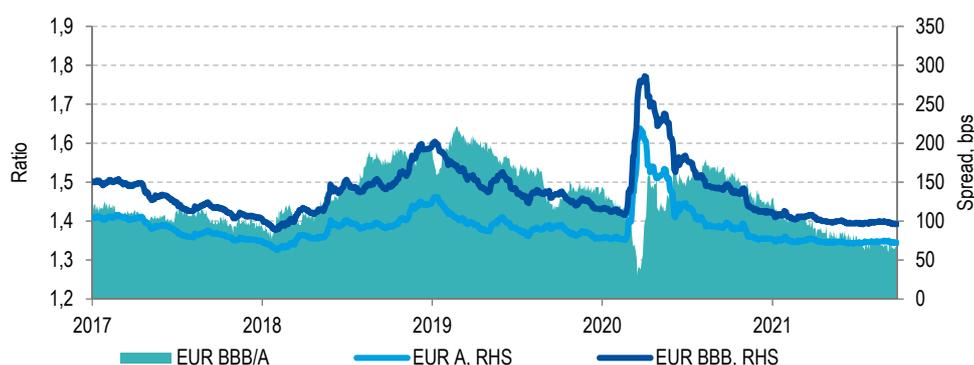
Obligations mondiales et européennes

Nous sommes défensifs vis-à-vis des bons du Trésor américain et de la dette core et semi-core des pays européens, notre opinion étant confortée par le positionnement des banques centrales devenu récemment « moins accommodant ». Nous restons actifs sur les courbes des États-Unis et de l'Europe core et, pour cette dernière, continuons à anticiper une pentification en attendant le pic de la croissance. La dette des pays périphériques de la zone euro, comme celle

Obligations américaines

Alors que l'épargne des consommateurs est élevée, l'incertitude autour du projet de loi sur les infrastructures et du plafond de la dette demeure. De plus, la poursuite des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et le risque d'accélération de la croissance des salaires exercent des pressions à la hausse sur l'inflation (pression sur les coûts). Cette situation, conjuguée aux progrès des marchés de l'emploi, incite la Fed à avancer dans son projet de réduction des dispositifs de soutien.

Trouver un équilibre entre qualité et rendement grâce aux BBB



Source : Amundi, Bloomberg au 20 septembre 2021. Ratio des spreads de crédit.

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

Nous sommes par conséquent prudents, mais actifs vis-à-vis des bons du Trésor américain. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) offrent des rendements attractifs ajustés à l'inflation, mais nous constatons des valorisations excessives. **Nous sommes constructifs sur le crédit d'entreprise, où nous privilégions le court terme et recommandons aux investisseurs de limiter le bêta, notamment sur le haut rendement** en se concentrant sur la sélection. Les marchés du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires résidentiels peuvent offrir un surplus de rendement, à condition de rester attentif aux valorisations. Les fondamentaux des marchés du logement sont solides, mais nous sommes sélectifs sur l'immobilier commercial et restons vigilants compte tenu des projets de réductions des dispositifs de soutien de la Fed.

Obligations des marchés émergents

La prime de croissance entre ME et MD devrait s'élargir en faveur des pays émergents au quatrième trimestre. Ce qui, conjugué au ton accommodant des banques centrales des

pays développés, est positif pour la classe d'actifs. Nous continuons de privilégier les obligations en devises fortes et les titres d'entreprises des pays émergents (reprise des bénéfiques), avec un biais pour le HY face à l'IG et un positionnement baissier sur la durée de la dette émergente. En ce qui concerne les obligations en devises locales, nous restons prudents et privilégions une approche sélective tout en observant l'actualité en Chine. Nous nous concentrons sur les pays émergents où les cycles de resserrement sont plus proches de la fin, comme en Russie.

Devises

À court terme, le dollar devrait bien se comporter si la croissance déçoit et même si la reprise est solide. Nous sommes optimistes quant aux devises des pays émergents liés aux matières premières, mais recommandons la vigilance face au risque de ralentissement de la Chine. Nous sommes donc positifs sur le rouble et maintenant aussi sur le peso chilien, la lire turque et la roupie indienne.

ACTIONS

Position équilibrée, avec un biais value et pour les dividendes



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La hausse des prix de l'énergie et des matières premières accentue les pressions inflationnistes, tandis que les taux réels restent faibles. Dans ce contexte, les actions de rendement pourraient dynamiser les performances d'ensemble des investisseurs

Évaluation globale

Après avoir atteint des sommets en août, les marchés ont été impactés par des données mondiales mitigées et par la propagation du variant delta. **Toutefois, comme nous l'avons souligné dans notre précédente édition, les valorisations étaient déjà élevées. Il semble donc que ce sont les faiblesses de la Chine et les préoccupations relatives à l'endettement du secteur immobilier qui ont servi de déclencheur.** Il convient de souligner qu'en dépit de la vigueur de la reprise, les pressions inflationnistes se renforcent au niveau mondial. En Europe, la flambée des prix de l'énergie doit être considérée sous le prisme de l'inégalité croissante, étant donné que la hausse des factures de services publics est politiquement inacceptable. Par conséquent, à mesure que nous nous dirigeons vers des technologies à faible intensité de carbone, les effets à court et à long terme de la transition climatique sur l'inflation doivent être surveillés. **Nous restons actifs, avec un optimisme prudent et recommandons aux investisseurs de suivre la dynamique des bénéficiaires sans perdre de vue les fondamentaux.**

Actions européennes

Nous restons équilibrés et continuons de croire à la normalisation et à la réouverture de l'économie. Nous pensons que les actions décotées offrent encore du potentiel dans des secteurs tels que les banques, car les attentes implicites dans ces domaines restent attractives. Il convient cependant de mettre **l'accent sur la sélection bottom-up qui permet de repérer des**

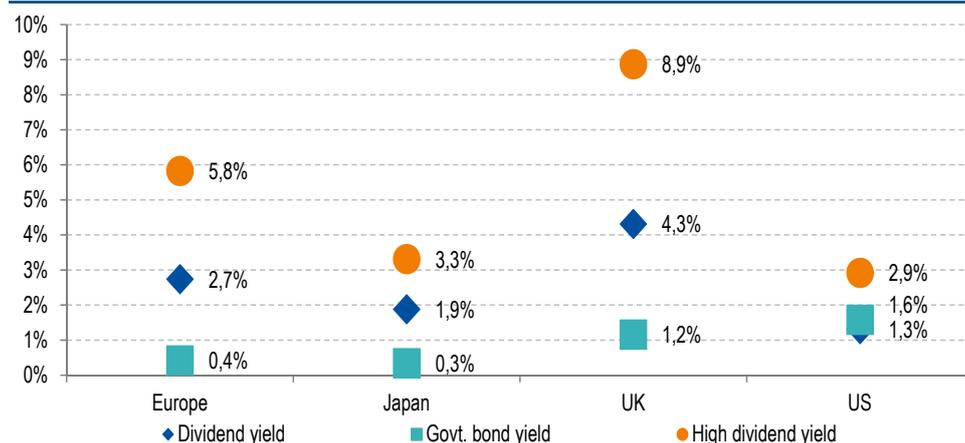
entreprises susceptibles d'améliorer leurs performances ESG et de récompenser les actionnaires par des rachats/dividendes.

Nous voyons également d'un bon œil les secteurs de l'industrie et de la finance, mais nous restons attentifs aux valorisations dans tous les domaines. À l'autre extrémité, nous aimons les valeurs défensives de qualité dans le secteur de la santé. En revanche, nous restons prudents vis-à-vis des technologies de l'information et des produits de consommation discrétionnaire. De manière générale, il faut éviter de prêter attention aux bruits de court terme et se concentrer sur les entreprises dont le modèle économique n'est pas menacé et qui peuvent dégager des bénéfices durables.

Actions américaines

Le calendrier et l'ampleur des programmes d'infrastructure et des hausses d'impôts constituent, selon nous, une source d'incertitude. En revanche, les marges des entreprises et les pressions sur les prix demeurent, tandis que le redémarrage de l'économie se poursuit et que les taux réels sont toujours négatifs. Ainsi, malgré une certaine vigilance due au fait que la performance exceptionnelle des bénéficiaires cette année sera difficile à répéter, nous pensons que ce n'est pas le moment d'être négatif sur les actions. Au lieu de cela, il est préférable de se concentrer sur les facteurs propres à chaque entreprise et sur les titres décotés axés sur le marché intérieur (tels que les banques) plutôt que sur les valeurs décotées cycliques, comme nous l'avons souligné précédemment. En outre, nous recherchons des entreprises présentant

Les dividendes complètent le revenu des investisseurs lorsque les taux sont bas



Source : Amundi, Bloomberg au 23 septembre 2021.

ACTIONS

un potentiel de bénéfices durables et nous nous concentrons sur les opportunités de rachat/dividendes. Nous sommes en revanche prudents en ce qui concerne les substituts obligataires et conseillons d'éviter la croissance chère et les titres décotés d'entreprises en difficulté. En termes sectoriels, nous préférons les financières, l'automobile et l'aérospatiale, ainsi que les entreprises du secteur de l'énergie sensibles à la transition climatique. Parmi les secteurs défensifs, nous apprécions la santé, compte tenu du potentiel d'innovation et de R&D du secteur, mais sans perdre de vue les valorisations. Par contre, nous pensons que les secteurs de la consommation sont pleinement valorisés.

Actions émergentes

L'attractivité des valorisations, l'amélioration des bénéfices et la dissipation des vents contraires liés à la réduction des achats d'actifs de la Fed devraient être autant de facteurs de soutien. Nous sommes sélectifs et préférons les pays en voie de normalisation, grâce aux programmes de vaccination et au développement de l'immunité naturelle. En Chine, même si nous pensons que les autorités s'efforceront de prévenir toute contagion, les incertitudes liées à la réglementation et au ralentissement nous ont incités à une révision tactique à la baisse de notre opinion, au profit d'autres pays, tels que l'Inde, la Russie ou la Grèce. À plus long terme, nous voyons d'un bon œil le thème de la « Prospérité commune ».

Europe : de l'autonomie à la souveraineté stratégique

Perspectives
pour 2022

par Monica DEFEND, Responsable de la Recherche Groupe - Pierre BLANCHET, Responsable Investment Intelligence

La pandémie a mis en évidence la dépendance de l'Union européenne à l'égard de certains biens essentiels, comme les produits pharmaceutiques ou les équipements médicaux. L'Europe s'est trouvée temporairement incapable d'assurer la sécurité de sa population en raison de la délocalisation de la production de ces biens indispensables. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et le manque de capacités de fabrication dans sur le continent européen provoquent aujourd'hui un choc d'approvisionnement, avec des conséquences négatives pour de nombreuses industries. C'est particulièrement le cas pour les semi-conducteurs et l'automobile, dévoilant au grand jour la vulnérabilité à l'égard de l'offre extérieure au Marché Unique.

La Commission européenne a conçu et commencé à déployer des politiques visant à renforcer l'autosuffisance de l'Union dans ces domaines critiques et à terme, parvenir à une forme d'autonomie. Une partie de l'enveloppe de Next Generation EU sera allouée à ces secteurs par le biais du dispositif de transition écologique. Cette initiative constitue une opportunité pour les investisseurs privés, car les investissements nécessaires à cette transition sont trop importants pour être financés par les seuls fonds publics. Les montants en jeu comprennent par exemple plus de 300 milliards d'euros pour le secteur des semi-conducteurs¹, plus de 200 milliards d'euros pour la défense et la sécurité et quelque 350 milliards d'euros pour les énergies propres jusqu'en 2030, en plus de la décennie précédente financée en partie par des émissions obligataires et d'actions. Par ailleurs, les Européens comprennent désormais qu'ils doivent travailler ensemble sur les voitures électriques et les énergies renouvelables, ainsi que sur l'intelligence artificielle et la cybersécurité. Nous pensons que le Marché intérieur unique n'a pas atteint son plein potentiel, notamment dans les services, où les possibilités de coopération et de croissance restent encore inexploitées.

Dans ce contexte, les investisseurs ne devraient donc pas uniquement porter leur attention sur la valorisation relative des actifs européens et sur la politique monétaire de la BCE. Ce dont il s'agit ici, c'est de contribuer à un renouveau des secteurs économiques entiers, un renouveau d'une ampleur inégalée depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. La volonté d'autonomie stratégique de l'Europe constitue donc une opportunité d'investissement.

L'autonomie européenne n'est pas nécessairement synonyme de protectionnisme. Elle émane au contraire du nouveau contexte d'un monde multipolaire dans lequel l'UE doit définir sa position par rapport aux États-Unis et à la Chine. L'autonomie stratégique n'est pas non plus une fin en soi. Elle représente une avancée et une condition préalable à la souveraineté européenne réclamée par de nombreux pays de l'UE, dont la France². Une armée européenne et l'indépendance numérique comptent parmi les pièces manquantes évoquées le plus souvent. Le Marché unique, la Banque centrale européenne et la monnaie unique, ainsi que l'Union des marchés de capitaux sont, aux côtés de la Cour de justice européenne, parmi les instruments de souveraineté déjà existant³. Ceux-ci doivent toutefois être accompagnés d'une base régionale d'investisseurs en fonds propres capable de garantir l'indépendance stratégique des entreprises européennes.

La souveraineté implique un alignement des intérêts entre les citoyens et les institutions, mais aussi entre les entreprises et leurs actionnaires. Les investisseurs américains possèdent environ un tiers de la capitalisation boursière de la zone euro (2,3 fois plus qu'il y a 20 ans) et représentent deux tiers des investissements des non-résidents⁴. À l'inverse, la part des investisseurs européens aux États-Unis est relativement limitée⁴ et les fonds de pension américains sont omniprésents sur leur propre marché, où ils détiennent plus de 68 % de la capitalisation boursière. Les ménages américains détiennent 37 % de leur patrimoine financier en actions (principalement américaines), contre seulement 20 % en France et 10 % en Allemagne. Cette disparité peut être attribuée en partie aux contraintes réglementaires pesant sur les allocations en actions des investisseurs institutionnels européens et à la prédominance des besoins de financements pour les dépenses publiques. Il n'est donc pas surprenant que la gouvernance des grandes entreprises européennes ne soit parfois pas totalement alignée sur les priorités de l'Union européenne. La souveraineté stratégique européenne exige un renouvellement des règles d'investissement et des incitations plus fortes pour construire un actionariat européen à long terme plus large et, potentiellement, un fonds souverain européen. Bonne nouvelle, les actions européennes sont moins chères que leurs équivalents américains.

¹ cf. « *Le coût de l'autosuffisance* », Pierre Blanchet, Recherche Amundi, Cross Asset, juillet 2021.

² Discours d'Emmanuel Macron à la Sorbonne, 26 septembre 2017.

³ « *European sovereignty, strategy and independence* », Chaillot Paper 169, juillet 2021.

⁴ *45 % de la capitalisation boursière de la zone euro est détenue par des non-résidents et moins de 15 % des titres américains sont détenus par des non-résidents*. OCDE Corporate Governance 2021.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsible Global Views

Le nœud gordien de la zone euro : comment réformer le cadre budgétaire sans renoncer à la discipline budgétaire ?

La réforme du cadre budgétaire européen pourrait améliorer la résilience de la zone euro... à condition de ne pas renoncer à la discipline budgétaire.

Les règles budgétaires du Pacte de Stabilité et de Croissance ont été temporairement suspendues en mars 2020 pour permettre aux États de la zone euro de mettre en œuvre des politiques de stabilisation. Il est prévu de les réactiver en 2023.

La grande majorité des économistes considèrent que ces règles sont dépassées.

En effet, rappelons que des seuils numériques identiques pour chaque pays en termes de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB) n'ont pas de fondement théorique. Le seuil d'endettement fixe constitue un objectif qui est devenu trop éloigné de la réalité pour bon nombre de pays.

Les règles actuelles se sont révélées procycliques et donc contre-productives, notamment après la crise de la dette souveraine. La règle en matière de déficit repose sur des estimations des déficits

structurels (c'est-à-dire corrigés des variations cycliques), qui sont par nature inobservables. Différentes méthodes sont employées pour les évaluer, mais aucune ne fait l'unanimité, ce qui donne lieu à des débats sans fin - les problèmes méthodologiques étant exacerbés par les grandes récessions.

Avant même la crise du Covid-19, l'efficacité des règles budgétaires avait déjà été remise en question et de nombreux économistes avaient appelé à une réforme¹.

La réactivation des règles budgétaires dans leur forme actuelle - prévue pour 2023 - conduirait les économies encore fragilisées par la crise à mettre en place des politiques restrictives, qui s'avèreraient finalement contre-productives pour la soutenabilité de leur dette (avec à la clé une hausse supplémentaire du ratio dette/PIB).

En union monétaire, la coordination fiscale s'impose...

Dans une union monétaire, il est nécessaire de coordonner les politiques budgétaires afin d'éviter les externalités négatives (pour tous) associées à des politiques budgétaires trop laxistes (menées par certains). Or, si une règle unique n'est plus adaptée, **il convient de trouver un nouveau cadre budgétaire crédible et cohérent.** Les règles budgétaires européennes ont été amendées à plusieurs reprises depuis le traité de Maastricht, sans que le traité ne soit modifié en profondeur. Il n'y a donc pas d'obstacle institutionnel².

• La crise de Covid a conduit les pays à mener des politiques de stabilisation qui ont alourdi leur dette publique. Et ironie du sort, ce sont les pays les plus endettés avant la crise de Covid dont la dette publique a le plus augmenté.

• **Les pays ne sont pas confrontés aux mêmes contraintes macroéconomiques.** Il n'est donc ni souhaitable ni crédible de maintenir une règle unique.

• **La question centrale est devenue la soutenabilité de la dette publique.** Celle-ci dépend fondamentalement de l'écart entre les taux d'intérêt et la croissance du PIB et de la capacité d'un État à maintenir un excédent primaire suffisant. Or, une telle analyse est par nature spécifique à un pays. Le cadre analytique doit être enrichi par la prise en compte d'une série d'indicateurs, dont le déficit primaire, le niveau du ratio dette/PIB, la maturité de la dette, les taux d'intérêt/la charge de la dette et la croissance potentielle.

... mais il faut repenser l'articulation entre politique monétaire et politique budgétaire lorsque les taux d'intérêt ne peuvent plus être abaissés

• **Les politiques monétaires non conventionnelles appellent implicitement des politiques budgétaires non conventionnelles.** Les faibles taux d'intérêt actuels (bien inférieurs à la croissance du

PIB) donnent *de facto* une plus grande marge de manœuvre aux gouvernements pour mettre en œuvre des politiques de stabilisation ou des programmes d'investissement public. C'est d'autant plus

Il y a trop d'objectifs assignés à la seule politique budgétaire

¹ Bénassy-Quéré et al. 2018, Darvas et al. 2018, Feld et al. 2018, Thygesen et al. 2018; et plus récemment, Martin, Pisani-Ferry, Ragot (2021).

² En pratique, les États devront réécrire les dispositions essentielles du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et notamment l'article 126 (« Les États membres évitent les déficits publics excessifs »).

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Une réforme du cadre budgétaire exige l'unanimité, et l'unanimité est hors de portée à court terme

nécessaire que la politique monétaire est moins efficace lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro.

- **Cependant, l'Europe ne peut pas abandonner la discipline budgétaire au seul motif que les taux d'intérêt sont bas.** Car ces derniers pourraient finir par remonter et mettre les pays les plus endettés en grande difficulté, un risque

que les États membres de la zone euro ne peuvent accepter de prendre. Rappelons que la monétisation de la dette publique n'est pas compatible avec le fonctionnement de l'union monétaire européenne, et qu'elle augmente les risques d'instabilité financière à moyen terme (par l'impact sur les prix des actifs financiers et réels).

Repenser le cadre budgétaire européen : abandonner les cibles numériques uniformes sans renoncer à la discipline budgétaire

- **La crise du Covid a clairement montré que le cadre budgétaire actuel était inadapté.** Le nouveau cadre devra prévoir des dispositifs de soutien pour les États confrontés à des difficultés exceptionnelles (en cas de choc exogène sans aléa moral).
 - **Avec le NGEU, la zone euro a fait un pas important vers une mutualisation des dettes.** L'appétit pour les titres émis par le NGEU montre que les investisseurs accueillent favorablement cette initiative. Il ne faut toutefois pas oublier que ce mécanisme est temporaire. À l'avenir, il devrait être possible de mobiliser à nouveau de la dette commune en cas de circonstances exceptionnelles, mais cela suppose que les États poursuivent les réformes structurelles sans abandonner la discipline budgétaire.
 - **Trop d'objectifs sont actuellement assignés à la politique budgétaire :** transition énergétique, financement des investissements dans les infrastructures et l'éducation, stabilisation conjoncturelle.
 - On insiste également souvent sur la nécessité **de distinguer les dépenses de fonctionnement et les dépenses d'investissement.** Les gouvernements ne peuvent pas éviter la question de la « qualité » des dépenses. La discipline budgétaire doit avant tout se concentrer sur les « dépenses improductives ». Les dépenses d'investissement doivent, quant à elles, être protégées.
 - **La mise en place d'un nouveau cadre budgétaire requiert un accord unanime.** Pour convaincre les pays les plus vertueux, les pays les plus endettés (Italie, Espagne, France) devront s'engager à réduire leurs dépenses de fonctionnement (en maintenant, par exemple, la croissance de ces dépenses en deçà de celle du PIB).
 - **Le cadre budgétaire devra donc être suffisamment crédible** pour que la soutenabilité de la dette ne dépende pas de la BCE.
- **En pratique, il faudrait donc déléguer à une entité indépendante l'analyse des finances publiques de chaque État et les « recommandations » faites aux gouvernements.** Et comme les sanctions n'ont jamais été appliquées, il faudra trouver un système d'incitations appropriées (certains mécanismes de solidarité pourraient être conditionnels) pour garantir l'application de ces recommandations.

Ces sujets sont par nature très sensibles sur le plan politique. Les débats ne font que commencer et il est très peu probable qu'un accord soit trouvé rapidement. Les règles actuelles sont très symboliques, surtout pour les pays les moins endettés, qui estiment avoir déjà fait suffisamment de concessions lors de la mise en place du fonds de relance NGEU. Une rupture complète avec le Pacte de stabilité et les règles actuelles n'est donc pas réaliste. En revanche, les États européens pourraient accepter de les mettre de côté, le temps de négocier un nouveau cadre.

La prochaine coalition en Allemagne, probablement dominée par le SPD et les Verts, pourrait accepter d'aller dans cette direction. Les libéraux du FDP, en revanche, n'accepteront d'abandonner le cadre actuel que si le nouveau cadre budgétaire garantit une certaine discipline. **La France, qui prendra la tête du Conseil de l'UE au premier semestre 2022, profitera probablement de l'occasion pour mettre cette question sur la table.**

L'adoption d'un nouveau cadre budgétaire améliorerait la résilience de la zone euro en cas de choc externe asymétrique, renforçant ainsi la crédibilité - et donc l'attractivité - de la zone aux yeux des **investisseurs, qui seront plus sensibles à la définition d'un cadre budgétaire cohérent qu'au maintien de cibles numériques (en pratique, rarement respectées).** Ceci devrait encourager les États à trouver un accord, car la crédibilité de l'union est un prérequis pour l'internationalisation de l'euro, un objectif partagé par tous.

Achévé de rédiger le 01/10/2021

LE THÈME DU MOIS

Le Covid s'essouffle tandis que le risque chinois s'aggrave



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche Stratégie
Macroéconomique



Claire HUANG,
Macrostratégiste, Marchés
Émergents



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents

Le désendettement du secteur immobilier et la stabilisation des prix des logements conviennent au programme politique à long terme de la Chine

Alors que les marchés émergents s'orientent vers un environnement plus sain (les cas de Covid sont en recul et les campagnes de vaccination s'accroissent), la décélération provoquée volontairement par la Chine est désormais imminente. Les économies les plus exposées à la Chine (commerce et matières premières) et dont la marge de manœuvre politique est limitée sont les plus à risque. La dette émergente reste une bonne source de portage et nous privilégions les taux en devise locale où les banques centrales sont plus proches de la fin de leur cycle de normalisation. Positionnement prudent, mais constructif vis-à-vis des actions émergentes, valorisations attractives dans le contexte mondial.

Contexte macroéconomique des marchés émergents : tendances de croissance, dynamiques d'inflation et *policy mix*

À partir du mois de juillet, la dynamique économique des marchés émergents s'est stabilisée à des niveaux élevés en Amérique latine et en Europe de l'Est, tandis qu'elle est restée modérée en Asie. Cette dernière a souffert d'un variant delta ravageur et des politiques moins tolérantes face au Covid-19. En effet, des mesures de confinement de plus en plus strictes ont été mises en place depuis juin dans la région. Récemment, dans la région, le mois d'août et le début septembre ont apporté quelques bonnes nouvelles liées à l'évolution de la pandémie : le nombre de cas a atteint un pic (bien qu'à des rythmes différents) et certaines restrictions ont été levées dans les pays. Les chiffres récents en Indonésie montrent le plus petit nombre de cas (moyenne sur 7 jours) depuis près d'un an ; à la mi-septembre, le pays a rouvert aux touristes étrangers (pleinement vaccinés et observant une quarantaine allant de 8 à 14 jours). Dans l'intervalle, le déploiement de la vaccination s'est accéléré, bien qu'il reste lent.

Le rebond de la croissance observé depuis la réouverture par les marchés émergents de leurs économies est principalement tiré par la demande extérieure (accentuée chez les exportateurs de matières premières par des termes de l'échange très favorables) et par la consommation des ménages (soutenue par la demande insatisfaite et/ou les aides directes en espèces). Au contraire, **la reprise des investissements reste à la traîne, voire absente dans le pire des cas, ce qui rend le rebond actuel moins autonome et**

durable à l'avenir. C'est pourquoi le *policy mix* devrait rester favorable et se normaliser progressivement vers des conditions financières plus neutres et une politique budgétaire plus prudente. **Jusqu'à présent, les conditions financières mondiales ont permis aux marchés émergents de maintenir une politique accommodante.** En effet, le plan de réduction des achats d'actifs, qui a fait l'objet d'une communication habile de la part de la Réserve fédérale a été bien accueilli par le marché, réduisant pour l'instant le potentiel perturbateur des conditions extérieures vulnérables dans les marchés émergents. Bien sûr, le fait que les niveaux de balance des paiements soient plus sains aujourd'hui par rapport à ceux enregistrés lors du *taper tantrum* est un atout. Malheureusement, les dynamiques d'inflation excessives des marchés émergents ont déjà contraint de nombreuses banques centrales des marchés émergents à entamer une normalisation de leur politique monétaire. La pression sur l'inflation liée aux coûts (prix de l'alimentation, de l'énergie, du transport maritime) est encore loin de se calmer. Pour rappel, en ce qui concerne le *policy mix* des marchés émergents, un cycle de relèvement audacieux a déjà eu lieu dans certains pays (comme au Brésil et en Russie et plus récemment dans d'autres pays comme la Colombie, le Chili ou la Hongrie) et des hausses supplémentaires sont prévues, de sorte que les conditions de liquidité sont en train de se normaliser à un rythme très progressif.

Chine : une « nouvelle » source de stress macro-financier pour l'économie mondiale et les marchés émergents

Dans un contexte toujours fragile sur les marchés émergents, le ralentissement plus important que prévu de l'économie chinoise a commencé à se manifester en juillet-août.

Les chiffres de la croissance ont globalement surpris à la baisse au T3, 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, baisses de production à des fins de décarbonisation/rationnement de l'électricité)

LE THÈME DU MOIS

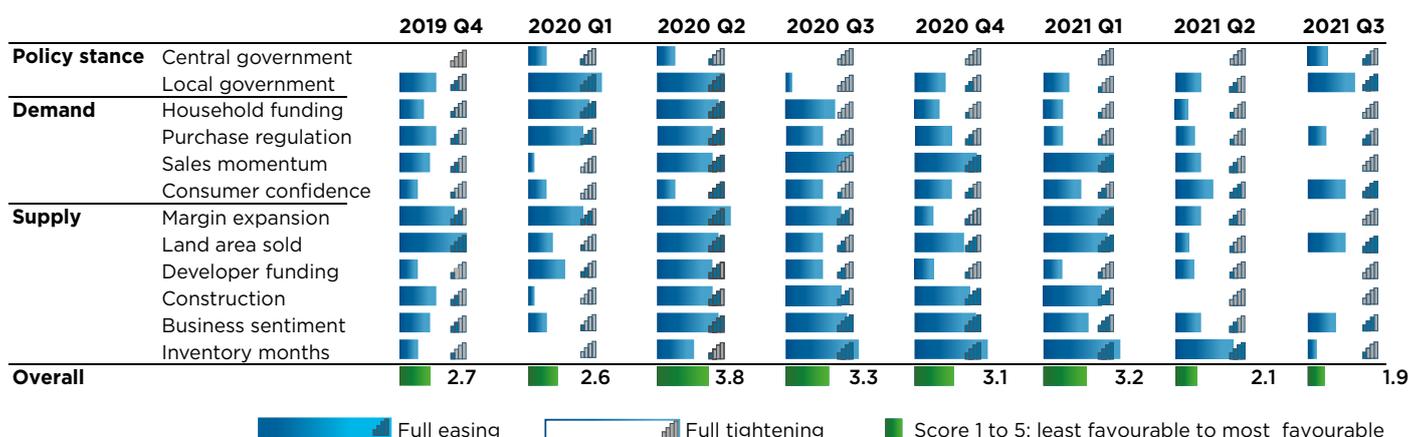
et la pénurie mondiale de puces ont contribué à la détérioration des performances économiques.

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 au T4 2021. En revanche, nous tablons toujours sur un rebond de la production au T1 2022, car les contraintes sur l'offre mondiale s'atténuent et les quotas d'utilisation de l'énergie seront renouvelés. Par ailleurs, nous anticipons toujours un ajustement de la politique de tolérance zéro pour faciliter les déplacements domestiques début 2022, ce qui devrait devenir moins pénalisant pour le secteur des services. **Nous anticipons désormais une croissance moyenne du PIB réel 2021 à 8,3 % contre 8,7 % auparavant et une croissance 2022 à 4,9 % contre 5,4 % auparavant.**

L'activité dans le secteur du logement ralentit rapidement et, en l'absence de changement de politique, la pression sur la liquidité restera élevée dans ce secteur. Dans le cadre de

nouvelles réglementations mises en place il y a un an, les promoteurs immobiliers devront atteindre certains objectifs de désendettement d'ici mi-2023. Le désendettement du secteur immobilier et la stabilisation des prix des logements conviennent au programme politique à long terme de la Chine. Dans le cadre de son objectif de « Prospérité Commune », le gouvernement est en train de promouvoir un marché immobilier durable et sain pour le bien collectif. Hong Kong et la Corée du Sud rappellent constamment à Pékin comment la hausse de l'inflation du logement pourrait rapidement éroder les revenus des ménages et les bases politiques. Compte tenu de l'engagement général de la Chine à réduire le risque financier, des entreprises comme le promoteur Evergrande devront restructurer leur stock de dette. **La véritable contagion, en Chine et à l'étranger, liée au redimensionnement du secteur du logement s'ajoute à la contagion financière à partir du secteur immobilier sur le marché du crédit asiatique et aux interrogations liées à l'exposition au secteur bancaire.**

1/ Tableau de bord du marché immobilier chinois



Source : CEIC, GS, Recherche Amundi - Données au 15 septembre 2021

Parmi les catalyseurs positifs de la croissance, l'assouplissement budgétaire se poursuit et les émissions nettes élevées devraient se poursuivre en septembre et décembre. L'assouplissement budgétaire devrait permettre aux investissements en infrastructures de repartir à la hausse, mais une reprise faible est plus probable compte tenu des exigences accrues en matière de qualité des projets et de la prudence des responsables locaux avant l'Assemblée nationale populaire en mars et le Congrès du Parti en 2022. Néanmoins, nous n'anticipons pas encore d'assouplissement du contrôle de la dette hors budget, limitant les dépenses des LGFV (véhicules de financement des gouvernements locaux) et des entreprises publiques locales. La croissance du crédit

est au plus bas. Le désendettement en 2022 devrait se poursuivre à un rythme plus lent par rapport à l'année 2021 afin d'éviter les risques de contagion. La PBoC devrait maintenir une liquidité interbancaire accommodante. Les dernières injections de liquidités hebdomadaires ont été les plus élevées en huit mois, en partie pour répondre à la demande saisonnière. **Nous tablons sur une nouvelle baisse du taux de réserves obligatoires de la PBoC en octobre. Toutefois, la baisse du taux de réserves obligatoires à elle seule n'aidera pas beaucoup.** La faiblesse actuelle de l'économie nécessite une suspension du resserrement du crédit ou une baisse des taux (moins efficace sans assouplissement du crédit). Mais il n'y a pas de signal de la part de la banque centrale qu'elle le ferait

LE THÈME DU MOIS

Les économies émergentes les plus exposées à la Chine (commerce et matières premières) et dont la marge de manœuvre politique est limitée sont les plus à risque

Ralentissement de la croissance chinoise : quel impact sur les marchés émergents ?

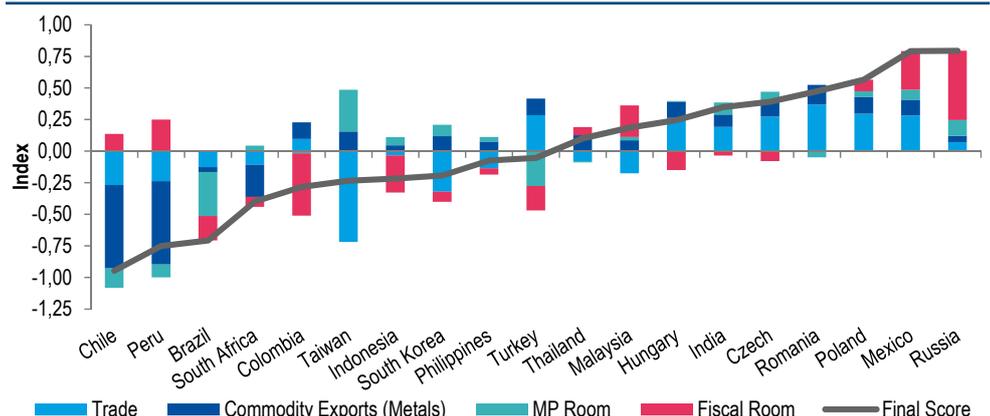
Le ralentissement attendu de l'économie chinoise devrait normalement avoir un impact sur la plupart des économies du monde. Sur le plan purement macroéconomique, nous analysons cet impact selon différents aspects.

Le premier impact, qui est également le plus direct, devrait être par le canal commercial en raison de la grande pertinence de la Chine en tant que partenaire commercial pour de nombreux pays du monde. La première conclusion d'une analyse des chiffres de l'exposition aux échanges commerciaux à valeur ajoutée est qu'à l'exception de l'Australie et du Japon, l'impact d'un choc baissier sur la croissance chinoise sera plus important dans les marchés émergents que dans les marchés développés. Parmi les marchés émergents, d'une manière générale, si l'on met de côté la proximité régionale de Taïwan ou de la Corée du Sud, les exportateurs de matières premières seront les pays les plus pénalisés, ce qui est déjà évident dans le canal commercial. Toutefois, compte tenu des déterminants négatifs qui selon nous impactent la croissance chinoise le plus fortement, **nous souhaitons souligner l'importance d'un redimensionnement du secteur immobilier (pas totalement compensé par l'amélioration modérée des investissements en infrastructures), en attribuant un rang plus négatif aux pays exportateurs de métaux qu'aux exportateurs de carburants et de matières premières agricoles.**

Au-delà de l'impact direct du ralentissement chinois, il est intéressant d'évaluer la marge de manœuvre (monétaire et budgétaire) dont disposent les marchés émergents pour compenser ce type de choc externe sur la croissance. **La marge de manœuvre de la politique monétaire des marchés émergents dépend principalement de deux aspects : les conditions financières mondiales extérieures et les conditions**

macroéconomiques intérieures (croissance et inflation). Même si, selon nous, les conditions financières mondiales déterminées par les principales banques centrales ont un biais de resserrement, il existe encore une certaine asynchronie et l'idée de « croissance insuffisante » reste dominante dans le contexte d'une inflation plus persistante que prévu. Par conséquent, même s'il n'est pas encore possible d'établir de distinction significative entre les différents pays émergents, dans un contexte mondial changeant, il convient de rester attentif aux vulnérabilités extérieures. La crise a déclenché un bon rééquilibrage extérieur qui, à l'heure actuelle, s'est légèrement détérioré dans certains pays en raison du rebond de leur économie intérieure. Si les conditions mondiales ont laissé du temps aux BC des marchés émergents pour ajuster leur politique accommodante exceptionnelle, les conditions intérieures et l'inflation réduisent considérablement leur marge de manœuvre. Le processus de durcissement politique dans les marchés émergents n'a fait que s'accélérer et la capacité à le réduire semble impossible à court terme, à l'exception des pays d'Asie émergente où la normalisation des politiques n'a même pas commencé (à l'exception de la Chine et de la Corée du Sud). S'agissant de la marge budgétaire, il est juste de dire que la pandémie a dégradé la situation budgétaire de tous les pays, sans exception. Par rapport aux marchés développés, la détérioration budgétaire des marchés émergents s'explique davantage par la pénurie de recettes due aux mauvaises performances économiques que par la mise en place de plans budgétaires d'importance stratégique (les principaux outils étant les distributions d'argent, les aides/subventions sociales et le soutien au secteur de la santé). Au-delà de la détérioration générale, les fragilités budgétaires d'avant la pandémie

2/ Impact du ralentissement chinois



Sources : OECD, WTO, CEIC, Bloomberg, IMF, Recherche Amundi - Données à septembre 2021.

LE THÈME DU MOIS

La dette émergente constitue toujours une source de portage. Nous continuons à privilégier les marchés des taux locaux où les cycles de resserrement sont proches de la fin

qui n'ont pas sensiblement évolué en termes relatifs après la pandémie continuent de façonner la marge de manœuvre budgétaire relative des marchés émergents : le Brésil, la

Colombie ou l'Indonésie auront des difficultés à trouver une nouvelle marge de manœuvre budgétaire contrairement à la Russie ou au Mexique.

Obligations émergentes Compte tenu de la hausse des taux et de l'inflation, la dette émergente pourrait-elle encore constituer une source de portage pour les investisseurs internationaux ?

L'inflation a continué à surprendre à la hausse, tant sur les marchés émergents que développés, sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure et des goulets d'étranglement de l'offre. Nous surveillons l'inflation pour comprendre dans quelle mesure l'inflation sera persistante. Nous pensons qu'il est encore trop tôt pour trancher de manière définitive sur le caractère transitoire ou structurel de l'inflation et nous n'attendons pas de hausses des taux dans les pays développés pendant encore au moins un an. Toutefois, les taux des marchés « core » sont trop bas et une remontée des taux par rapport aux niveaux actuels est donc à attendre, d'où notre opinion baissière sur la duration.

Notre prévision pour les taux des bons du Trésor américain à 10 ans prévoit une remontée progressive des taux à 1,6 - 1,8 % (à l'heure où nous écrivons, il est autour de 1,5 %). Selon nous, la Fed devrait continuer à se baser sur les données, la configuration macroéconomique actuelle laissant entrevoir une réduction du risque de normalisation rapide malgré les chiffres de l'inflation qui continuent de surprendre à la hausse. Bien que la réduction des dispositifs de soutien reste un risque et que cette réduction devrait commencer dès novembre, la communication précoce et l'approche progressive de la Fed dans un contexte de détérioration des données macroéconomiques devraient contribuer à éviter un scénario de « *taper tantrum* ». Nous pensons qu'au lieu de craindre la normalisation de la politique de la Fed, les investisseurs devraient l'accueillir favorablement, car elle marquerait la confiance dans la durabilité de la croissance.

Dans un contexte de hausse progressive des rendements, qui restent faibles par rapport aux niveaux historiques, la dette émergente continue d'offrir un potentiel de rendement attractif, tant sur la dette en devise locale qu'en devise forte. L'indice de référence de la dette en devise locale offre un rendement d'environ 5 % et les spreads de la dette en devise forte s'établissent à environ 335 pb. Même si nous n'anticipons pas de compression significative des *spreads* cette année, nous continuons de penser que la dette émergente constitue une source de portage. Toutefois, compte tenu des divergences de trajectoire entre les économies émergentes, la sélection reste essentielle. Nous restons

optimistes vis-à-vis de la classe d'actifs à long terme et considérons la résilience des marchés émergents comme une preuve de sa capacité à surperformer une fois que son taux de croissance relatif s'améliorera.

Selon nous, l'inflation devrait être moins préoccupante pour les *spreads* de la dette en devise forte (en fait, la hausse de l'inflation soutient la croissance du PIB nominal dans des pays comme le Brésil, réduisant le ratio dette/PIB plus que prévu, tandis que l'élément surprise de l'inflation contribue à doper les soldes budgétaires primaires - ce qui est un facteur positif pour le crédit. Nous maintenons notre opinion globalement positive à l'égard de la dette émergente en devises fortes.

En ce qui concerne la dette en devises locales, nous ne pensons pas qu'il soit opportun d'acheter la dette émergente sans discernement, car une grande partie de la correction est attribuable à l'évolution de la politique des banques centrales en faveur d'un durcissement et à l'émergence de pressions inflationnistes. Cela dit, **nous avons adopté un biais plus positif sur les taux des marchés émergents par rapport au début de l'année.** Bien que dans l'ensemble, les marchés des taux locaux semblent chers, les taux locaux nous semblent bien plus proches de leur juste valeur dans de nombreux pays émergents que dans les principaux marchés obligataires. Par conséquent, nous continuons à privilégier les pays émergents où les cycles de resserrement sont proches de la fin au détriment de ceux qui sont au début d'un cycle de hausse.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises des marchés émergents, même si les *spreads* ne semblent pas bon marché par rapport au passé, ils semblent attractifs par rapport aux autres classes d'actifs, en particulier les marchés développés. Nous nous concentrons sur une sélection « *bottom-up* » et continuons à déceler des opportunités de portage attractives, la reprise des bénéfices se poursuivant en 2021. Selon nous, le segment de la dette émergente à haut rendement offre toujours plus de valeur, car ces obligations bénéficient d'une amélioration des fondamentaux et d'une moindre sensibilité aux taux américains. Nous sommes optimistes à l'égard du secteur de l'énergie au Mexique, où les *spreads* sont attractifs et nous privilégions sur ce segment les titres

LE THÈME DU MOIS

Nous sommes prudents, mais optimistes à l'égard des actions des marchés émergents, dont les valorisations sont attractives au regard des standards mondiaux

quasi souverains, car ils offrent le bêta le plus liquide. Nous pensons que l'exposition du Mexique à l'économie américaine devrait également soutenir la croissance du pays. Les échanges commerciaux entre les pays se redressent et les indicateurs cycliques s'améliorent. Nous apprécions également le secteur des services aux collectivités en Ukraine. En termes de risques, nous suivons de près les révisions des anticipations de croissance macroéconomique pour 2022 et leur impact sur la croissance des bénéficiaires. Nous surveillons également les effets de contagion liés à la saga Evergrande. La nécessité de réduire l'endettement dans le secteur immobilier chinois, sous l'effet des pressions réglementaires et du durcissement

Devises émergentes

Dans l'ensemble, nous modérons notre optimisme vis-à-vis des devises émergentes compte tenu de leur solide performance après la publication des dernières statistiques américaines signalant un marché du travail nettement plus faible que prévu et une croissance des salaires bien supérieure aux attentes. Nous ne sommes pas sûrs que cette série de données devrait entraîner une nouvelle faiblesse du dollar, compte tenu du caractère stagflationniste des données et du fait que la stagflation est l'environnement de marché le plus redouté pour les actifs risqués. Le profil rendement/risque des devises émergentes ne nous semble pas très intéressant à ce stade.

Nous restons donc neutres, avec, peut-être, une préférence pour les devises qui ont sous-performé durant le rebond, mais dont les fondamentaux et le positionnement sont favorables.

Nous avons revu à la baisse notre opinion sur le réal brésilien et sommes désormais neutres compte tenu de la surperformance sur l'année en cours de la devise par rapport aux autres obligations à haut rendement des marchés émergents. Bien que la devise pâtisse de l'agitation politique, nous pensons que le contexte macroéconomique général du pays, caractérisé par une forte croissance, une balance des paiements saine

des conditions monétaires, pourrait peser sur la croissance du secteur, mais devrait permettre un ajustement nécessaire au profil financier des émetteurs et bénéficier au secteur à moyen et long terme. Les facteurs techniques ont été faibles en raison d'événements idiosyncrasiques, mais nous pensons que cela devrait s'améliorer au fil du temps. Sur le plan microéconomique, nous estimons qu'il est très probable que le gouvernement intervienne dans le processus de restructuration et qu'il s'efforcera d'éviter une restructuration désordonnée d'Evergrande. Sur le plan macroéconomique, nous pensons que ces mesures permettront d'accroître la liquidité du secteur.

et un resserrement de la politique monétaire devrait finir par se révéler favorable.

Nous sommes désormais plus prudents à l'égard du peso mexicain compte tenu de la solide performance de la devise cette année, malgré un cycle de resserrement en demi-teinte de la part de la banque centrale. La devise pourrait également subir des pressions baissières de la part d'une économie américaine avec un delta de croissance négatif.

Parallèlement, nous sommes constructifs sur le peso colombien, car nous pensons que les ventes forcées liées à la dégradation du pays en catégorie spéculative devraient être derrière nous. Parallèlement, nous sommes devenus plus négatifs à l'égard du peso chilien.

Dans la région CEEMEA, le principal changement a été l'adoption d'une opinion positive vis-à-vis du zloty polonais. La devise a nettement sous-performé ses homologues régionaux. Selon nous, les chiffres inflationnistes toujours élevés pourraient contraindre la banque centrale toujours accommodante à adopter une attitude plus restrictive lors des prochaines réunions de politique monétaire. Dans le reste de la région, nous maintenons une opinion positive à l'égard du rouble russe, tandis que nous sommes neutres ailleurs.

Actions ME Quels sont les principaux catalyseurs et risques à investir dans les actions émergentes ?

Nous sommes prudents, mais optimistes à l'égard des actions des marchés émergents.

Alors que les pays émergents ont clairement été en retard sur les États-Unis et l'Europe en termes de déploiement des vaccins, nous constatons des efforts croissants pour accélérer les campagnes de vaccination. Notre scénario de base reste que cela devrait suffire à contrôler les flambées épidémiques de Covid-19, même si l'émergence de

nouveaux variants continue de ralentir le processus de réouverture.

Le ton moins accommodant de la Fed est clairement positif, car il réduit la probabilité que les économies traversent une période de surchauffe durable. Il permet également d'ancrer les anticipations d'inflation à des niveaux plus bas tout en renforçant l'opinion selon laquelle les pressions inflationnistes

LE THÈME DU MOIS

sont de nature plus temporaire. Dans l'ensemble, ce positionnement est très positif pour les marchés émergents, car il réduit considérablement le risque extrême de hausse des taux.

Bien que les valorisations des actions émergentes ne soient plus déprimées en valeur absolue, elles restent très attractives dans un contexte mondial, en particulier pour les investisseurs à long terme. Les bénéfices ont commencé à rebondir dans le sillage de la croissance économique, mais restent nettement inférieurs aux niveaux de 2019. La normalisation des bénéfices et de la rentabilité devrait rester favorable aux marchés.

Dans une perspective à plus long terme, nous continuons de penser que l'amélioration de la discipline en matière de dépenses d'investissement, l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs et l'augmentation du taux de distribution devraient aider les économies émergentes à réduire la volatilité économique et bénéficiaire.

Notre plus grande conviction géographique est l'Inde, car le marché semble être au début d'un cycle de hausse des bénéfices. Nous sommes également optimistes à l'égard de la Russie compte tenu de sa résilience macroéconomique, de la crédibilité de sa Banque centrale et des valorisations attractives. Parallèlement, nous faisons preuve de prudence à l'égard de la Chine dans un contexte de durcissement des conditions réglementaires, mettant en péril les bénéfices et les multiples. Nous sommes également prudents à l'égard du Mexique compte tenu de la détérioration des fondamentaux du fait de la mauvaise gestion de la pandémie par le gouvernement. En termes sectoriels, notre idée privilégiée est la consommation discrétionnaire, soutenue par la réouverture du commerce mondial et les valorisations attractives. En revanche, les secteurs que nous aimons le moins sont la santé et les biens de consommation de base.

Achévé de rédiger le 28/09/2021

THÉMATIQUE



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



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Après l'envolée de l'endettement pour lutter contre la pandémie, certaines tendances au désendettement se dessinent

Marchés obligataires: les déterminants des prochains mois

Les marchés des obligations souveraines de la zone euro et des États-Unis n'ont que partiellement corrigé la baisse enregistrée au cours de l'été. La baisse des rendements a été provoquée par les inquiétudes liées à la croissance mondiale et l'abondance de liquidités. Comment les investisseurs obligataires peuvent-ils se positionner aujourd'hui ?

Les rendements à long terme ont baissé malgré la reprise post-crise soutenue, les chiffres élevés de l'inflation et les anticipations des intervenants de marché selon lesquels les achats d'actifs des banques centrales pourraient progressivement ralentir dans un avenir proche. La baisse des rendements s'explique par les inquiétudes entourant la croissance mondiale et l'abondance des liquidités. En effet, les États-Unis et la Chine ont montré des signes de ralentissement, ce qui a incité les investisseurs à revoir à la baisse leurs prévisions de croissance.

Nous avons identifié trois questions importantes pour les investisseurs obligataires :

- 1 L'économie mondiale a dépassé le pic de la reprise post-pandémie et le ralentissement après cette reprise en forme de V est bien sûr inévitable. À quel point ce ralentissement sera-t-il fluide ?
- 2 Les chiffres de l'inflation ont surpris les investisseurs à la hausse. Quelle est la clé du débat sur l'inflation ? Faut-il considérer la hausse actuelle de l'inflation comme transitoire ?
- 3 Quel sera l'impact de cette crise sur la croissance potentielle ?

La forme du ralentissement mondial après le pic de la reprise sera déterminante. La croissance mondiale est attendue à 6 % en 2021, avec un ralentissement à 4,1 % en 2022. Trois facteurs seront à surveiller : la pandémie de Covid-19, le ralentissement de l'économie chinoise et le désendettement post-Covid des économies.

- **La pandémie continuera de peser sur la croissance et de maintenir le niveau d'incertitude élevé.** Le taux de vaccination reste faible dans les pays émergents. La région Asie-Pacifique a adopté une approche zéro-tolérance à l'égard des nouveaux cas de Covid et se montre disposée à imposer de nouveaux confinements. L'activité des services en Chine « plonge » après les flambées de coronavirus. En Amérique du Nord et en Europe, le variant Delta a moins d'impact sur la mobilité et les conditions d'activité mais devrait toutefois prolonger les goulots d'étranglement de l'offre qui pèsent sur la reprise en limitant l'offre, le réapprovisionnement et l'investissement. De plus en plus d'entreprises dans de nombreux secteurs sont soumises à des contraintes d'offre. Les coûts de transport depuis la Chine vers l'Europe et les États-Unis ont augmenté de sept à dix fois au cours de l'année écoulée. Les délais de livraison se sont allongés à des niveaux plutôt extrêmes.
- **Le ralentissement de l'économie chinoise doit être surveillé.** Outre l'impact de la pandémie, l'activité économique chinoise pourrait être affectée par la volonté du gouvernement de mettre en œuvre des changements structurels. La croissance chinoise au cours de la dernière décennie a

eu un coût : hausse de la dette et inégalités sociales. La pandémie a ainsi entraîné une hausse de l'endettement de 30 % et une mise en évidence des inégalités sociales

- Ces derniers mois, la recherche d'une « prospérité commune » est devenue un thème récurrent des discussions politiques chinoises. Le gouvernement chinois ne privilégie pas la croissance comme il a pu le faire auparavant, mais tente plutôt de freiner le capitalisme débridé, qu'il s'agisse de la puissance des grandes entreprises technologiques ou de l'accroissement des inégalités économiques. Ces changements structurels sont positifs pour la croissance à moyen terme, mais ils pourraient se faire au détriment de la croissance à court terme. En effet, la Chine a déjà fait de sa campagne de réduction de la dette une priorité pour 2021 et ce ralentissement de la croissance du crédit contribue directement à la baisse de l'activité.
- Evergrande est une conséquence de ces changements politiques. Le durcissement de la réglementation dans l'immobilier et les conditions d'octroi de crédits ont accentué les difficultés du deuxième promoteur du pays. En Chine, le secteur de l'immobilier au sens large représente près de 30 % du produit intérieur brut. Pour Pékin, les enjeux sont importants : limiter les excès d'un secteur surendetté sans provoquer un effondrement général.

THÉMATIQUE

Les marchés du travail sont la clé du débat sur l'inflation

La liquidité a joué un rôle clé dans la récente baisse des taux

- **Après l'envolée de la dette pour lutter contre la pandémie, certaines tendances de désendettement apparaissent également dans les économies développées :** (1) les gouvernements réduisent leur soutien avec l'expiration des allocations chômage et des aides aux

entreprises (2) les entreprises utilisent massivement leurs bénéfices pour réduire leur endettement et (3) l'épargne des ménages accumulée durant la pandémie est utilisée pour acheter des actifs et rembourser les dettes de carte de crédit plutôt que pour consommer.

La flambée de l'inflation durera plus longtemps que prévu. Les marchés du travail jouent un rôle clé.

- **L'envolée de l'inflation a, jusqu'à présent, été une affaire de croissance et de Covid qui durera plus longtemps que prévu.** La hausse de l'inflation résulte en grande partie des distorsions causées par la Covid : un petit ensemble de postes tels que les voitures d'occasion et l'hébergement de vacances expliquent la plupart des hausses de prix observées ces derniers mois. Toutefois, nous pensons que les perturbations actuelles de la chaîne d'approvisionnement vont durer jusqu'à la fin 2022 et que le niveau historiquement bas des stocks devrait également doper la demande l'année prochaine.
- À moyen terme, la bataille contre le changement climatique et les transformations économiques en cours joueront également un rôle clé dans la trajectoire de l'inflation.
- **Le risque est qu'en cas de poursuite de la hausse des prix, les consommateurs ajustent leurs attentes et exigent des hausses de salaire plus importantes.** Ce mécanisme pourrait créer une boucle prix-salaires qui s'autoalimente. Ce cercle vicieux déstabiliserait l'économie et nécessiterait l'intervention des banquiers centraux.

Pour la Fed, la voie est étroite : elle doit normaliser sa politique monétaire afin de ne pas paraître trop en retard et alimenter les déséquilibres financiers, sans provoquer de correction des actifs risqués et une crise de solvabilité compte tenu du niveau d'endettement de l'économie.

- **Rester trop longtemps derrière la courbe pourrait être un risque pour la trajectoire d'inflation avec un risque de perte de crédibilité.** Powell a reconnu que l'inflation est élevée, mais la hausse de l'inflation a continué d'être considérée comme temporaire. Selon les membres du FOMC, l'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif de 2 % de la Fed sur l'horizon de prévision (à 2,1 % pour 2024).
- **Ces taux d'intérêt réels historiquement bas contribuent à l'accumulation de déséquilibres financiers.** Des taux d'intérêt réels historiquement bas contribuent à l'accumulation de déséquilibres financiers, notamment des niveaux record de fusions-acquisitions et de rachats d'actions, une forte activité sur le marché primaire américain, la flambée des prix de l'immobilier aux États-Unis, des inégalités accrues, etc. Une normalisation trop brutale de la politique monétaire présente un risque de correction des actifs et de hausse des taux de défaut compte tenu des niveaux record des prix des actifs et de la dette. En effet, la valeur nette des ménages américains en pourcentage du revenu disponible a atteint de nouveaux sommets.

Marché des taux : la liquidité et les facteurs techniques ont joué un rôle majeur. Les rendements réels ont atteint des plus bas historiques malgré la reprise.

Les inquiétudes sur la croissance mondiale expliquent une bonne partie de la baisse des taux américains, néanmoins les facteurs techniques (liquidité, flux et positionnement) ont également joué un rôle important dans la forte baisse des rendements depuis le deuxième trimestre.

Depuis février, le département du Trésor américain a utilisé un montant considérable de ses liquidités déposées auprès de la Fed au compte général du Trésor (Treasury General Account - TGA) pour financer le déficit. Le solde de trésorerie du Trésor est passé de

1 568 milliards de dollars mi-février à moins de 100 milliards de dollars ! Lorsque le Trésor américain utilise le TGA, il en transfère les liquidités au système bancaire. Les réserves de change des banques se sont envolées, le QE et la liquidité du TGA ayant entraîné une nouvelle hausse de la liquidité mondiale et une quête généralisée de rendements, soutenant un net rebond des actifs risqués et des emprunts d'État américains.

THÉMATIQUE

La hausse des rendements à long terme sera limitée par le niveau élevé d'endettement

Demande soutenue pour les obligations américaines

Les rendements réels aux plus bas historiques malgré l'offre record d'obligations illustrent la forte demande pour les obligations américaines. L'offre nette d'obligations au marché (c'est-à-dire hors achats de la Fed) a atteint le record historique de 1 700 milliards de dollars. Les taux réels sont quant à eux restés obstinément bas malgré la reprise, atteignant même un plus bas historique de -1,20 % fin juillet.

Les banques américaines ont bien sûr été une forte source de demande. Les dépôts bancaires ont fortement augmenté, mais les clients des banques contractent moins de crédits. Les entreprises et les ménages disposant de liquidités abondantes, leur volonté d'emprunt s'est affaiblie et le variant Delta complique les plans de réouverture. Par conséquent, les banques n'ont eu guère d'autre choix que d'acheter de la dette publique plutôt que de conserver tous les dépôts excédentaires en liquidités. Au cours

des derniers mois, les banques ont acheté un montant record de bons du Trésor. D'autre part, la Fed gère l'abondance de liquidités par le biais de la facilité RRP qui a récemment atteint des niveaux record.

Une autre source importante de demande a été l'augmentation des entrées nettes de capitaux dans les fonds communs de placement obligataires américains et les fonds indiciels cotés. Une part importante de l'épargne des ménages, qui s'est accrue pendant la pandémie, a été utilisée pour acheter des actifs financiers. Malgré l'anticipation que les craintes inflationnistes éroderaient l'attrait des fonds obligataires, les fonds communs de placement obligataires et les fonds indiciels cotés ont contribué à hauteur de 372 milliards de dollars au premier semestre (contre 446 milliards de dollars de collecte pour l'ensemble de l'année 2020 et 459 milliards de dollars en 2019).

Prime de terme faible

Après le récent rebond des obligations, la prime de terme a atteint des niveaux très bas. Les marchés financiers semblent penser que les taux d'intérêt réels neutres sont extrêmement bas. Le taux réel à 5 ans dans

5 ans qui est un indicateur de l'estimation du taux neutre par le marché s'élève actuellement à -0,40 %. Un niveau aussi bas n'est pas soutenable et indique une forte surévaluation.

Nous anticipons une hausse modérée des rendements au cours des prochains mois

Nous anticipons une diminution de l'impact de la liquidité sur le marché obligataire au cours des prochains mois avec le ralentissement des achats de la Fed et la fin de la baisse des liquidités du département du Trésor américain. Par conséquent, les rendements devraient augmenter. La Fed prépare le terrain à un retrait des mesures de soutien et si l'économie progresse comme prévu, elle pourra entamer un cycle de resserrement sans nuire à l'économie. Ce point d'inflexion de la politique monétaire devrait également

contribuer à la hausse des rendements à long terme. La politique budgétaire devrait également jouer un rôle, car nous nous attendons à ce que des plans budgétaires supplémentaires soient votés avant la fin de l'année. Cependant, la remontée des taux longs sera limitée par le désendettement post-Covid des économies et le niveau élevé d'endettement.

Achévé de rédiger le 01/10/2021

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. Le scénario central suppose que le dosage macroéconomique et l'amélioration des fondamentaux soutiendront la reprise et les marchés. Au-delà de 18 mois, nous anticipons un retour de la croissance américaine à son potentiel dans un contexte de régime d'inflation plus élevée, tandis que les pressions stagflationnistes se renforcent, notamment en Europe. Les valorisations étant chères et la dynamique économique s'essouffant, les performances ajustées du risque des actions sont attendues en baisse. Nous envisageons à présent l'apparition de variants résistants aux vaccins ou de problèmes liés à la vaccination comme autant de risques pesant sur le scénario central.

SCÉNARIO BAISSIER 25 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession avec inflation	Reprise multi-vitesses	Reprise durable et inclusive
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> ☠ Reprise compromise par les restrictions sanitaires malgré le succès des campagnes de vaccination ➤ Retour de la croissance des économies avancées (EA) à son potentiel (ou en dessous), malgré le soutien budgétaire ➤ Persistance des pressions inflationnistes en raison de goulots d'étranglement durables des chaînes d'approvisionnement ➤ Le ralentissement de la Chine et les changements réglementaires ont un impact sur les EA ▲ Durcissement des conditions financières exacerbant les fragilités économiques et financières ● Chute des prévisions de croissance à moyen terme et hausse des taux d'intérêt compromettant la viabilité de la dette publique et limitant le soutien budgétaire ● Protectionnisme et démondialisation impactant le commerce et les chaînes de valeur ● Pressions stagflationnistes exacerbées par le désendettement et les goulots d'étranglement 	<ul style="list-style-type: none"> ☠ Reprise forte mais inégale et à plusieurs vitesses en 2022, suivie d'un léger ralentissement en 2023. ● Dosage macroéconomique favorable permettant de stabiliser les ratios dette/PIB ● Normalisation progressive des politiques monétaires des EA, en commençant par la Fed ➤ Réduction de l'écart de prime de croissance entre les ME et les EA (relance budgétaire des États-Unis et ralentissement de la Chine) ➤ La croissance et l'inflation américaines ont culminé au T2 et se normalisent progressivement ; la croissance de la ZE et l'inflation culmineront au deuxième semestre ; en Chine croissance négative au T3, faible au T4 et rebond au T1 2022. ▲ Dilution du déploiement du NGEU, malgré l'engagement politique ● Recul du risque de solvabilité, grâce à la dynamique positive des bénéficiaires des entreprises, à leur processus actif de désendettement et à la faiblesse des coûts de financement ✳ Hausse des tensions sociales et politiques en raison des inégalités de revenus et de richesses 	<ul style="list-style-type: none"> ☠ Reprise mondiale complète grâce aux campagnes de vaccinations de masse ➤ Réduction de l'écart entre le secteur manufacturier et les services ➤ Dynamisme de la consommation porté par l'épargne et l'augmentation du revenu disponible ▲ La normalisation de la Fed est très graduelle malgré la reprise du marché de l'emploi et les pressions salariales aux États-Unis ▲ Succès de la mise en œuvre du NGEU ● Cercle vertueux de croissance et d'inflation sans surchauffe mondiale ✳ Reprise inclusive et durable ● Croissance potentielle plus élevée grâce aux gains de productivité induits par les développements verts et numériques et cycliques

☠ Sujets liés au Covid-19

➤ Perspectives de croissance et d'inflation

● Politique monétaire et budgétaire

▲ Plans de relance ou conditions financières

● Solvabilité des émetteurs privés et publics

● Régime économique ou financier

✳ Sujets sociaux ou liés au climat

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

SCÉNARIO BAISSIER 25 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession avec inflation	Reprise multi-vitesses	Reprise durable et inclusive
Répercussions sur les marchés	Répercussions sur les marchés	Répercussions sur les marchés
<ul style="list-style-type: none"> – Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain – Miser sur les stratégies de volatilité minimum – Or 	<ul style="list-style-type: none"> – Rendements anticipés, ajustés en fonction du risque, plus faibles en raison des valorisations élevées et du ralentissement de la croissance. – Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents – Préférence pour les valeurs de style momentum et Qualité – Couverture de l'inflation via l'or, les obligations indexées sur l'inflation et les actions – Préférence pour un positionnement de type « Barbell » pour les devises – Émergents : prudence à court terme. Scénario de revenu et de croissance à long terme intact 	<ul style="list-style-type: none"> – Pentification descendante de la courbe des bons du Trésor américain – Préférence pour les actifs risqués cycliques et décotés – Préférence pour les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsible Investment Intelligence*

La quatrième vague, redoutée après l'été dans l'hémisphère Nord, ne semble pas s'être propagée, malgré le taux de transmission élevé du variant Delta. Au contraire, d'après les dernières données de l'OMS, le nombre hebdomadaire de cas est désormais en baisse. L'Europe et les États-Unis ont enregistré une reprise de fin août à fin septembre, mais sans commune mesure avec les vagues précédentes. Le taux de mortalité est également en baisse (avec, selon l'OMS, une moyenne mondiale proche de 1,6 %). Le nombre de décès dus au Covid-19 chez les personnes qui avaient reçu les deux doses de vaccin et avec un premier test PCR positif au moins 14 jours après la deuxième dose de vaccin est très faible dans toutes les régions. Le risque d'apparition d'un nouveau variant, plus dangereux, ne peut être exclu, pour autant, la principale préoccupation est désormais le faible niveau de vaccination dans de nombreux pays émergents et l'absence de progrès dans certaines économies avancées, comme les États-Unis, où seulement 56 % de la population est entièrement vaccinée. Dans les pays à faible revenu, les retards peuvent s'expliquer par les problèmes de logistique et d'accords commerciaux. En revanche, la lenteur des progrès aux États-Unis s'explique par le manque de confiance dans la science et le système de santé. Il est donc peu probable que l'immunité collective soit atteinte à brève échéance et la pandémie sera encore présente pendant plusieurs trimestres.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les probabilités des risques du scénario central. Nous considérons les risques liés au Covid-19, comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

RISQUE ÉCONOMIQUE 20 %

- **Pandémie 2.0**
 - Malgré les vaccinations de masse, une 4^e vague de Covid-19 se déclenche. De nouveaux variants rendant les vaccins existants inefficaces nuisent à la reprise économique (nouveaux confinements ou nouvelles restrictions de déplacements).
 - Les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement se poursuivent et les pressions sur les coûts des matières premières mènent à la récession des bénéfices des entreprises
- **Resserrement mondial du crédit**
 - À mesure que les prévisions d'inflation augmentent, la Fed et les autres banques centrales des pays développés pourraient resserrer les conditions de financement plus tôt que prévu et nuire à la reprise
 - Une mauvaise communication de la part des banques centrales pourrait être source d'incertitude
- **Une reprise qui s'étend sur la durée avec de multiples rechutes** pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier

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

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

RISQUE FINANCIER 20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

- **« Paix froide » USA et UE vs Chine**
 - Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine
 - Des sanctions, des exigences réglementaires de déclaration et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
 - Les pays européens pourraient se ranger derrière les États-Unis au mépris de leurs intérêts économiques
 - Perte d'influence des États-Unis après la sortie de l'Afghanistan
 - Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan
- **Le vote populiste européen** en France ou en Italie en raison de la crise de la Covid-19 et des effets d'hystérèse sous-estimés sur le marché du travail pourrait conduire à une nouvelle fragmentation de l'UE
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
 - à la gestion chaotique de la crise épidémique et au niveau de la dette publique
 - à la hausse des prix des denrées alimentaires provoquant un mouvement de contestation dans les ME similaire à celui du printemps arabe
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

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

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Mise à jour mensuelle : le feu est passé du vert à l'orange pour le contexte économique



Retournement effectué



Retournement imminent



Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique a progressé à un rythme soutenu au troisième trimestre dans la zone euro, bénéficiant de l'assouplissement des restrictions sanitaires pendant l'été. La croissance devrait rester forte, malgré un ralentissement progressif signalé par les indicateurs avancés et les données prospectives. Le consensus continue de s'ajuster à la baisse et les surprises économiques restent négatives.
- L'activité économique aux États-Unis continue de croître à un rythme soutenu, mais d'après les prévisions, les taux de croissance devraient progressivement se modérer, comme le confirme l'aplatissement actuel des indicateurs avancés et des données prospectives. L'indice CESI reste en territoire négatif, car les données prospectives et réelles n'ont pas apporté de bonnes surprises. Le consensus continue de se modérer, mais reste en territoire positif.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- La plupart des actions se sont stabilisées à des plus hauts historiques alors que la reprise des bénéfices commençait à se consolider, que les valorisations paraissaient chères et que les bénéfices sont devenus plus sensibles aux révisions à la baisse.
- Les injections de liquidités de la BC sont désormais le seul argument pour justifier les niveaux élevés des marchés, mais le début de la réduction des dispositifs de soutien devrait ébranler la complaisance des investisseurs.
- Les PER sont supérieurs aux moyennes historiques en valeurs absolues.



FACTEURS TECHNIQUES

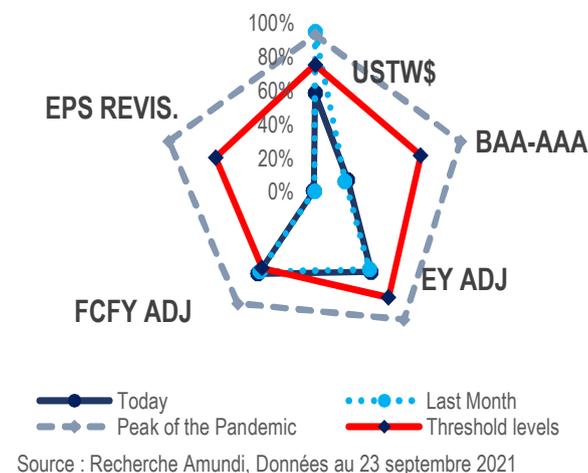
- Certains indicateurs de notre boîte à outils technique ont évolué au cours du mois dernier.
- Les RSI étaient en territoire de surachat, mais sont passés en territoire moins tendu après un récent repli.
- Les facteurs techniques restent contrastés et sans biais directionnel au moment de la rédaction.

SENTIMENT

- Dans un contexte de durcissement attendu de la politique monétaire de la Fed, d'inquiétudes quant au défaut de paiement d'Evergrande et de ralentissement de la dynamique de croissance, la volatilité des actifs risqués a augmenté en septembre et l'appétit pour le risque s'est modéré par rapport au mois dernier.
- Toutefois, la plupart des mesures du sentiment de risque que nous suivons sont encore loin des niveaux d'aversion au risque et continuent de signaler 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 font plus que compenser à la fois le dollar et la baisse des surprises économiques (qui constitue clairement un premier signe de rotation des risques).
- Les investisseurs institutionnels ont réduit leur exposition au risque avant le sommet de Jackson Hole le mois dernier et sont désormais neutres avec un biais long sur le risque.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Recherche Amundi, Données au 23 septembre 2021

La perception du risque de l'indicateur CAST augmente, mais nous sommes loin d'un signal structurel d'aversion au risque. Les banques centrales maintiennent les primes de risque de crédit à des niveaux bas et les révisions de bénéfices contrebalancent le signal d'aversion au risque émis par le dollar. La visibilité sur les prochaines étapes est toutefois en train 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.

MÉTHODOLOGIE

— Scénarios

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

— Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des 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.

POINTS CLÉS

1 Plafond de la dette américaine et programme politique des démocrates

- Le plafond de la dette américaine et les plans d'infrastructure de Joe Biden sont autant de sources de tensions au Congrès qui nuisent à la visibilité à court terme pour les investisseurs.
- Les démocrates progressistes veulent lier le projet de loi sur les infrastructures aux dépenses sociales, ce à quoi les démocrates conservateurs s'opposent.
- Le programme budgétaire des démocrates est fonction de leurs chances de succès aux élections de mi-mandat de l'an prochain. À ce stade, il est probable que les républicains reprennent le contrôle du Sénat.
- Les démocrates pourraient donc essayer de faire passer un maximum de réformes budgétaires et de dépenses d'infrastructure pour faire valoir leur impact avant l'élection.

2 La BCE recalibre son soutien sans le réduire

- La BCE devrait maintenir ses dispositifs de relance jusqu'en 2022, afin de soutenir les efforts du NGEU sur le plan budgétaire et pour s'assurer que l'économie retrouve sa trajectoire d'avant-Covid.
- Nous tablons sur un soutien monétaire fort tant que la fragmentation économique persiste.
- Les projections d'inflation restent bien en deçà de l'objectif. D'après le pilotage des anticipations de la BCE, les taux à court terme devraient rester ancrés aux planchers actuels pendant plus longtemps.
- La BCE a annoncé qu'elle se prononcerait en décembre sur le PEPP et les TLTRO.
- Nous avons déplacé notre objectif de rendement du Bund allemand à 10 ans de $-0,10/+0,10\%$ à $-0,40/-0,20\%$.

Conséquences en matière d'investissement :

- Position légèrement courte sur la durée des obligations souveraines de la zone euro.
- Légère pentification de la courbe.

3 Hausse des prix de l'énergie et perspectives d'inflation dans la zone euro

- La hausse des coûts de l'énergie due à l'explosion de la demande post-pandémie se heurte à la limitation de l'offre. L'augmentation du coût des émissions de CO₂ pour les entreprises, un phénomène préexistant dans certains pays d'Europe, devrait faire progresser l'inflation dans les prochains trimestres.
- L'impact final sur les prix à la consommation et les factures énergétiques des ménages dépendra de la manière dont les gouvernements limiteront les effets de transmission sur les prix réglementés. Actuellement, pour la zone euro, nous estimons l'impact à environ $+0,3\%$ sur le taux d'inflation moyen, concentré davantage en 2022. Sous réserve de nouveaux chocs, l'inflation devrait encore atteindre un pic au quatrième trimestre et diminuer jusqu'en 2023, mais le pic sera plus élevé (nettement supérieur à 3%) et les pressions légèrement plus persistantes.

4 Rotation des styles : place au momentum et à la qualité

- La baisse des rendements obligataires et la bonne tenue de la saison des résultats ont permis aux actions des États-Unis et de l'UEM d'atteindre de nouveaux sommets.
- Sous la surface, le pic de croissance, les surprises économiques négatives, l'incertitude liée au Covid et la baisse potentielle du soutien économique soulèvent des points d'interrogation et poussent à une consolidation cycliques/défensives et valeurs décotées/de croissance.
- Une partie de la rotation est également due à la maturation du cycle aux États-Unis.

Conséquences en matière d'investissement :

- Nous faisons place au momentum et à la qualité pour les actions américaines et européennes. En effet, ces styles sont les gagnants habituels en deuxième phase de cycle économique et permettent de jouer la valeur relative.
- Après leur rééquilibrage en mai, les indices Momentum sont devenus des substituts pour les cycliques/défensives.

5 Gestion diversifiée en Chine : positif sur les actions et le crédit

- Le sentiment semble se stabiliser après les chocs liés au durcissement réglementaire. Les perspectives de crédit sont soutenues par l'assouplissement budgétaire.
- En ce qui concerne les flux, l'impulsion du crédit (c'est-à-dire les nouveaux crédits) se stabilise et laisse son point bas derrière elle.
- Amélioration des perspectives de liquidité : après la révision à la baisse de la croissance, nous prévoyons une nouvelle réduction globale du ratio des réserves obligatoires (RRR) de 50 points de base au quatrième trimestre et éliminons les 10 points de base de hausse de taux précédemment anticipés pour début 2022.
- Aucune baisse de taux n'est attendue, étant donné que le ralentissement du crédit était principalement dû à des facteurs d'offre, à savoir le durcissement de la réglementation sur les secteurs du logement et de la dette des administrations locales.

Conséquences en matière d'investissement :

- Rester positif sur les actions. Préférer les actions H aux actions A. Renforcement du HSCEI et réduction du HSI et du MSCI China.
- Maintien de l'exposition au crédit, préférence pour l'IG de durée longue (5 à 10 ans).
- Neutre sur les taux.

6 Mise à jour du super cycle des matières premières : potentiel de hausse à moyen terme

- Après la pandémie, les prix ont rattrapé la croissance mondiale. Il est possible que le cycle des stocks, toujours déprimé, soit le moteur d'une tendance haussière prolongée à moyen terme.

Conséquences en matière d'investissement :

- Positionnement long sur les matières premières à moyen terme.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Nous pensons que les pénuries des chaînes d'approvisionnement et les pressions sur les marchés du travail devraient s'atténuer plus tard en 2021 et l'année prochaine. Mais les valorisations sont extrêmes dans certains segments et il est donc de plus en plus nécessaire de faire preuve de sélectivité et de se concentrer sur la valeur relative. Il convient également de ne pas oublier les possibles hausses d'impôts et de se tenir à l'écart des entreprises qui pourraient être pénalisées par les réglementations mises en place pour lutter contre l'évasion fiscale.
	Actions US Value	+		Nous maintenons notre préférence pour les valeurs décotées qui bénéficient de la légère augmentation des rendements de base, des vaccinations et de la poursuite de la reprise, même si le rebond se stabilise par rapport aux pics de croissance. La sélection est donc indispensable et il convient d'éviter les valeurs décotées cycliques pour se concentrer davantage sur les valeurs décotées de qualité.
	Actions US Croissance	-		Nous pensons que l'affaiblissement récent de la dynamique de croissance a conduit les valeurs de croissance à surperformer, mais leurs valorisations sont supérieures aux moyennes à long terme. À mesure que les taux augmentent et que les niveaux de vaccination s'améliorent, cet écart devrait se réduire, ce qui plaide en faveur d'une approche prudente sur ce segment.
	Europe	=		L'Europe continue de sortir de la crise et l'on s'attend à ce que la croissance culmine avant la fin de l'année. Cependant, l'inflation (énergie et alimentation) semble se renforcer sur fond de transition vers les énergies propres. Dans cet environnement, nous confirmons la rotation vers les valeurs décotées, mais recommandons aux investisseurs de voir plus large et d'inclure des titres présentant des caractéristiques de qualité, ESG (les gagnants ESG de demain) et de dividendes. De manière générale, l'accent doit être mis sur la sélection et le pouvoir de fixation des prix.
	Japon	=		Les marchés japonais ont été marqués par l'incertitude en raison d'une nouvelle flambée épidémique, mais les valorisations relatives sont attractives. Nous pensons que le pays devrait finir par rattraper son retard, grâce à la faiblesse du yen et aux thèmes des actions décotées et des dividendes.
	Marchés émergents	=		Les valorisations sont attractives et la dynamique de redressement des bénéfiques reste forte dans les pays émergents dans un contexte de poursuite des campagnes de vaccination et de réouverture. Nous sommes positifs vis-à-vis de pays comme l'Inde et la Russie, dont le potentiel de consommation intérieure est important. En termes sectoriels, nous voyons d'un bon œil les secteurs de la consommation discrétionnaire, de l'immobilier et des services de communication, en continuant à privilégier les actions décotées/cycliques par rapport aux actions de croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les rendements des bons du Trésor américain restent faibles par rapport à la dynamique de la croissance économique et aux chiffres réels de l'inflation, ce qui indique que les marchés ont intégré le scénario d'inflation transitoire. Toutefois, bien que nous ayons abaissé notre objectif de rendement pour le 10 ans, nous pensons que la trajectoire des rendements core sera ascendante à mesure que la Fed normalisera sa politique et que l'épargne et la consommation insatisfaite entreront en jeu. Nous restons prudents, mais conservons un positionnement flexible. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) offrent des rendements réels convenables, mais nous restons attentifs aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous préférons la dette à courte échéance et les scénarios idiosyncrasiques (plutôt que l'exposition au marché) en raison des risques liés à la hausse des rendements core. Nous restons donc sélectifs et vigilants à mesure que la reprise économique se poursuit, en tenant compte des signes suggérant que le pic de croissance est passé. Nous sommes positifs sur les prêts hypothécaires d'agence, mais nous pensons qu'il convient d'être à l'affût de tout signe de faiblesse au moment où les plans de réduction des dispositifs de soutien de la Fed se poursuivent.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Dans un contexte d'offre abondante cette année et d'amélioration de la liquidité, les valorisations dans ce segment restent élevées, car les coûts d'emprunt pour les entreprises HY restent faibles. Il convient de chercher à limiter le bêta des portefeuilles et de recourir plutôt à la sélection de crédit pour identifier les entreprises dont les indicateurs de crédit s'améliorent, ce qui permet de trouver un équilibre entre revenu supplémentaire et qualité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Compte tenu de la reprise en cours dans la région, des chiffres de l'inflation et des perspectives de réduction du soutien de la BCE dans l'avenir proche, nous maintenons un positionnement prudent sur la dette souveraine core et semi-core d'Europe. Nous prenons acte des événements politiques clés dans la région et restons flexibles et vigilants. En revanche, nous sommes constructifs sur la dette des pays périphériques, notamment celle de l'Italie, en raison des perspectives de croissance optimistes et du maintien de l'orientation accommodante de la BCE.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous constatons des signes d'amélioration générale de l'environnement de crédit, car les perspectives de notation restent stables et le ratio dette nette/EBITDA est en baisse. Nous pensons que les titres notés BBB et la dette financière subordonnée se trouvent dans une position idéale et offrent de meilleurs profils risque/rendement que les titres mieux notés. Nous restons toutefois sélectifs et privilégions les instruments à maturité plus courte et les secteurs liés à la reprise cyclique.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le segment HY présente des opportunités sélectives à mesure que nous explorons les entreprises présentant un potentiel de compression des spreads et des profils ESG solides. Nous recherchons également les étoiles montantes et les titres de dette subordonnée qui pourraient voir leur notation relevée et une amélioration de leurs fondamentaux. Nous évitons en revanche les profils de risque asymétriques, dont les prix pourraient être affectés par les variations des rendements core.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous préférons le risque de crédit en devises fortes et restons constructifs à moyen terme avec un biais pour le HY par rapport à l'IG. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, même si les <i>spreads</i> ne semblent pas bon marché en termes absolus, ils semblent attractifs par rapport aux options alternatives.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons attentifs aux vents contraires qui résulteraient d'un resserrement de la politique monétaire des marchés développés. En Chine, nous pensons que la PBoC et le gouvernement s'efforceront d'éviter toute contagion et tout assèchement de la liquidité. De manière générale, nous sommes sélectifs et étudions les pays émergents où les cycles de resserrement touchent à leur fin, comme la Russie, mais nous restons globalement pessimistes quant à la durée.
AUTRES	Matières premières			Une reconstitution des stocks mondiaux et de possibles pénuries d'approvisionnement pourraient, à moyen terme, être positives pour les matières premières (comme les métaux de base). Les métaux précieux comme l'or pourraient connaître une certaine volatilité à mesure que la Fed normalise sa politique, entraînant une hausse des taux réels. Toutefois, si la dynamique de croissance ralentit l'an prochain, le métal jaune pourrait enregistrer une hausse.
	Devises			Le ralentissement de la croissance mondiale et la normalisation de la politique de la Fed sont susceptibles de soutenir le dollar, en particulier face aux pays à faible rendement (EUR, JPY, CHF). Nous restons toutefois constructifs à court terme sur certaines monnaies cycliques (NOK, GBP, CAD) dont les banques centrales devraient devancer la Fed, dont les valorisations sont favorables et dont la trajectoire de croissance semble vigoureuse.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 26 septembre 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 28/09/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Monde	-3,3	6,0	4,1	3,3	2,6	3,6	3,6	3,2
Pays développés	-5,1	5,1	3,7	2,0	0,8	2,8	2,5	2,1
États-Unis	-3,4	6,0	3,6	2,0	1,3	4,3	3,2	2,7
Japon	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Royaume-Uni	-9,8	6,6	4,7	2,4	0,9	2,4	3,6	2,3
Zone euro	-6,5	4,7	4,1	2,3	0,3	2,4	2,1	1,8
Allemagne	-4,9	2,9	3,9	2,0	0,4	3,1	2,1	1,7
France	-8,0	6,2	3,8	1,9	0,5	2,0	2,3	1,8
Italie	-8,9	6,1	4,6	1,8	-0,1	1,7	2,2	1,7
Espagne	-10,8	6,3	6,2	3,3	-0,3	2,5	2,3	1,8

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** l'économie ralentit progressivement vers un rythme de croissance plus durable, bien qu'à un rythme toujours supérieur au potentiel. Les indicateurs à haute fréquence indiquent un aplatissement de l'activité au T3, probablement dû en partie à l'affaiblissement du soutien budgétaire et à la résurgence du virus. Pourtant, les perspectives de la consommation américaine et de la demande intérieure restent solides à mesure que le marché du travail s'améliore progressivement. L'inflation devrait rester supérieure à 3 % (IPC officiel) jusqu'à mi-2022, sans remettre en cause nos perspectives pour la Fed. Les négociations continuent d'avancer sur le plafond de la dette et la taille du plan d'infrastructure.
- Zone euro :** après une surprise positive au T2, l'économie de la zone euro devrait à nouveau afficher un PIB solide au T3, même si les indicateurs à haute fréquence indiquent désormais un aplatissement des niveaux qui restent inférieurs à ceux d'avant la crise. La reprise du secteur des services reste à la traîne à l'instar de la consommation des services. Pour l'avenir, la mise en œuvre du plan NGEU soutiendra une croissance au-dessus du potentiel, pour une reprise plus rapide vers les niveaux d'avant la pandémie (d'ici la mi 2022). L'inflation continuera d'augmenter dans toute la zone euro, bénéficiant d'une nouvelle hausse des prix du gaz et de l'énergie, notamment à l'approche de la saison hivernale. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation pour 2022.
- Japon :** le variant Delta et les contraintes de chaîne d'approvisionnement ont perturbé la reprise japonaise au T3. L'état d'urgence a été élargi, entraînant une baisse de la mobilité et de la confiance des ménages, tandis que le secteur automobile a dû réduire la production en raison des goulets d'étranglement de l'offre de composants. Les chiffres de l'inflation restent négatifs en raison du changement ponctuel de base et de l'évolution au préalable des frais de téléphonie mobile. Cela étant, les perspectives se sont améliorées à mesure que la réouverture se rapproche. Le pays est en passe d'atteindre un taux de vaccination complet de 75 % en octobre, ouvrant la voie à une levée des règles de distanciation sociale.
- Royaume-Uni :** malgré la propagation du variant Delta, l'économie britannique progresse sur sa trajectoire de redressement, même si les indicateurs d'activité montrent un aplatissement sous les niveaux d'avant la pandémie, en ligne avec ce qui se passe dans d'autres pays européens. Le marché du travail s'améliore, mais avec la fin des programmes de chômage partiel, il sera crucial de voir les développements du mois prochain pour évaluer l'impact total sur la demande intérieure. L'économie devrait connaître une période plus marquée d'inflation supérieure à l'objectif à court terme, la reprise rapide de la demande ayant érodé les capacités inutilisées, tandis que l'énergie et d'autres effets de base persistent au-delà des goulets d'étranglement de l'offre.

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

	29-09 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,13	0/0,25	0,24
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,47
Japon	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,03
RU	0,10	0,10	0,11	0,35	0,59

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
BCE Conseil des gouverneurs	28 octobre
Banque du Japon MPM	28 octobre
Réserve fédérale FOMC	3 novembre
Banque d'Angleterre MPC	4 novembre

Source : Recherche Amundi

- Fed** : lors de la réunion du FOMC de septembre, le président Jerome Powell a indiqué que le processus de réduction du programme d'achats d'actifs pourrait commencer dès novembre, l'objectif étant d'y mettre fin d'ici 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 prévisions médianes relatives aux taux d'intérêt des membres du FOMC ont augmenté plus que ce qu'anticipait le consensus. Cette évolution à la hausse des prévisions montre que la Fed est de plus en plus sûre de commencer à relever ses taux vers la fin de 2022 ou en début 2023 au rythme de trois à quatre hausses par an. M. Powell s'est montré plus sévère à l'égard de l'inflation qu'à Jackson Hole. Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse sur l'horizon de prévision, avec un indice PCE sous-jacent 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 surprend à la hausse en 2022, la première hausse de taux pourrait avoir lieu en fin 2022.
- BCE** : lors de sa réunion de septembre, la BCE a annoncé un recalibrage du PEPP pour le reste de l'année, reportant à décembre toute décision concernant le QE en 2022. Une trajectoire seulement « modérément décroissante » devrait impliquer un ralentissement au T4 à des niveaux plus élevés qu'au T1, probablement proches d'une trajectoire mensuelle de 70 milliards d'euros. Une baisse du niveau des achats par rapport aux 80 milliards d'euros du T2 et du T3 serait cohérente avec la combinaison des conditions de financement actuelles et de l'amélioration de la situation macroéconomique. Nous nous attendons à ce que la BCE maintienne son attitude accommodante et ses dispositifs de soutien au-delà de mars 2022 par l'intermédiaire, essentiellement, d'une hausse de son programme d'achat d'actifs.
- BoJ** : comme anticipé, la BoJ a maintenu ses politiques inchangées lors de la réunion de politique monétaire de septembre, notant que certaines exportations et productions avaient été affectées par des contraintes liées à l'offre. Nous nous attendons à ce que la BoJ maintienne le statu quo tandis que les autres banques centrales des pays développés avanceront dans leurs projets de réduction des achats plus tard dans l'année. Il est trop tôt pour que la BoJ ouvre le débat sur une normalisation de sa politique, la reprise économique du Japon ayant été plus lente que celle des autres pays développés tandis que l'inflation reste négative. Cette dernière devrait progressivement s'accélérer à moyen terme, mais reste encore bien loin de l'objectif de 2 %.
- BoE** : lors de sa dernière réunion, le Comité de politique monétaire a décidé de maintenir inchangé l'ensemble du programme d'assouplissement quantitatif qui reste à déployer d'ici la fin de l'année, confirmant ainsi les mesures de relance en place, pour autant, le compte rendu de la réunion a surpris par le ton plus sévère de ses orientations prospectives, laissant entendre qu'un resserrement anticipé serait possible. Compte tenu de cette évolution, nous pensons que la BoE commencera à normaliser ses taux au troisième trimestre de l'année prochaine et qu'elle calibrera probablement le calendrier en fonction de l'évolution du marché du travail au cours des prochains mois, car la plupart des incertitudes portent encore sur l'impact de la fin du programme de chômage partiel sur les chiffres de l'emploi.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/09/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Monde	-3,3	6,0	4,1	3,3	2,6	3,6	3,6	3,2
Pays émergents	-2,0	6,7	4,4	4,2	3,9	4,2	4,4	4,0
Chine	2,3	8,3	4,9	4,8	2,5	0,9	2,1	1,7
Brésil	-4,1	5,3	1,2	1,6	3,2	8,0	6,2	3,5
Mexique	-8,3	6,3	2,7	2,0	3,4	5,4	3,9	4,1
Russie	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,1	4,6	4,0
Inde	-7,1	8,6	6,5	5,9	6,6	5,1	6,1	6,4
Indonésie	-2,0	3,5	4,3	4,9	2,0	1,6	2,9	3,4
Afrique de Sud	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,4	4,2	3,8
Turquie	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,3	13,1	10,2

Source: Recherche Amundi

- Chine :** les chiffres de la croissance ont largement surpris à la baisse au troisième trimestre, la seule exception étant l'export. Le durcissement des politiques, les restrictions volontaires (tolérance zéro face au Covid-19, dé-carbonisation) et la pénurie mondiale de semi-conducteurs ont tous contribué à ce ralentissement. Nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance et n'anticipons plus de retour de la croissance à la tendance au quatrième trimestre 2021. L'IPP du mois d'août a de nouveau surpris à la hausse et devrait rester élevé plus longtemps en raison des difficultés d'approvisionnement. Les pressions inflationnistes restent modérées, la consommation des services ayant été durement touchée.
- Indonésie :** le nombre de nouveaux cas de Covid a fortement diminué en août et septembre, ce qui a coïncidé avec une levée progressive des restrictions sanitaires. Les données relatives à la mobilité se sont fortement accélérées, mais la lenteur du processus de vaccination met en péril le processus de réouverture et, à terme, la dynamique de croissance à venir. Nous tablons sur une croissance annuelle de 3,5 % pour 2021, proche de la fourchette inférieure des prévisions officielles (3,5 %-4,3 %). La faiblesse de l'inflation (inférieure à 2,0 % en glissement annuel), la solidité des comptes extérieurs et la normalisation très progressive des conditions financières mondiales permettent à la Banque d'Indonésie de maintenir son attitude accommodante.
- Brésil :** la mobilité et l'économie se normalisent et se synchronisent grâce essentiellement à l'amélioration de la situation sanitaire. Nous anticipons une croissance du PIB de plus de 5 % cette année, mais les perspectives pour 2022 sont bien moins optimistes. Les pressions inflationnistes, qui sont le corollaire d'une croissance vigoureuse, mais aussi d'une série de chocs ponctuels sur l'offre de composants volatils et d'effets d'entraînement, ne s'atténuent pas (elles ont désormais atteint 10 % en glissement annuel) malgré une réponse monétaire agressive. Le gouvernement se concentre sur la résolution du trilemme budgétaire (élargissement de la Bolsa Familia, tout en restant sous le plafond des dépenses, ce qui impliquera probablement le report du paiement des dettes judiciaires du gouvernement fédéral - les precatórios - afin de rester sous le plafond), ce qui semble probable, mais non sans difficultés.
- Turquie :** malgré une inflation de 19,25 % en glissement annuel en août dernier, la CBRT a réduit ses taux de 100 points de base pour les ramener à 18 % et a supprimé de son communiqué toute allusion à un quelconque durcissement de la politique monétaire. La CBRT a justifié sa décision de réduire ses taux en invoquant le caractère transitoire des pressions inflationnistes et leur lien avec la réouverture des économies. Le CBRT a également déclaré que dans ce contexte, l'inflation sous-jacente, qui est effectivement légèrement plus faible (18,45 % en glissement annuel), était un indicateur plus pertinent que l'inflation globale. Nous pensons que les prochaines décisions de la CBRT dépendront dans une large mesure des pressions du marché sur la livre turque. Si ces dernières ne sont pas fortes, on peut s'attendre à de nouvelles baisses.

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

	28-09 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4,00	4,25	4,05	4,50	4,30
Brésil	6,25	8,75	8,35	8,75	8,35
Russie	6,75	7,00	7,00	6,75	6,45

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
RBI (Inde)	8 octobre
PBoC (Chine)	20 octobre
CBR (Russie)	22 octobre
BCB (Brésil)	26 octobre

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la PBoC a renouvelé la totalité de la facilité de prêt à moyen terme (MLF) en septembre et a augmenté ses opérations d'open market à leur niveau le plus élevé en huit mois à la veille du festival de la mi-automne. Nous nous attendons à ce que la banque centrale maintienne une liquidité souple sur le marché interbancaire et qu'elle réduise à nouveau le ratio des réserves obligatoires (RRR) en octobre. À elle seule, la réduction du RRR ne contribuera pas beaucoup à relancer la croissance, compte tenu des contraintes liées à l'allocation sectorielle du crédit et de la volonté de réduire l'intensité énergétique vers la fin de l'année, mais les autorités se sont montrées réticentes à assouplir davantage. Nous nous attendons à ce que les taux directeurs restent inchangés en parallèle d'un programme d'assouplissement ciblé pour les PME.
- RBI (Inde) :** dans un discours intéressant prononcé à la mi-septembre, le gouverneur adjoint de la RBI, M. Patra, a souligné l'importance du mot flexible dans son dispositif de « Cible d'inflation flexible ». Insistant sur l'importance du maintien d'une position accommodante, il a déclaré que « la flexibilité (...) en termes de mesure de la cible (d'inflation) en moyennes trimestrielles plutôt qu'en relevés mensuels distincts a bien fonctionné ». Une trajectoire progressive a été annoncée, l'inflation n'atteignant 4 % (niveau charnière de la cible) qu'au cours de l'exercice 2024 (5,7 % durant l'exercice 2022 et moins de 5 % durant l'exercice 2023). Cette trajectoire annoncée reste plus favorable que nos prévisions internes.
- BCB (Brésil) :** la banque centrale a procédé à une nouvelle hausse de 100 points de base (à 6,25 %) en septembre et a préannoncé une nouvelle hausse de 100 points de base pour sa prochaine réunion en octobre. La banque centrale a en outre reconnu que le taux directeur devait être porté à des niveaux récessifs (auparavant qualifiés de supérieurs à la neutralité) en raison des pressions inflationnistes qui ne montrent aucun signe d'apaisement, comme le confirment clairement les derniers chiffres de l'inflation (publiés en septembre pour le premier semestre). Nous partageons cet avis sur les risques (à la hausse) de l'inflation et anticipons une hausse des taux à 9 % en février (contre 8,50 % auparavant). Reste à savoir si quelque chose l'empêchera d'atteindre 10 % ! Bref, des perspectives économiques moins favorables et un pic d'inflation (en variation annuelle).
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau relevé son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 6,75 % le 10 septembre, les pressions inflationnistes se montrant persistantes et les prévisions d'inflation restant à des niveaux élevés sur plusieurs années. Si le PIB réel a retrouvé son niveau d'avant la crise au T2 2021, la croissance de la demande intérieure continue de dépasser celle de l'offre. La croissance du PIB réel est attendue entre 4 % et 4,5 % pour 2021. L'inflation a atteint 6,7 % en glissement annuel en août, contre 6,5 % en juillet, soit nettement au-dessus de l'objectif de 4 %. Selon la CBR, l'inflation annuelle devrait ralentir à 4-4,5 % en 2022 et rester proche de 4 % à partir de 2023. La CBR n'exclut pas de nouvelles hausses de taux à l'avenir. Pour l'heure, nous tablons sur une dernière hausse de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Nous anticipons désormais un durcissement du ton de la CBR, tandis que les excédents jumeaux soutiendront le rouble.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(28 septembre 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
États-Unis	-3,4	6,0	3,6	2,0	1,3	4,3	3,2	2,7
Japon	-4,9	2,4	2,6	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Zone euro	-6,5	4,7	4,1	2,3	0,3	2,4	2,1	1,8
Allemagne	-4,9	2,9	3,9	2,0	0,4	3,1	2,1	1,7
France	-8,0	6,2	3,8	1,9	0,5	2,0	2,3	1,8
Italie	-8,9	6,1	4,6	1,8	-0,1	1,7	2,2	1,7
Espagne	-10,8	6,3	6,2	3,3	-0,3	2,5	2,3	1,8
Royaume-Uni	-9,8	6,6	4,7	2,4	0,9	2,4	3,6	2,3
Chine	2,3	8,3	4,9	4,8	2,5	0,9	2,1	1,7
Brésil	-4,1	5,3	1,2	1,6	3,2	8,0	6,2	3,5
Mexique	-8,3	6,3	2,7	2,0	3,4	5,4	3,9	4,1
Russie	-3,1	4,2	2,6	2,5	3,4	6,1	4,6	4,0
Inde	-7,1	8,6	6,5	5,9	6,6	5,1	6,1	6,4
Indonésie	-2,0	3,5	4,3	4,9	2,0	1,6	2,9	3,4
Afrique du Sud	-6,9	4,6	2,7	2,3	3,2	4,4	4,2	3,8
Turquie	1,6	7,8	4,4	4,0	12,3	17,3	13,1	10,2
Pays développés	-5,1	5,1	3,7	2,0	0,8	2,8	2,5	2,1
Pays émergents	-2,0	6,7	4,4	4,2	3,9	4,2	4,4	4,0
Monde	-3,3	6,0	4,1	3,3	2,6	3,6	3,6	3,2

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	29/09 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,13	0/0,25	0,24
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,51	-0,50	-0,47
Japon	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,03
Royaume-Uni	0,10	0,10	0,11	0,35	0,59

Pays émergents

	28/09 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	4,05	4,50	4,30
Brésil	6,25	8,75	8,35	8,75	8,35
Russie	6,75	7,00	7,00	6,75	6,45

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	29/09 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,30	0,45/0,60	0,55	0,70/0,85	0,79
Allemagne	-0,69	-0,70/-0,55	-0,70	-0,70/-0,55	-0,71
Japon	-0,12	-0,20/-0,10	-0,13	-0,20/-0,10	-0,12
Royaume-Uni	0,39	0,3/0,5	0,51	0,5/0,65	0,60

Taux 10 ans

	29/09 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,51	1,6/1,8	1,65	1,8/2,0	1,77
Allemagne	-0,22	-0,3/-0,1	-0,13	-0,3/-0,1	-0,07
Japon	0,08	0/0,20	0,12	0/0,20	0,16
Royaume-Uni	0,97	0,9/1,1	1,07	1,1/1,3	1,14

Prévisions de change

	30/09/2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022
EUR/USD	1,16	1,14	1,18	1,14	1,19
USD/JPY	111	112	112	113	112
EUR/GBP	0,86	0,84	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,08	1,08	1,10	1,08	1,12
EUR/NOK	10,13	10,01	10,00	10,49	9,85
EUR/SEK	10,14	10,12	10,05	10,49	9,98
USD/CAD	1,27	1,26	1,24	1,28	1,22
AUD/USD	0,72	0,74	0,75	0,70	0,76
NZD/USD	0,69	0,70	0,72	0,67	0,73
USD/CNY	6,44	6,55	6,42	6,65	6,43

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 #8 - Une évaluation de rentrée du changement de régime (16-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #7 - Opening the Pandora's box of social risks: Consequences for investors (14-06-2021)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst

INSIGHTS PAPERS



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 - LODIEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - 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



Revisiting Quality Investing (30-06-2021)

Frédéric LEPETIT, Amina CHERIEF, Yannick LY, Takaya SEKINE - Quantitative Research

Robo-Advising for Small Investors: Evidence from Employee Savings Plans (07-06-2021)

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



La Chine sous les projecteurs: ce que les marchés doivent regarder (24-09-2021)

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

Elections allemandes: quel que soit le résultat, la logique de coalition devrait prévenir tout changement abrupt – la transition verte en ligne de mire (22-09-2021)

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

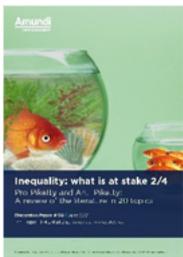
Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)

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

European equities: look for the winners to play the reflation trade, value revenge, and ESG disruption (07-07-2021)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of Value

DISCUSSION PAPERS



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 #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

ESG Thema #2 - EU Fit for 55 package (09-08-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - JANIN Simon, Head of Public Affairs - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

ESG Thema #1 - Introduction to Net Zero (29-07-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 1^{er} 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 1^{er} octobre 2021.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Martin Puddy

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche