



#06
Juin
2021

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Une frontière bien mince entre confiance et euphorie

LE THÈME DU MOIS

**Bilan des résultats du 1^{er} trimestre 2021 :
un rebond nettement plus fort que prévu qui augure
bien de l'ensemble de l'année**

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#06 - Juin 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Le temps de l'inflation

p. 3

Nous pensons être confrontés à un phénomène structurel quant à l'inflation, compte tenu des prévisions de forte croissance économique, du niveau considérable de la demande insatisfaite des consommateurs et du surplus d'épargne, ainsi que des pénuries d'approvisionnement. Nous sommes par ailleurs entrés dans un environnement incertain où la volatilité de l'inflation est plus élevée et où certains segments des marchés actions semblent tendus. Il convient, par conséquent, de réduire tactiquement le risque (risque neutre), en privilégiant une approche de type « barbell » avec, d'un côté, des valeurs cycliques et décotées, et de l'autre, des valeurs défensives. Côté obligations, nous recommandons un positionnement modérément acheteur sur le crédit, en réduisant la durée, en particulier aux États-Unis, mais en restant agile. De manière générale, le scénario « boucle d'or » intégré par les marchés et caractérisé par une faible inflation, semble peu probable.

Macro

Cuivre: déséquilibre offre/demande et impact prix p. 5

La hausse potentielle de la demande grâce aux mesures de relance budgétaire et à la transition vers des économies plus vertes, ainsi que la production encore concentrée, devraient soutenir les prix du cuivre à long terme.

Gestion diversifiée

Risque neutre pour l'instant, miser sur la valeur relative

p. 7

Nous pensons que la pause actuelle de la dynamique n'est pas un appel à une réduction structurelle du risque, mais plutôt un moyen pour les investisseurs d'évaluer où nous en sommes actuellement, de préserver les bonnes performances enregistrées jusqu'à présent et de trouver des points d'entrée attractifs à l'avenir.

Marchés obligataires

Une histoire de croissance, d'inflation et de taux réels

p. 9

Bien que les anticipations d'inflation soient en hausse, les taux réels restent négatifs. Les investisseurs doivent surveiller l'impact de la croissance économique sur les rendements nominaux et réels et conserver une opinion active sur la durée.

Actions

La rotation value, cyclique ne sera pas linéaire

p. 11

Dans un contexte inflationniste, les investisseurs devraient se concentrer sur les entreprises affichant des marges a et un fort pouvoir de fixation des prix, qui s'appuie sur les marques et la propriété intellectuelle.

Thématique Global views

Et si les démocrates parvenaient à faire passer l'impôt sur les plus-values?

p. 13

Depuis l'élection de Joe Biden, la plupart des observateurs ont été surpris par le fait que les démocrates ont réussi à faire adopter des mesures fiscales importantes malgré leur faible majorité. Nous pensons que la hausse de l'impôt sur les plus-values a de fortes chances d'être adoptée, en dépit de l'opposition des républicains. L'incidence des hausses de taxes précédentes sur les marchés à court et à long terme n'est pas évidente. Toutefois, combinée au ralentissement de la dynamique économique et aux craintes de durcissement de la Fed, son impact pourrait constituer un obstacle à court terme pour les actions américaines au 4^e trimestre de 2021.

Le thème du mois

Bilan des résultats du 1^{er} trimestre 2021: un rebond nettement plus fort que prévu qui augure bien de l'ensemble de l'année

p. 16

Le rebond des résultats au T1 a partout surpris par son ampleur. Ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021. Une nouvelle phase de hausse des marchés d'actions, tirée par les profits pourrait ainsi s'ouvrir. À plus court terme cependant, les marchés ayant déjà beaucoup progressé pourraient hésiter. Cette hésitation ne devrait toutefois pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois, et notamment celle des valeurs décotées.

Thématique

Évolution structurelle post-Covid dans les marchés développés: la volonté politique d'investir est forte aux États-Unis

p. 20

L'environnement macro-financier qui prévaudra après le fort rebond attendu de l'économie et de l'inflation attendu au second semestre est primordial pour les investisseurs obligataires. Ceux-ci doivent se demander si l'évolution des prix à la consommation est transitoire ou s'il s'agit d'un changement de régime, mais ils doivent avant tout se concentrer sur la durabilité de la croissance économique et notamment sur l'évolution des dépenses d'investissement. Or, la croissance économique américaine à long terme pourrait bénéficier d'une politique d'investissement (publique et privée) énergique et en fort contraste avec les politiques européennes. Nous nous pencherons donc ici sur l'implication de ces politiques pour les investisseurs en obligations.

Thématique

Le NGEU est (presque) prêt à être déployé: l'UE a fait sa part, aux États de jouer

p. 25

En aboutissant à la création du NGEU, la crise du Covid a fait franchir à la construction européenne une étape importante. Les montants engagés sont de taille à jouer un rôle décisif, à la fois pour accélérer la reprise cyclique (surtout dans les pays dits « périphériques ») et pour améliorer l'offre, mais leur absorption rapide et productive par les États constituera un défi majeur.

Thématique

Internationalisation du RMB: les marchés à nouveau à l'assaut du pouvoir

p. 28

Dans les premiers stades de l'internationalisation du RMB, les transactions en RMB se faisaient principalement dans le cadre de règlements commerciaux entre la Chine et les économies voisines. Mais à mesure que la Chine libéralise sa balance des capitaux et qu'elle déploie son projet de nouvelle route de la soie, les fonctions d'investissement et de financement du RMB ont explosé. Pour prospérer durant la prochaine phase d'internationalisation, nous pensons qu'il existe trois domaines (les nouveaux marchés à l'assaut du pouvoir) que Pékin a particulièrement intérêt à faire progresser: 1) l'ouverture des marchés financiers, 2) le rôle d'ancrage du RMB pour la nouvelle route de la soie, les économies asiatiques, 3) le développement d'infrastructures de nouvelle génération.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 32
> Principaux risques	p. 34
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 35
> Points clés de la Recherche	p. 37

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 38
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 40
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 43
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 44
> Publications récentes	p. 45

CIO VIEWS

Le temps de l'inflation



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

L'inflation est restée longtemps en sommeil, restant sous l'objectif et faible pendant des années, mais nous arrivons aujourd'hui à un moment délicat où l'inflation redevient un sujet clef pour les marchés financiers. **La question cruciale est de savoir s'il s'agit simplement d'une situation temporaire ou persistante, et il y a actuellement deux discours contradictoires en matière d'inflation.** Certaines voix affirment que l'inflation n'est que temporaire. En revanche, d'autres mettent en garde sur la possibilité que l'inflation devienne structurellement plus élevée que prévu initialement en raison de la croissance économique, des pressions haussières sur les salaires, de la relance budgétaire, de la forte demande des consommateurs et de l'augmentation des contraintes d'offre (du côté des matières premières). **Au final, un évènement structurel n'est qu'un évènement temporaire qui a duré. Nous pensons qu'il est peu probable que l'inflation se redresse seulement pendant quelques mois pour ensuite revenir rapidement à environ 2 %.** Nous pensons plutôt qu'il s'agit du début d'une période d'accélération de l'inflation et de croissance à moyen et long terme par rapport au consensus actuel. La Fed dispose d'une marge de manœuvre limitée pour les erreurs de politique monétaire, car la perte de contrôle de la courbe des taux est un risque croissant à ce stade. Nous présentons nos convictions ci-dessous :

- **Réduire tactiquement le risque, passant de modérément long à neutre.** Nous sommes entrés dans un environnement incertain et plus risqué - la volatilité augmente et la corrélation entre actions et obligations devient positive. Nous pensons qu'il est important de rester prudent et de prendre des bénéfices sur les actifs risqués. D'un point de vue stratégique, une exposition aux actions est justifiée dans un contexte de hausse de l'inflation et de volatilité de l'inflation. Sur les actions, les investisseurs devraient chercher une certaine protection contre l'éclatement de la bulle technologique. Cela implique d'être prudent à l'égard des actions sensibles aux taux d'intérêt, tout en privilégiant les actions à dividendes élevés et les actions exposées aux actifs réels. Les actions vont bien se comporter en termes absolus tant que l'inflation ne se déchaîne pas. Néanmoins, les performances ajustées du risque d'un portefeuille équilibré seront remises en cause par l'évolution de la corrélation actions-obligations (passage positif). Les investisseurs devraient privilégier les actifs à durée plus courte, le portage obligataire et de change, le rendement des flux de trésorerie des actions, l'immobilier, la valeur et le facteur de faible volatilité.
- **Actions : recherche d'une approche « barbell », privilégiant les actions sous-évaluées cycliques de qualité** d'un côté et les valeurs défensives de l'autre. En adoptant un positionnement tactique plus neutre sur les actions, les investisseurs devraient conserver une préférence pour les actions sous-évaluées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance, tout en l'équilibrant avec un positionnement défensif. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le marché devrait marquer une pause, au cours de laquelle nous pensons qu'il serait judicieux de privilégier la neutralité sur les actions, y compris sur des marchés plus cycliques comme les marchés émergents et l'Europe. Plus important encore, cette pause de marché pourrait contribuer à réduire encore les excès du marché et continuer à soutenir la rotation des valeurs de croissance vers les actions sous-évaluées.
- **Obligations : conserver une durée courte, active et légèrement longue sur le crédit.** Il s'agit de réduire la durée, notamment aux États-Unis et d'attendre que de meilleurs points d'entrée se présentent. Les investisseurs doivent être agiles dans la mise en œuvre de la durée à ce stade, car les phases de sous-réaction et de dépassement peuvent offrir des opportunités tactiques. Toutefois, tout en réduisant en partie leurs positions vendeuses le moment venu, les investisseurs devraient résister à la tentation de prendre des positions acheteuses sur la durée. Pour les années à venir, l'orientation des taux est à la hausse. La tendance ne sera pas linéaire, mais existe bien. Cela signifie,

Sentiment de risque global

Risk off < Risk on



Neutre à l'égard des actifs risqués pour prendre des bénéfices dans un environnement plus incertain compte tenu du risque d'inflation.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Réduire le risque à neutre sur les actions.
- ▶ Prudence accrue à l'égard de la durée américaine et neutre sur les obligations émergentes en gestion diversifiée.

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

CIO VIEWS

à la hausse. La tendance ne sera pas linéaire, mais existe bien. Cela signifie, côté obligations, que les investisseurs devraient chercher les opportunités sur les niveaux de courbe. Nous continuons ainsi à tabler sur une pentification de la courbe américaine et percevons des opportunités sur les actifs à durée courte à plus haut rendement, telles que les obligations à haut rendement et les obligations des marchés émergents avec un biais de durée courte.

- **Marchés émergents : face aux vulnérabilités, la Chine et l'Asie sont sur le devant de la scène.** Les marchés émergents devraient également être sous pression dans un contexte de hausse des rendements. Du côté du dollar, la tendance à moyen terme est à la baisse, le bilan de la Fed et la dynamique budgétaire américaine étant les facteurs dominants. Toutefois, les défis à court terme demeurent dans un monde émergent toujours caractérisé par le facteur vulnérabilité, avec un recul du commerce mondial et une hausse de l'inflation. La Chine et certains pays asiatiques seront les gagnants et leurs devises seront le principal canal d'ajustement des prix relatifs dans le nouveau régime. Le renminbi sera le Deutschmark de la région, ce qui se traduira par une hausse rapide des liquidités et des emprunts d'État en renminbi dans les portefeuilles mondiaux, en tant que réserve de valeur compte tenu de leurs performances réelles positives.

À l'avenir, les marchés devront compter avec l'inflation. Nous approchons de la fin de la première phase, caractérisée par de fortes rotations et menant au pic. Nous entrerons ensuite dans la deuxième phase, celle du pic. Cela reste relativement positif pour les investisseurs, car l'inflation n'est pas considérée comme une menace pour la croissance, mais comme un complément pour relancer les économies, mais plus nous nous enfonçons dans cette phase, plus le risque de mauvaises surprises est élevé. La prochaine étape consistera à savoir ce qu'il reste du pic (ce ne sera probablement pas le régime idéal qu'intègrent les marchés).

MACRO

Cuivre : déséquilibre offre/demande et impact sur les prix

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche
Cross Asset

La hausse potentielle de la demande grâce aux mesures de relance budgétaire et à la transition vers des économies plus vertes, ainsi que la production encore concentrée, devraient soutenir les prix du cuivre à long terme

La hausse de la demande mondiale et la faiblesse de la production spécifique à certains pays sont source d'un déséquilibre de long terme du marché du cuivre. La situation à long terme et les anticipations concernant la transition mondiale vers une économie verte entraîneront une pénurie structurelle et un prix beaucoup plus élevé du cuivre (18000,00 \$-20000,00 \$/tonne), même sans croissance économique supérieure à la moyenne mais simplement en supposant un retour à une croissance plus durable.

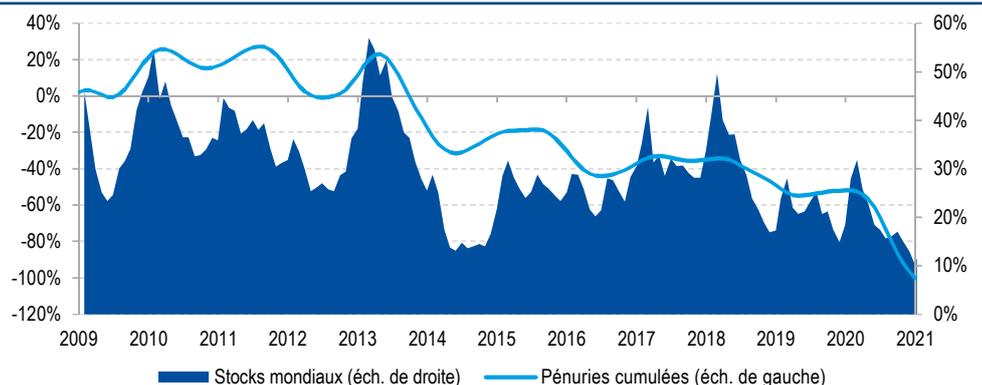
Après plusieurs années d'excès d'offre de matières premières industrielles, nous anticipons des pressions sur la demande sur ce marché en raison de plusieurs facteurs: les nouveaux plans budgétaires axés sur les plans d'infrastructures et liés à l'agenda vert se sont accélérés dans le monde entier, tandis que l'offre, ou en général, la production, est restée à la traîne en raison de la pandémie et des restrictions sanitaires dans les grands pays exportateurs.

La demande de cuivre devrait croître de 2 % par an au cours des 20 prochaines années, car il s'agit d'un métal nécessaire à la transition verte. Toutefois, la production aura du mal à suivre cette demande. En effet, la production reste concentrée dans quelques pays, exposant le marché aux goulets d'étranglement et aux pénuries, comme ce fut le cas récemment. Près

de 50 % de la production provient de quatre pays: Chili, Pérou, République du Congo et Zambie. La production globale pourrait être affectée par des risques idiosyncrasiques et des mécanismes de dépenses d'investissement qui ne sont pas entièrement intégrés.

En revanche, la demande est concentrée principalement en Chine, en Asie et dans les pays développés occidentaux les plus engagés dans la transition vers une économie plus verte, avec des changements systémiques à long terme plutôt que des programmes temporaires isolés. La grande vague de pénuries et de baisse des stocks a débuté en 2013 lorsque la Chine a commencé à accélérer sa transition vers un modèle de croissance plus équilibré et plus écologique. Toutefois, depuis 2020, les pénuries ont été exacerbées par la pandémie et les dispositifs de confinement affectant l'activité minière en Amérique latine.

La phase de pénurie la plus aiguë liée à la pandémie a été observée en janvier 2021, lorsque le ratio stocks/demande mondial est passé sous les 10 %, même si les derniers mois ont montré des signes de rééquilibrage du cycle des stocks. Les pénuries récentes étant essentiellement liées à un retard de production dû à des événements extraordinaires qui devraient s'avérer temporaires (propagation de la variante du Covid brésilien au Chili et au Pérou et grèves au Chili), un ralentissement du

Stocks mondiaux et pénuries de cuivre

Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 31 janvier 2021.
Pénuries cumulées = production cumulée/demande, Stocks mondiaux = stocks/demande

MACRO

rebond des prix des matières premières est probable à court terme.

À long terme toutefois, la prime de risque devrait être significativement positive. Au cours des cinq dernières années, les perspectives du cuivre ont été dominées par la morosité de la croissance économique en termes absolus. En effet, de manière générale, l'impact de la transition durable vers de nouveaux moteurs de croissance (principalement dans les marchés émergents internationaux) a été sous-estimé, ce qui pourrait avoir des répercussions dans la durée sur les facteurs de production impliqués. Aujourd'hui, le thème de la transition

verte prend le dessus et le prix ajusté des pénuries/stocks augmentera.

Les prévisions sectorielles annoncent une pénurie sur plusieurs années, avec un recalibrage de l'univers des métaux de base. Ce déséquilibre va accroître la pression, non seulement sur l'inflation et la croissance, mais aussi sur la recherche de nouvelles technologies pour assurer une croissance économique entièrement verte. **Du point de vue des investisseurs, elle se traduira par une prime de risque positive significative pour les métaux de base par rapport aux autres actifs risqués**

GESTION
DIVERSIFIÉE



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous pensons que la pause actuelle de la dynamique n'est pas un appel à une réduction structurelle du risque, mais plutôt un moyen pour les investisseurs d'évaluer où nous en sommes actuellement, de préserver les bonnes performances enregistrées jusqu'à présent et de trouver des points d'entrée attractifs à l'avenir

Risque neutre pour l'instant, miser sur la valeur relative

Les États-Unis et l'Europe devraient enregistrer une croissance solide cette année, ce qui nous permettra de rester dans le paradigme globalement pro-risque à moyen terme. Toutefois, nous insistions le mois dernier sur l'importance de rester vigilants sur les données prospectives et effectives, qui annonçaient une pause dans la dynamique économique. Aujourd'hui, nous confirmons un léger affaiblissement du sentiment et une hausse des chiffres de l'inflation, la barre pour surprendre positivement étant désormais placée bien plus haut. Par conséquent, **nous recommandons aux investisseurs de réduire tactiquement le risque à neutre et de chercher des points d'entrée plus tard, lorsque les valorisations seront plus attractives. Les investisseurs doivent adopter une approche agile de rendement total** permettant de sécuriser les performances face à l'inflation, dans une perspective globale de reprise pour l'année.

Des idées à conviction forte

Nous avons adopté une position neutre sur les actions, passant tactiquement d'une position constructive sur l'Europe et les marchés émergents à neutre. **Ce n'est pas un appel à une réduction du risque à long terme**, mais un moyen pour nous de voir comment les valorisations sont affectées par la hausse des prix des intrants (marges bénéficiaires) et les pressions haussières sur les taux américains et comment les

prévisions de bénéfices évoluent après une période où les marchés sont devenus complaisants. En ce qui concerne les actions émergentes, les risques de surprise inflationniste et de raffermissement du dollar constituent des vents contraires majeurs, du moins à court terme. Toutefois, nous restons légèrement positifs sur la Chine via Hong Kong.

En revanche, nous sommes désormais défensifs sur la duration américaine et neutres sur l'Europe, car les révisions sans précédent de la croissance économique aux États-Unis pourraient exercer une pression à la hausse sur les rendements des bons du Trésor américain à moyen terme, même si nous pensons que la trajectoire haussière sera plus lente que celle observée au T1. Par conséquent, le besoin de rester actif est élevé.

Nous maintenons notre vue reflationniste, car nous restons positifs à l'égard de l'inflation américaine et de la pentification de la courbe des taux britanniques (2-10 ans) en raison des progrès de la vaccination et de la réouverture de l'économie. La dette périphérique de la zone euro, en particulier le *spread* entre le 30 ans italien et allemand, continue d'offrir des rendements attractifs compte tenu de la solidité des fondamentaux et des facteurs techniques. La conjoncture économique mondiale et nos anticipations de reprise et de réouverture nous permettent d'être optimistes à l'égard des obligations

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.

UST = bons du Trésor américain, DM = marchés développés, ME = marchés émergents, IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

d'entreprise en euros, à la fois IG et HY, dans un contexte de fondamentaux favorables. Les obligations IG devraient bénéficier des achats d'obligations de la BCE, tandis que l'amélioration des perspectives de taux de défaut crée un environnement pour le haut rendement, même si la sélectivité est importante. Dans l'ensemble, le sentiment vis-à-vis du risque devient plus favorable à la classe d'actifs.

La dette émergente est un instrument pour doper le revenu des portefeuilles à long terme. Toutefois, pour l'instant, nous avons adopté une position neutre, la dette émergente étant désormais correctement valorisée.

En outre, la hausse des taux aux États-Unis et la diminution du différentiel de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés sont des sujets d'inquiétude, ainsi que le ralentissement du déploiement des vaccins et la faiblesse de la position budgétaire (explosion du ratio dette/PIB) de certains pays émergents. **Les devises sont un moyen essentiel pour les investisseurs de miser sur la valeur relative et la reflation, mais il convient de rester prêt à en ajuster le positionnement de manière sélective.** Par exemple, nous ne sommes plus optimistes à l'égard de la paire MXN/USD en raison de l'accroissement des risques intérieurs au Mexique et de ses fondamentaux économiques moins

attractifs. Toutefois, nous sommes positifs sur le panier de portage du rouble à l'euro et du réal brésilien au yen. En Asie, nous restons optimistes sur la paire KRW/EUR (cycle des semi-conducteurs) et CNH/EUR, en raison du rôle croissant de la Chine dans le commerce intra-asiatique.

Sur les marchés développés, nous sommes passés positifs sur le USD/JPY, le dollar étant susceptible d'être soutenu à court terme par les pressions haussières sur les rendements, tandis que le yen sera pénalisé par la faiblesse relative de la croissance japonaise. Nous avons maintenu notre panier de positions de change reflationnistes via la paire CAD/USD et NOK/EUR, mais restons prudents vis-à-vis du CHF face à la GBP et au CAD.

Risques et couvertures

Si le regain de tensions entre les États-Unis et la Chine devrait s'avérer transitoire, toute déception sur ce front pourrait entraîner une hausse de la volatilité. En outre, nous identifions également des risques au Royaume-Uni liés aux partis pro-indépendance en Écosse. Par conséquent, les investisseurs doivent maintenir des couvertures appropriées pour protéger leur exposition au crédit IG et aux taux américains par le biais de produits dérivés.

MARCHÉS
OBLIGATAIRESUne histoire de croissance, d'inflation
et de taux réels

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Bien que les anticipations d'inflation soient en hausse, les taux réels restent négatifs. Les investisseurs doivent surveiller l'impact de la croissance économique sur les rendements nominaux et réels et conserver une opinion active sur la duration

La reprise économique mondiale s'accélère, mais elle suscite également un débat sur l'inflation, notamment aux États-Unis. Malgré le récent dépassement de l'inflation, la Fed devrait en minimiser l'importance. Toutefois, les prix à la consommation et à la production sont en hausse et un regard sur les indices PMI révèle que les pressions sur les prix sont déjà présentes depuis quelque temps. Par conséquent, face au risque d'erreurs de politique monétaire, il est important de rester prudent et flexible sur la duration, tandis que le contexte reste favorable au crédit.

Obligations mondiales et européennes

Nous avons légèrement renforcé notre positionnement défensif sur la duration américaine, mais restons actifs sur l'ensemble de la courbe des taux afin de surveiller l'évolution des taux. Sur l'euro « core », nous restons prudents compte tenu des anticipations de pentification de la courbe, mais nous sommes optimistes à l'égard de la dette périphérique. Cette dernière offre des rendements attractifs et devrait être bien soutenue par la BCE. Nous sommes également optimistes vis-à-vis de la duration chinoise et australienne. Nous confirmons notre opinion positive

sur l'inflation aux États-Unis et en Europe, mais les investisseurs devraient chercher à diversifier cette stratégie par le biais des points morts d'inflation en Australie.

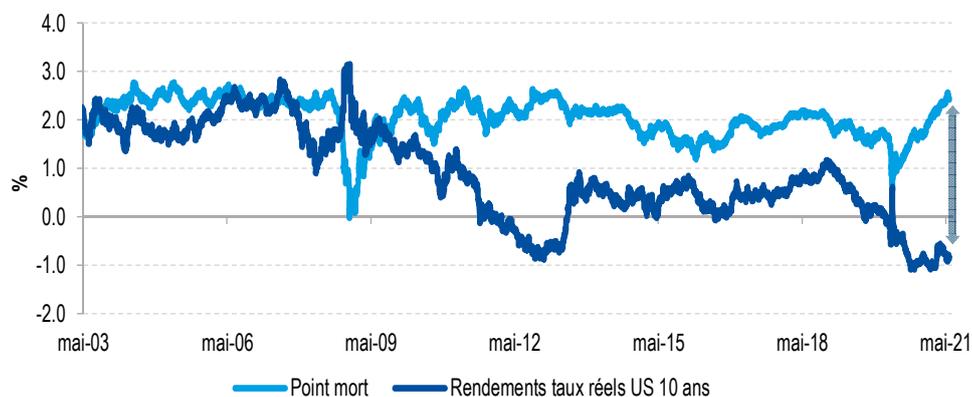
Sur le crédit, nous analysons les aspects ESG, le plan d'infrastructure américain et le rebond économique.

Les fondamentaux des entreprises s'améliorent, ce qui se traduit par une amélioration des perspectives de défaut. En outre, les investisseurs devraient ajuster leurs portefeuilles pour tenir compte du risque de hausse des taux lié à l'inflation en réduisant le risque de duration et en augmentant les *spreads* et la dette à duration courte, de sorte que le bêta global du crédit reste constant. Dans l'ensemble, nous privilégions la dette financière subordonnée et les secteurs cycliques (énergie, automobile) liés au rebond. Sur le segment IG en EUR, nous privilégions les titres notés BBB et sur le segment du haut rendement, nous recherchons un surplus de compression des *spreads*, tout en équilibrant le portage et la qualité.

Obligations américaines

Les dépenses budgétaires du président Biden donneront un coup de fouet à la croissance. En revanche, la vigueur de la demande, la pénurie d'offre et la baisse

Taux réels américains à 10 ans et point mort



Source : Amundi, Bloomberg, données au 17 mai 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

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

des stocks devraient entraîner une hausse de l'inflation. Par conséquent, les bons du Trésor américain subiront de nouvelles pressions, entraînant une pentification de la courbe. **Nous restons prudents, mais actifs sur la durée et surveillons l'évolution des taux nominaux, de l'inflation et des taux réels.** Les emprunts d'État indexés sur l'inflation restent bien soutenus. Les bons revenus des ménages et leur épargne nous permettent d'être positifs vis-à-vis des marchés de la consommation, des crédits hypothécaires résidentiels et du crédit titrisé, mais nous sommes sélectifs. La prise en compte des valorisations est extrêmement importante, en particulier pour les émetteurs privés et l'immobilier résidentiel, à un stade où la liquidité reste abondante. Enfin, nous sommes positifs à l'égard des obligations d'entreprise, mais évitons les titres volatils qui se sont redressés. Les pressions haussières sur les rendements core et l'inflation nous obligent à faire preuve de prudence vis-à-vis des risques de taux d'intérêt et de durée. Nous recommandons de limiter les durées longues sur le segment IG et de privilégier la dette à durée courte. Le haut rendement

offre un meilleur portage, mais la sélection est cruciale.

Obligations des marchés émergents

La lenteur des campagnes de vaccination, la recrudescence de la pandémie et la hausse des taux américains nous incitent à la prudence à court terme sur les obligations émergentes. Nous sommes défensifs sur la durée et prudents sur les taux locaux, avec un biais pour les durées courtes. Les *spreads* de la dette souveraine en devises fortes ont bien résisté dans un contexte de hausse des rendements américains, mais, au niveau actuel les obligations IG restent chères et les titres à haut rendement affichent des valorisations plus justes.

Devises

Nous avons encore revu à la hausse notre opinion positive vis-à-vis de l'USD compte tenu de la solide reprise économique du pays qui devrait pousser les rendements américains à la hausse. Toutefois, nous avons revu à la baisse notre opinion sur la parité GBP/EUR en raison des pressions qui pourraient découler d'un référendum écossais.

ACTIONS

La rotation value, cyclique ne sera pas linéaire



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte inflationniste, les investisseurs devraient se concentrer sur les entreprises affichant des marges a et un fort pouvoir de fixation des prix, qui s'appuie sur les marques et la propriété intellectuelle

Évaluation globale

Le déploiement des vaccins dans les pays en développement progresse et les économies réouvrent. Toutefois, les marchés semblent intégrer un scénario idéal où la croissance future des bénéfiques sera suffisamment forte pour compenser la hausse des prix des intrants. Cela signifie que les pressions inflationnistes devraient probablement être répercutées sur les consommateurs. Mais si la croissance déçoit - ce qui n'est pas notre scénario de base - les valorisations pourraient être affectées. Ceci indique que les investisseurs devraient maintenir un positionnement équilibré, avec un biais en faveur d'une normalisation. Mais ce que cela indique également, c'est que tous ne profiteront pas nécessairement de la reprise attendue. Une **analyse fondamentale bottom-up devrait aider les investisseurs à identifier les entreprises dont les activités n'ont pas été interrompues et celles présentant des bilans solides**, notamment dans les segments cycliques et sous-évalués.

Actions européennes

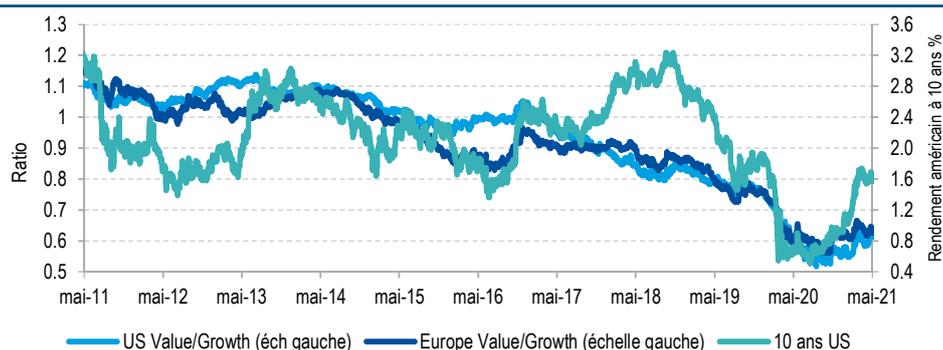
Les révisions des bénéfices en Europe ont été très favorables, toutefois la réaction des marchés laisse penser que beaucoup de bonnes nouvelles ont déjà été intégrées dans les cours. En conséquence il est important de sélectionner les valeurs et d'identifier les entreprises présentant un pouvoir

élevé de fixation des prix. Sans surprise, la composition des secteurs européens signifie que les secteurs cycliques et sous-évalués ont le plus souffert pendant la crise, alors que la croissance économique était faible. Mais cela signifie aussi que lorsque la croissance économique se redressera cette année, ces secteurs devraient bien se comporter, car la rotation conserve encore beaucoup de potentiel. Sur le plan sectoriel, nous sommes plus optimistes à l'égard des valeurs industrielles et maintenons notre biais en faveur des financières (potentiel de bénéfiques, qualité des actifs favorable, impact positif de la hausse des taux). En revanche, nous conservons des valeurs défensives de qualité (télécommunications), qui deviennent de plus en plus attractives et offrent un rendement élevé des flux de trésorerie. Nous sommes prudents dans les secteurs comme la technologie (sensibilité aux taux d'intérêt) et avons renforcé notre biais contre les valeurs discrétionnaires, dont les valorisations ne reflètent pas les fondamentaux.

Actions américaines

Lorsque les anticipations d'inflation dépassent la cible et que les valorisations sont élevées, **les marchés seront portés par la croissance des bénéfiques, les réouvertures et la rotation des principaux thèmes**. Déjà, les bénéfices et les perspectives des secteurs cycliques et sous-évalués ont

La rotation vers les actions sous-évaluées persistera, mais ne sera pas linéaire



Source : Amundi, Bloomberg, données au 19 mai 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

ACTIONS

suivi une trajectoire favorable, ce qui nous a incités à maintenir notre opinion positive sur ceux-ci. Mais il semble également que la sélection de valeurs devienne encore plus importante à mesure que les valorisations deviennent chères. Il est important de noter que **les actions sous-évaluées offrent également une couverture contre l'inflation**, les secteurs tels que la finance, l'énergie et les matériaux se situant au cœur de cette tendance. **Pour certaines valeurs de croissance**, la plupart des bonnes nouvelles ont déjà été intégrées dans les cours, confirmant notre prudence (*momentum* élevé, croissance élevée). Même si la technologie n'est pas attractive en termes de valorisations relatives, certaines tendances de long terme, positives et convaincantes, pourront retenir l'attention. En revanche, les anticipations de hausse des taux (coût du capital) nous amènent à penser que les segments défensifs ne sont pas bon marché, à l'exception de la santé. En effet, les réformes attendues pour

le secteur sont déjà intégrées dans les cours, mais seules les sociétés dotées d'une solide culture d'innovation seront en mesure de générer des rendements durables.

Actions émergentes

Les valorisations sont soutenues par la reprise économique et l'amélioration des bénéfices. Toutefois, les risques géopolitiques et idiosyncrasiques (Russie/Ukraine, manifestations en Amérique latine, tensions régionales en Asie) doivent être surveillés. Nous privilégions les titres décotés/cycliques par rapport aux valeurs de croissance dans un contexte d'anticipation de reprise. Sur le plan sectoriel, nous sommes plus positifs à l'égard de la consommation discrétionnaire, en raison de la réouverture, et moins positifs sur la technologie. En revanche, nous sommes plus prudents sur la santé en raison de valorisations élevées et restons défensifs sur les biens de consommation de base et les financières chinoises.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS**Et si les démocrates parvenaient à faire passer l'impôt sur les plus-values ?**

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

Les démocrates ne se soucient pas de trouver un compromis avec les républicains

Depuis l'élection de Joe Biden, la plupart des observateurs ont été surpris par le fait que les démocrates ont réussi à faire adopter des mesures fiscales importantes malgré leur faible majorité. Nous pensons que la hausse de l'impôt sur les plus-values a de fortes chances d'être adoptée, en dépit de l'opposition des républicains. L'incidence des hausses de taxes précédentes sur les marchés à court et à long terme n'est pas évidente. Toutefois, combinée au ralentissement de la dynamique économique et aux craintes de durcissement de la Fed, son impact pourrait constituer un obstacle à court terme pour les actions américaines au quatrième trimestre de 2021.

Lors de l'élection de Joe Biden en novembre dernier, les démocrates ne disposaient pas de la majorité au Sénat. Le consensus était alors que la nouvelle administration chercherait un compromis avec les républicains sur la politique budgétaire. Lorsque les démocrates remportèrent la majorité au Sénat début janvier, la conviction des observateurs ne changea pas. La majorité démocrate était considérée comme trop étroite pour faire passer toutes les promesses électorales d'autant que certains élus démocrates centristes étaient ouvertement opposés à certaines d'entre elles.

Ce n'est donc pas sans surprise que l'administration Biden parvint à faire passer son plan de relance de 1 900 milliards de dollars sans faire de compromis, alors que la plupart des observateurs tablaient sur un paquet entre 1 100 et 1 300 milliards de dollars. La seule proposition à laquelle les démocrates durent renoncer fut une mesure visant à augmenter le salaire minimum fédéral, car la procédure de « réconciliation » ne pouvait pas être utilisée pour faire passer une mesure qui n'affectait pas directement le budget.

Peu après, Joe Biden présenta son plan d'investissement en infrastructures, l'« American Jobs Plan », qui reprend nombre de ses engagements pris lors de la campagne présidentielle. Ce projet, qui représente près de 2 250 milliards de dollars sur 8 ans, devrait être financé par une augmentation équivalente de l'impôt sur les sociétés, mais sur une période de 15 ans. Joe Biden présenta ensuite la deuxième partie de son plan

de relance, doté de 1 800 milliards de dollars en nouvelles dépenses sociales sur 10 ans, financées par une hausse des impôts sur les ménages les plus riches. En parallèle, l'administration entend supprimer les avantages fiscaux accordés aux gérants du capital-investissement¹. Enfin, Joe Biden signa un décret visant à faire passer le salaire horaire minimum de 10,95 à 15 dollars dans les entreprises sous contrat avec le gouvernement fédéral.

Concrètement, les démocrates ne se soucient pas de trouver un compromis avec les républicains, qui sont naturellement très opposés à tous ces projets, notamment sur les questions de fiscalité.

Les conclusions du dernier recensement montrent que le pouvoir politique se déplace des États du Midwest et du Nord-Est vers ceux du Sud et de l'Ouest, puisque les sièges du Congrès et du Collège électoral sont réattribués en fonction de la population de chaque État. Nous pensons que cela devrait renforcer les démocrates dans leur stratégie. En effet, selon nos calculs, les États à dominante démocrate perdront trois sièges à la Chambre des représentants en 2022, tandis que les États à dominante républicaine en gagneront trois. Cela signifie que les démocrates pourraient perdre le contrôle de la Chambre avec cette nouvelle division en novembre 2022 : un signal d'alarme à ne pas négliger pour les démocrates.

Le recensement devrait donc les encourager à tenir leurs promesses

¹ En plus des salaires, ces gérants comptent fortement sur une part de l'appréciation des actifs (appelée *carried interest*). Ces bénéfices sont actuellement imposés en tant que plus-values sur le capital, à un taux bien inférieur au taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu appliqué aux salaires. Le plan Biden supprimerait cet avantage fiscal.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

électorales afin de consolider leur base électorale. Or l'une des mesures les plus emblématiques du programme démocrate **est la hausse de l'impôt sur les plus-values**, dont les effets distributifs sont significatifs. Dans ce contexte, nous pensons, contrairement à la plupart des observateurs, que cette mesure a de fortes chances d'être adoptée d'ici la fin de l'année.

L'impôt sur les plus-values pourrait-il pénaliser le marché boursier américain ?

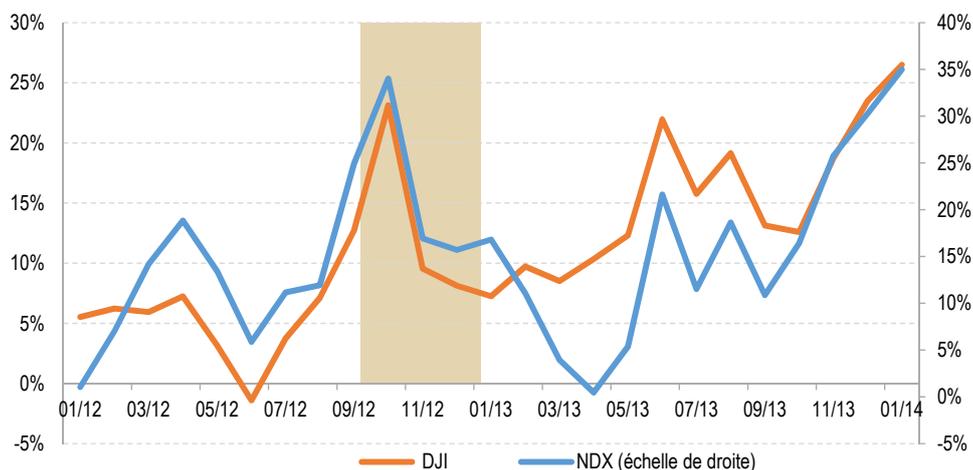
Il y a eu quatre hausses de l'impôt sur les plus-values aux États-Unis dans le passé récent : en 1969, 1976, 1987 et 2013. La hausse de 1976 s'était limitée à moins de 4 % alors que les trois autres ont avoisiné les 9 %, c'est-à-dire qu'elles sont comparables à celle actuellement envisagée par les démocrates. 1969, c'était il y a plus de 50 ans ! À l'époque, le taux d'épargne des ménages américains était de près de 10 % contre 2,5 % aujourd'hui et les actions américaines étaient en plein cycle baissier. Par conséquent, la comparaison avec la situation actuelle n'est peut-être pas très pertinente. Nous pouvons en revanche utiliser 1987 et 2013 comme points de référence.

Si l'on observe les performances du Dow Jones Industrial Average (DJI) et du Nasdaq 100 (NDX), on constate un point d'inflexion trois mois avant la date d'entrée en vigueur de l'impôt sur les plus-values, qui pourrait être lié (entre autres facteurs) à la décision

des investisseurs de prendre leurs bénéfices avant l'entrée en vigueur du nouveau taux d'imposition. Le NDX perdit 5 % au cours des trois derniers mois de 2012 contre 2 % pour le DJI. Un scénario similaire se répéta avant l'augmentation de l'impôt sur les plus-values en 1987, le NDX et le DJI perdant leur dynamique positive au cours des trois derniers mois de 1986, malgré une performance légèrement positive. Pourtant, en 2013 et en 1987, les deux indices se redressèrent rapidement, enregistrant des performances positives au premier semestre de l'année. Par conséquent, à supposer que la hausse d'impôt soit le principal facteur expliquant ces changements de performance, celle-ci n'aura joué qu'un rôle ponctuel avec des effets à court terme.

Si l'on présume une même dynamique de prises de bénéfices en cas de nouvelle hausse le 1^{er} janvier 2022, le marché boursier américain pourrait être confronté à des pressions baissières d'octobre à décembre 2021. Les investisseurs privés pourraient ensuite rétablir leurs positions au cours du premier trimestre, l'impact à plus long terme s'avérant plutôt marginal. À titre d'exemple, trois ans après les hausses de 1987 et de 2013, le DJI et le NDX étaient tous deux en hausse de 30 % à 76 %. On ne peut donc pas dire qu'à elle seule, l'augmentation des impôts ait eu un impact important. En revanche, combiné à un ralentissement de la dynamique économique et aux

Le dernier recensement montre que le pouvoir politique se déplace

1/ Performances des indices Dow Jones Industrial (DJI) et Nasdaq100 (NDX) (en GA %, mensuel, de janvier 2012 à janvier 2014)

Source : Recherche Amundi - Données au 25 mai 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Une hausse de l'impôt sur les plus-values pourrait avoir un impact sur les actions, en particulier sur celles ayant connu une forte hausse de leur cours

craintes de durcissement de la Fed, son impact pourrait s'avérer bien plus marqué.

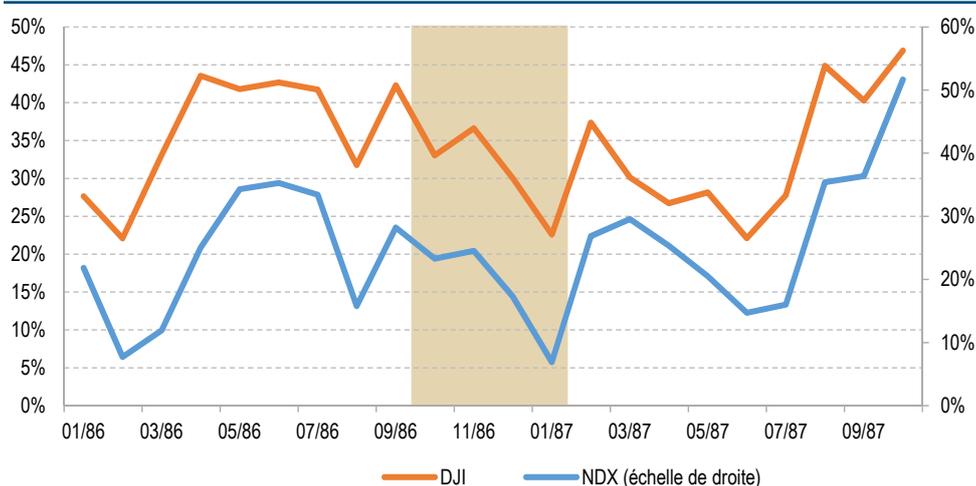
Une analyse de la performance des actions individuelles lors de la hausse de l'impôt sur les plus-values de 2013 (en utilisant les composants de l'indice Dow Jones Industrial) montre que certaines des valeurs les plus performantes de l'année 2012 subirent un repli entre octobre et la fin de l'année. Il existe toutefois plusieurs contre-exemples. Si l'on considère les performances des actions sur 1, 3, 5 et 10 ans avant l'événement, on constate que sur les 17 actions qui avaient enregistré une performance positive sur toutes les périodes, c'est-à-dire les actions dont la probabilité de gains cumulés importants était la plus élevée, seules 9 enregistrèrent une performance négative au cours des trois derniers mois de l'année. Parmi celles-ci figurent des entreprises comme Apple, McDonald's, Wall Mart ou Disney, sans parti pris sectoriel spécifique. 50 % est insuffisant pour tirer des conclusions, on notera néanmoins que la plupart des actions dont les performances avaient été décevantes avant la hausse des impôts surperformèrent l'indice au cours de la période de trois mois. Nous considérons donc qu'il y a un certain impact.

Une hausse de l'impôt sur les plus-values pourrait avoir un impact sur les actions ou les secteurs du marché américain qui ont enregistré de très bonnes performances au cours des dernières années. Cet impact pourrait être plus marqué au niveau des titres individuels que des indices. Certaines valeurs comme Tesla ou Apple, par exemple, pourraient en souffrir. Son impact devrait toutefois être limité et de courte durée et, si l'histoire se répète, rien n'indique que cette hausse aura un impact négatif à long terme sur le marché boursier américain.

Mais le problème est peut-être ailleurs. L'impôt sur les plus-values sera limité aux revenus supérieurs à 1 million de dollars par an, soit 0,7 % des ménages américains. Ces investisseurs ont accès aux marchés boursiers, bien sûr, mais aussi à un large éventail de produits d'investissement tels que les fonds de capital-investissement ou les fonds alternatifs, de plus, les bonnes performances des obligations souveraines et du crédit pourraient également entrer dans l'équation. Il est donc possible que la taxe sur les plus-values déclenche un mouvement de sortie des marchés actions.

Achévé de rédiger le 25 mai 2021

2/ Performances des indices Dow Jones Industrial (DJI) et Nasdaq 100 (NDX) (en GA %, hebdomadaire, de janvier 1986 à octobre 1987)



Source : Recherche Amundi - Données au 25 mai 2021

LE THÈME DU MOIS

Bilan des résultats du 1^{er} trimestre 2021 : un rebond nettement plus fort que prévu qui augure bien de l'ensemble de l'année

Debora DELBO',
Macro-Stratégiste
Marchés Emergents



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie
sur les Marchés Développés



Ibra WANE,
Stratégiste Recherche Actions
Senior

Le rebond des résultats au T1 a partout surpris par son ampleur. Ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021. Une nouvelle phase de hausse des marchés d'actions, tirée par les profits pourrait ainsi s'ouvrir. À plus court terme cependant, les marchés ayant déjà beaucoup progressé pourraient hésiter. Cette hésitation ne devrait toutefois pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois, et notamment celle des valeurs décotées.

Le rebond des résultats d'entreprises au T1 a partout surpris par son ampleur. Ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021. À moyen terme, une nouvelle phase de hausse des marchés d'actions, moins forte mais plus fondamentale, semble donc sur le point de s'ouvrir où la croissance des profits tiendrait un rôle plus central. À plus court terme, de nombreux marqueurs de la reprise s'acheminant vers leur paroxysme, les marchés qui ont déjà beaucoup progressé pourraient cependant devenir plus hésitants. Cette hésitation ne devrait pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois. Dans un contexte où le redémarrage devrait se généraliser, il semble donc opportun de conserver un biais plutôt pro-cyclique et surtout de favoriser les valeurs décotées. De même, la sélection des titres deviendra de plus en plus décisive. À la primauté du Beta devrait succéder celle de l'Alpha.

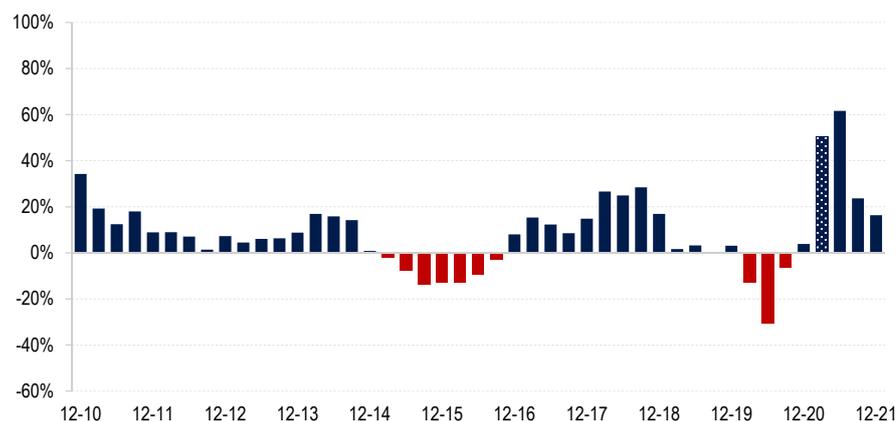
S&P 500 : Un T1 impressionnant, aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de résultats !

Au 14 mai, 91 % des entreprises du S&P 500 ont déjà publié leurs comptes, et

ceux-ci se sont révélés très nettement supérieurs aux attentes. Au niveau des ventes tout d'abord, après -1 % l'an dernier, celles-ci se sont envolées de +13 % au T1 2021, au lieu de +9 % attendus au 1^{er} avril, au tout début des publications. De même, sur le plan des résultats, ceux-ci ont bondi de +51 % au T1 alors que le consensus ne visait que +16 % en début d'année, puis +24 % au 1^{er} avril. Ce rebond est d'autant plus significatif que les résultats du T1 2020 (-13 %) n'avaient pas encore subi de plein fouet l'impact du Covid 19. Ces résultats sont donc non seulement supérieurs à ceux de l'an dernier, mais surtout 31 % au-dessus de ceux de la période pré-Covid du T1 2019. Alors que l'économie américaine vient tout juste de retrouver ses niveaux antérieurs à la pandémie, l'ampleur du rebond des chiffres d'affaires (+13 %) et des résultats (+51 %) du S&P 500 au T1 2021 est donc tout simplement impressionnante.

D'un secteur à l'autre, les évolutions ont toutefois été très fragmentées. Ainsi, les résultats des Financières et de la Consommation discrétionnaire se sont non seulement distingués à la hausse

1/ S&P 500 : Résultats trimestriels (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 14 mai 2021

LE THÈME DU MOIS

À l'issue de cet excellent T1, le consensus des BPA en année pleine du S&P 500 a été revu de +26 % à +35 %

avec respectivement +138 % et +191 %, mais ont également fait beaucoup mieux qu'attendu début avril (+69 % et +99 %). En sens inverse, sans surprise, les Utilities (-1 %), l'Immobilier (+6 %) et la Consommation courante (+7 %) ferment la marche. Plus inattendu, la Santé, qui est un secteur défensif, a progressé encore très fort au T1 2021 (+27 %) alors qu'elle s'était déjà distinguée l'an dernier (+7 %). En sens inverse, l'Industrie déçoit. Ce secteur cyclique dont les résultats avaient chuté au T1 2020 (-33 %) n'est en effet pas encore parvenu à redémarrer au T1 2021 (+1 %).

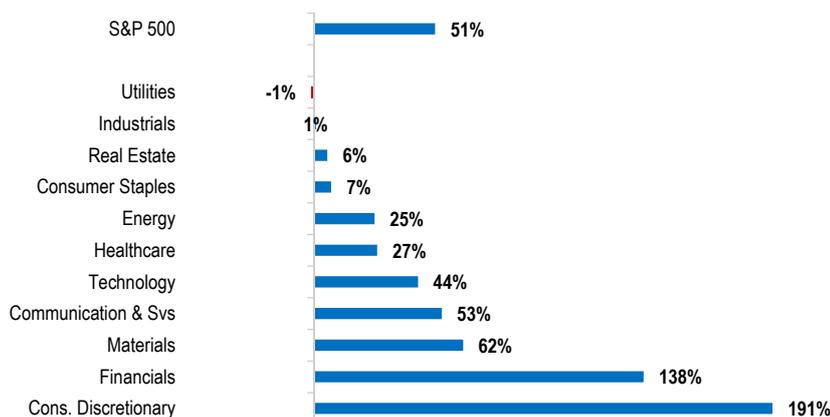
Enfin, une fois de plus, les fameux GAFAM ont fait une démonstration de force. Collectivement, les résultats de Google (+166 %), Apple (+119 %), Facebook (+93 %), Amazon (+215 %) et Microsoft (+39 %) ont plus que doublé (+104 %) alors qu'à la veille de leurs annonces, le consensus tablait à peine sur la moitié de cela (+48 %). Ces excellents résultats

des GAFAM n'ont pourtant guère été salués. Si Google et Facebook ont tiré leur épingle du jeu, deux semaines après leurs publications, les GAFAM ont en moyenne sous performé de 1 %. Entre la généralisation de la reprise économique et la pression haussière sur les taux d'intérêt, l'enthousiasme pour les valeurs de croissance ou de qualité s'est en effet amoindri et s'est déplacé en faveur des valeurs cycliques, décotées et des financières.

Dans la foulée de cet excellent 1^{er} trimestre, le consensus en année pleine du S&P 500 a été revu à la hausse passant de +26 % à +35 %. Du fait des effets de base et du poids respectif des différents trimestres, ceci suppose une progression de +61 % au T2, +24 % au T3 et +16 % au T4. Compte tenu de la vigueur de la reprise américaine et des prochains stimulus à venir, à fiscalité inchangée¹, ceci devrait être non seulement atteint mais probablement dépassé.

¹ L'administration Biden a prévu de remonter le taux d'IS de 21 à 28% contre 35% avant la réforme Trump et d'instaurer un impôt minimal de 15%. D'après le consensus ceci devrait amputer les BPA du S&P 500 d'environ 5 à 7%. Le contenu exact de ces réformes demeure toutefois incertain et la date d'entrée en vigueur pourrait être reportée à 2022 voire au-delà.

2/ S&P 500 : Résultats T1 2021 (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 14 mai 2021

Stoxx 600 : Un très fort rebond des résultats au T1 mais essentiellement du fait de la diminution des risques et de la réduction des coûts jusque-là...

La saison des publications est également quasi terminée en Europe où 81 % des entreprises du Stoxx 600 ont publié au 18 mai. Comme aux États-Unis, le rebond des résultats a surpris par son ampleur ; ceux-ci étant en progression de +93 % au T1, soit près du double de ce qui était attendu en début de saison

(+47 % le 1^{er} avril) et bien au-delà des pronostics émis il y a tout juste trois semaines (+71 % le 27 avril).

En revanche, à la différence du S&P 500 aux États-Unis, le chiffre d'affaires du Stoxx 600 a quasiment stagné (+3 % contre +13 %). Le point de départ en la matière du T1 2020 étant relativement proche (-3 % pour le Stoxx 600 et -1 % pour le S&P), ceci est révélateur des différences à la fois macro (stimulus, confinement, vaccination...) et microéconomiques

LE THÈME DU MOIS

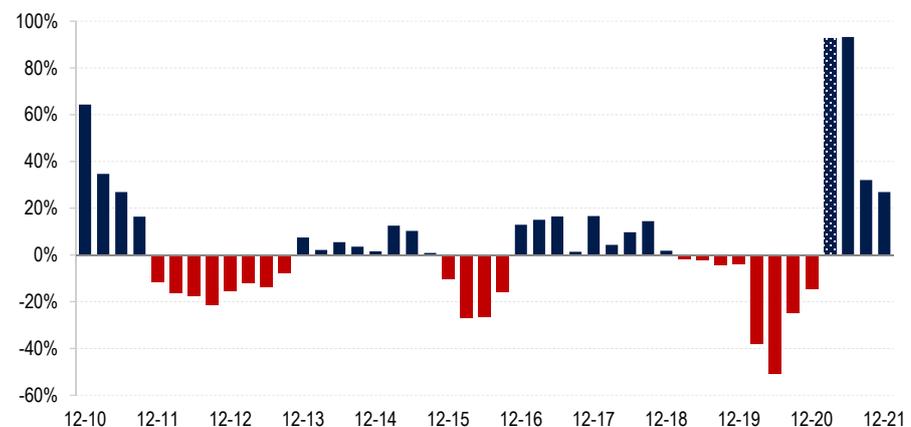
Les secteurs défensifs qui avaient brillé au début de la pandémie ferment la marche cette année

(poids sectoriel, *pricing power*...) qui se sont creusées entre les deux régions. De même, cela suggère que l'envolée des résultats en Europe doit pour l'instant plus à la réduction des coûts et à une diminution des provisions pour risque qu'à un véritable effet de levier sur les ventes.

Sur le plan sectoriel, de façon générale, les secteurs défensifs qui s'étaient distingués au début de la pandémie comme la Santé ou les Utilities figurent en queue de peloton cette année. En sens inverse, les secteurs cycliques qui avaient le plus subi l'année dernière sont ceux qui ont le plus rebondi cette fois-ci, à l'instar de la Consommation, de l'Énergie, des Financières et de l'Industrie. Enfin, les Matériaux de base - portés initialement par la demande chinoise puis, progressivement par la réouverture des autres économies - sont le seul secteur à être parvenus à faire mieux que la moyenne tant au T1 2020 qu'au T1 2021.

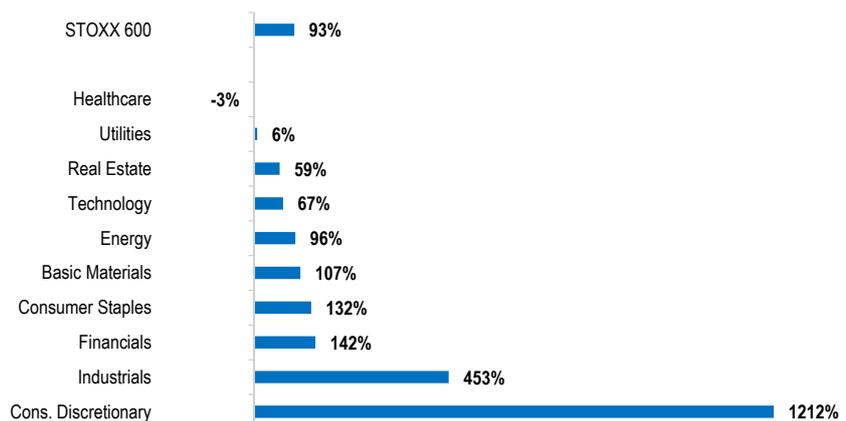
Compte tenu des effets de base et de l'amélioration de l'environnement sanitaire et économique, les résultats du Stoxx 600 devraient continuer de s'améliorer et fortement rebondir sur l'ensemble de l'année avec +45 % selon le consensus IBES, dont +93 % au T2, +32 % au T3 et +27 % au T4. Entre la montée en puissance tardive de la vaccination sur le Continent et l'allongement des restrictions, l'envolée annoncée du T2 pourrait être en partie décalée sur le second semestre et début 2022. Quoiqu'il en soit, même si la remontée en cadence des économies européennes devait être différée de quelques mois, celle-ci devrait finir par s'affirmer. C'est pourquoi, à ce stade du cycle, plutôt que les valeurs de croissance, les secteurs défensifs ou les grandes valeurs, il convient de privilégier les valeurs décotées, les secteurs cycliques et les SMID.

3/ Stoxx 600 : Résultats trimestriels (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 18 mai 2021

4/ Stoxx 600 : Résultats T1 2021 (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 18 mai 2021

LE THÈME DU MOIS

Avec 19 pays sur 21, les marchés émergents ont rebondi sur un large front

Une nouvelle phase se dessine où la croissance des résultats jouera un rôle clé

Les résultats des marchés émergents ont également été très soutenus !

La saison des résultats est également très avancée parmi les marchés émergents. Ainsi, au 14 mai, 74 % des sociétés du MSCI EM avaient déjà publié (source Capital IQ) leurs comptes du 1^{er} trimestre. Bénéficiant d'un effet de base favorable - les BPA du T1 2020 ayant baissé de -34 % à la suite de la fermeture quasi généralisée des économies au début de la pandémie - et d'un très fort rebond du chiffre d'affaires en début d'années (+21 % au T1 2021), les résultats des Émergents se sont littéralement envolés; leur progression ressortant à +87 % en dollars (USD), voire davantage, en monnaies locales pondérées des poids des différents marchés.

Parmi les 21 pays émergents de notre échantillon, seuls 2 d'entre eux, l'Indonésie (-6 %) et l'Argentine (-40 %) ont connu une évolution négative de leurs résultats au T1 2021 alors que la plupart des autres connaissent des progressions non pas à deux mais à trois chiffres! Si 63 % des sociétés des pays émergents ont publié des résultats supérieurs aux attentes, c'est également l'ampleur des bonnes surprises qui est marquante avec +19 % par rapport aux attentes initiales; un seul pays, l'Inde (-1 %) ayant publié des résultats inférieurs aux attentes, mais bien qu'en forte progression (+62 %). Sur le plan sectoriel, les progressions ont, sans surprise, été particulièrement positives dans la Santé, les Matériaux de base et l'Industrie.

Sur 12 mois glissants, à fin mars 2021 les résultats des marchés émergents sont redevenus positifs (+4 %), notamment grâce à Taiwan et à la Corée, dopées par les semi-conducteurs. Les régions encore à la traîne sur 12 mois glissants, comme l'Amérique Latine ou la Russie au sein de l'EMEA, devraient à leur tour repasser dans le vert au cours des prochains trimestres, même si leurs résultats devaient demeurer volatils du fait des effets de base.

À la suite de ces très bons résultats du T1 2021, nos prévisions de BPA en année pleine pour les marchés émergents (mesurés en USD) ont été révisées à la hausse passant de +24 % fin mars à +34 %.

Pour conclure : au-delà des interrogations de court terme, une nouvelle étape de hausse des marchés d'actions, moins forte mais plus basée sur les fondamentaux se dessine

Le rebond des résultats au T1 2021 a partout surpris par son ampleur avec des progressions de l'ordre de 50 % aux États-Unis et 90 % en Europe et parmi les Émergents, qui bénéficiaient tous deux d'un effet de base plus favorable. Ceci crédibilise les prévisions du consensus d'un très fort rebond des BPA en année pleine avec +35 % pour le MSCI World AC. Par ailleurs, ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021 avec une nouvelle hausse de 12 % en 2022 et 10 % 2023.

Après l'expansion des multiples l'an dernier, une nouvelle phase semble donc sur le point de s'ouvrir où la croissance des profits tiendrait désormais un rôle central dans l'évolution des marchés. À plus court terme cependant, alors que de nombreux marqueurs de la reprise comme les anticipations d'inflation, les ISM ou les Net up de bénéfiques semblent atteindre un paroxysme, les marchés d'actions qui se sont envolés depuis mars 2020, pourraient devenir plus hésitants.

Ce moment d'hésitation ne devrait toutefois pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois. Les phases de surperformance des secteurs cycliques durent en effet généralement plus de deux ans. Malgré le tassement de leur dérivée seconde, ISM et prévisions bénéficiaires devraient demeurer très solides. Enfin, entre la remontée des taux et celle de l'inflation, les taux réels devraient demeurer très modérés.

Dans un contexte où le redémarrage devrait se généraliser, tant parmi les marchés développés qu'émergents, et où les taux longs devraient poursuivre leur normalisation, il semble opportun de conserver un biais à la fois plutôt pro-cyclique et surtout pro-valeurs décotées plutôt que défensif et pro-valeurs de croissance. Avec la maturation de la reprise, le choix des valeurs est toutefois appelé à devenir plus sélectif. À la quête de la *Value* succédera celle de la *relative Value* et à la primauté du Beta celle de l'Alpha.

Achévé de rédiger le 19 mai 2021

THÉMATIQUE



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



Mickael BELLAICHE,
Stratégiste Taux et Crédit



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Ne rien faire n'est pas
une option (Joe Biden)

Évolution structurelle post-Covid dans les marchés développés : la volonté politique d'investir est forte aux États-Unis

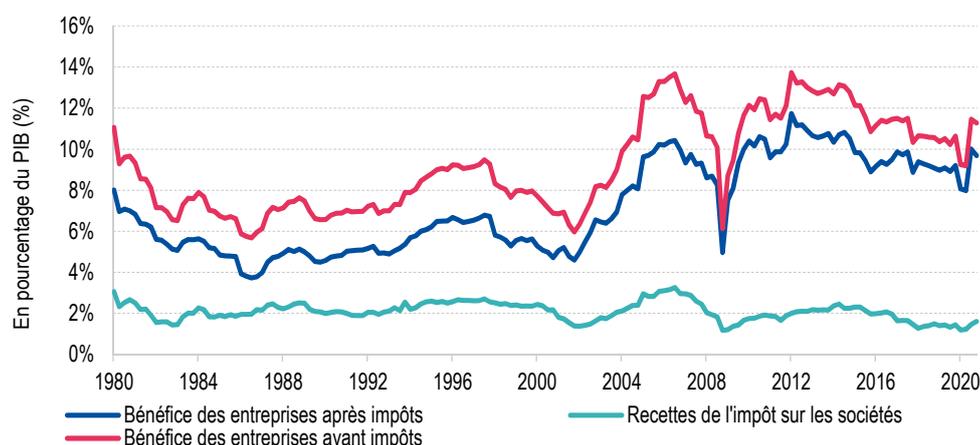
L'environnement macro-financier qui prévaudra après le fort rebond attendu de l'économie et de l'inflation attendu au second semestre est primordial pour les investisseurs obligataires. Ceux-ci doivent se demander si l'évolution des prix à la consommation est transitoire ou s'il s'agit d'un changement de régime, mais ils doivent avant tout se concentrer sur la durabilité de la croissance économique et notamment sur l'évolution des dépenses d'investissement. Or, la croissance économique américaine à long terme pourrait bénéficier d'une politique d'investissement (publique et privée) énergique et en fort contraste avec les politiques européennes. Nous nous pencherons donc ici sur l'implication de ces politiques pour les investisseurs en obligations.

Le message de Joe Biden est clair : l'investissement est une priorité absolue. Selon le président, en l'absence d'investissements la position des États-Unis en tant que puissance mondiale prééminente serait menacée par la Chine : « ne rien faire n'est pas une option ». Pour Joe Biden, ne pas aller de l'avant est inacceptable : « l'Amérique a perdu son statut de leader mondial parce que nous n'investissons pas ». La Chine « compte sur le fait que la démocratie américaine est trop lente, trop bridée et trop divisée pour maintenir le rythme » et « nous ne pouvons pas nous permettre de leur donner raison ».

- **Après des années de sous-investissement dans les infrastructures et l'éducation, l'administration américaine propose un plan en deux parties, doté de plus de 4 000 milliards de dollars sur 10 ans et appelé « Build Back Better »**

(BBB). En effet, les infrastructures et l'éducation sont les ingrédients de base de la croissance à long terme. Ce plan pourrait donc avoir des répercussions importantes sur la trajectoire de la croissance et de la productivité à long terme. La première partie du plan, l'*American Jobs Plan*, représente plus de 2 000 milliards de dollars en dépenses et incitations fiscales et s'articule autour de quatre axes : 1) les investissements traditionnels en infrastructures (routes, ponts, ports et infrastructures numériques) 2) les infrastructures environnementales (eau et énergie) 3) la production industrielle, les chaînes d'approvisionnement et les initiatives de R&D (véhicules électriques, semi-conducteurs) et 4) la protection sociale (investissements dans le logement, les structures d'accueil pour enfants, la modernisation des écoles et des *community colleges*). La deuxième partie du plan, l'*American Families*

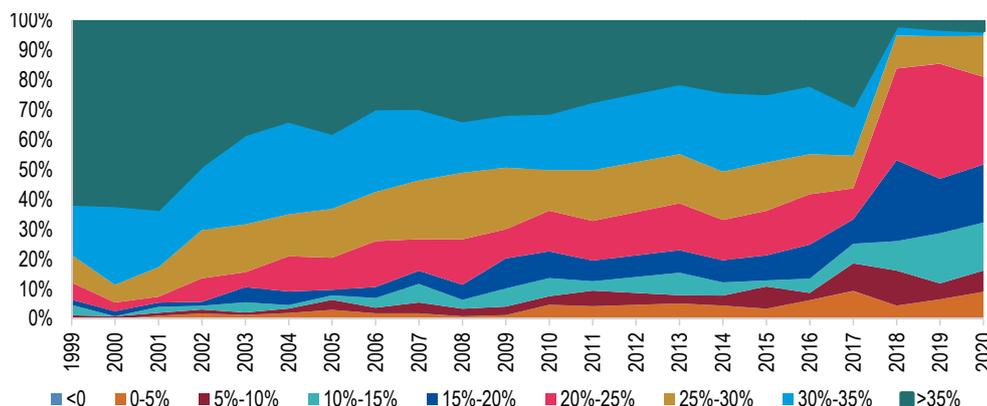
1/ Bénéfice des entreprises et impôts en pourcentage du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi - Données au 31 décembre 2020

THÉMATIQUE

2/ Répartition du taux d'imposition effectif dans US IG



Source : Bloomberg , Recherche Amundi - Données au 31 décembre 2020

La Fed est disposée à laisser l'économie tourner à plein régime

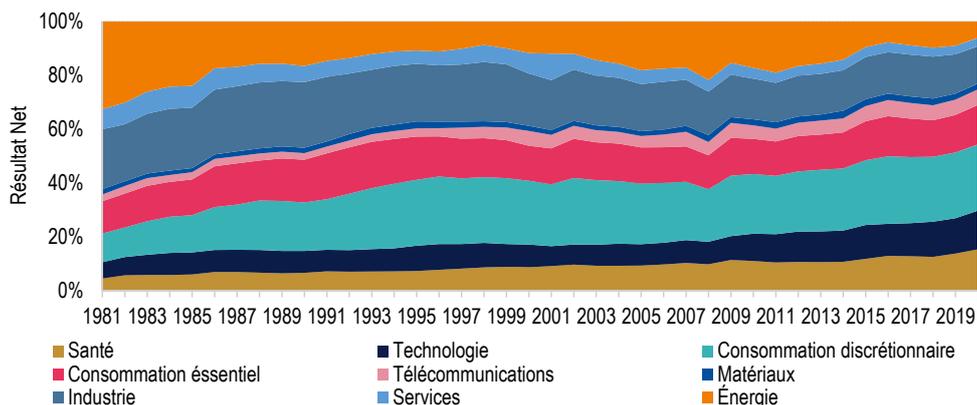
Plan, prévoit 1800 milliards de dollars sur 10 ans en nouvelles prestations et crédits d'impôt axés sur la garde, la nutrition et l'éducation des enfants. Ces nouvelles dépenses porteraient le total des investissements en infrastructures à environ 4,5 % du PIB, soit leur niveau le plus élevé depuis les années 1970. Les politiques d'infrastructure sont les politiques budgétaires dont les multiplicateurs sont parmi les plus élevés.

- **La nouvelle administration propose également une réforme fiscale visant à améliorer l'efficacité économique par une meilleure allocation des capitaux.** Le président Joe Biden est partisan d'une hausse de l'impôt sur les sociétés pour financer le plan d'infrastructure. Toutefois, nous ne pensons pas que cela pénalisera l'investissement privé. Premièrement, les recettes provenant de l'impôt sur les sociétés se font de plus en plus faibles et la part des recettes fédérales provenant de l'impôt sur les sociétés se situe désormais en dessous de 10 %.

À l'inverse, la part des recettes tirées de la taxation du travail n'a cessé de croître et représente aujourd'hui plus de 80 %. Deuxièmement, nous pensons que la demande globale pèse davantage sur les perspectives d'investissement que l'évolution du taux d'imposition. Troisièmement, rien ne prouve que la loi fiscale de 2017 ait contribué de manière significative à la croissance économique à long terme. En effet, l'augmentation du solde disponible des entreprises a principalement servi à financer les rachats d'actions et les versements de dividendes aux actionnaires. De fait, le récent bond des rachats d'actions est venu presque exclusivement d'entreprises dont le taux d'imposition avait été réduit.

Nous observons en outre une reprise de l'investissement privé dans les secteurs de la technologie et de la consommation non cyclique. L'évolution du schéma politique de la Fed apporte un soutien important à l'économie

3/ S&P500 : Résultat net par secteur aux États-Unis (% Total)

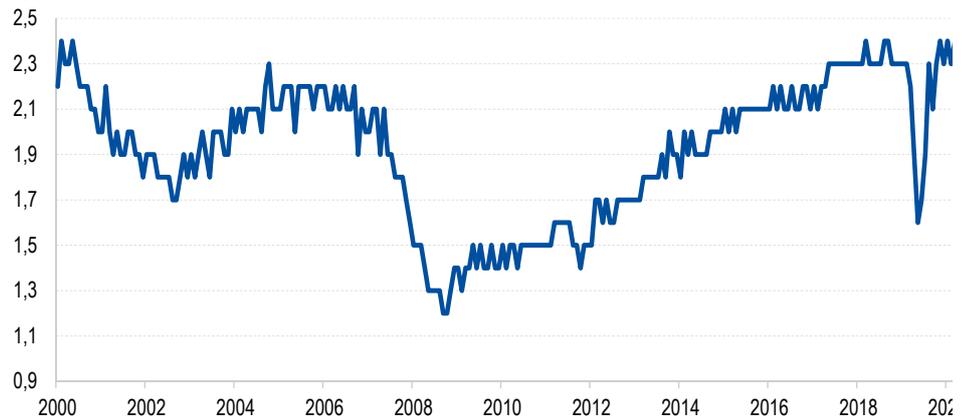


Source : Datastream, Recherche Amundi - Universe : S&P500 ex. Financière et Immobilier
Données au 31 décembre 2020

THÉMATIQUE

La politique budgétaire expansionniste actuelle des États-Unis pourrait, à long terme, entraîner une hausse du taux d'intérêt réel d'équilibre

4/ Taux de démission (en %, corrigées des variations saisonnières)



Source : Datastream, Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

américaine. Nous avons en effet observé un fort rebond des investissements des entreprises américaines, à la faveur de l'environnement de taux d'intérêt très bas.

- **Les entreprises bénéficient de conditions de financement plus attractives que jamais.** En 2008, la récession fut provoquée par un choc financier endogène, qui entraîna une période prolongée de conditions de financement sévères et de désendettement du secteur privé. Cette fois, la situation est bien différente: la politique monétaire de la Fed a fait baisser le coût de la dette à des niveaux exceptionnellement bas et l'activité sur le marché primaire de la dette d'entreprises reste très vigoureuse. D'une part, la faiblesse sans précédent des coûts de financement a permis de réduire la charge de la dette et d'améliorer la solvabilité des entreprises. Les entreprises les plus fragiles (notes peu élevées, crise du Covid) profitent

des taux bas pour refinancer leur dette et en diminuer le coût moyen. D'autre part, les entreprises solides et bien capitalisées profitent du coût très bas de la dette pour accélérer leur développement.

- **Les liquidités figurant au bilan des entreprises du S&P 500 ont atteint le niveau record de 2 700 milliards de dollars.** Les réserves de liquidités et l'amélioration des flux de trésorerie pourraient susciter davantage de dépenses en capital, de dividendes et de rachats d'actions, mais aussi d'investissements. Les liquidités se concentrent principalement dans les secteurs de la technologie, de la santé et de la consommation.
- **L'activité de fusions-acquisitions se maintient aux États-Unis et en Asie malgré la crise.** Les fusions-acquisitions se sont fortement accélérées au cours du second semestre de 2020 pour finir la période avec un volume supérieur à celui de tous les seconds semestres

5/ Volume des fusions et acquisitions (glissant sur quatre trimestres en USD)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30 avril 2021

THÉMATIQUE

depuis 2015. Ce rebond de l'activité de fusions-acquisitions a été porté par les secteurs de la technologie, de la consommation non cyclique et de la communication. Les entreprises de ces secteurs ont surperformé au cours des dernières années, ont été les grands gagnants de la crise et sont pour la plupart bien notées et bien capitalisées. Elles mènent des stratégies offensives et poursuivent une croissance externe pour gagner en taille et en diversité (produit, région, client). En Europe, en revanche, l'activité de fusions-acquisitions reste modeste.

- **Les dépenses d'investissement aux États-Unis sont l'un des segments qui ont surpris par leur capacité de résistance au cours du dernier trimestre de 2020.** Si les dépenses d'investissement augmentent dans la plupart des secteurs de l'économie, deux secteurs se distinguent : la technologie et les énergies renouvelables.

De manière générale, la dynamique des secteurs de la technologie, de la santé et de la consommation discrétionnaire reste solide. Ces secteurs, qui étaient déjà le moteur de l'économie américaine au cours de la dernière décennie, sont les grands gagnants de la crise. Sur le marché du travail, il est intéressant de noter que la situation est totalement différente de celle de 2008. Malgré le taux de chômage élevé, nous constatons déjà des tensions sur le marché du travail.

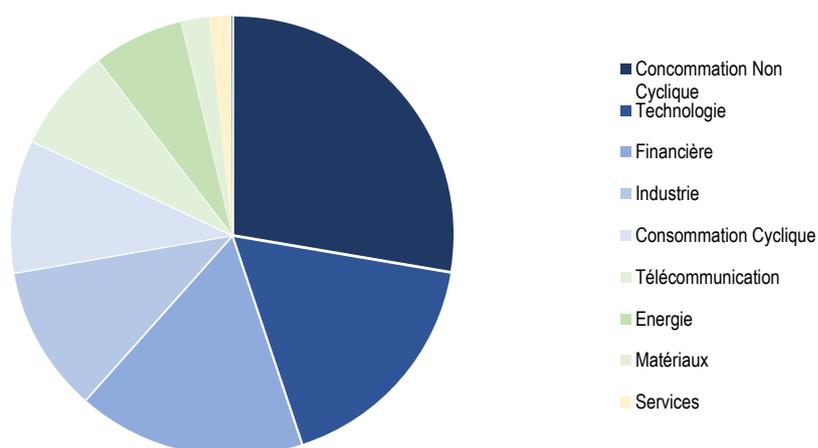
Les données d'avril de l'indice NFIB d'optimisme des petites entreprises révèlent que 44 % des entreprises interrogées avaient un ou plusieurs postes qu'elles ne parvenaient pas à pourvoir tandis que le nombre de personnes à démissionner volontairement est déjà revenu à son niveau d'avant-Covid.

La forte croissance et l'inflation soutenue entraîneront, à court terme, une hausse des principaux rendements souverains. La réponse coordonnée des politiques monétaires et budgétaires face au choc du Covid a été d'une ampleur sans précédent en temps de paix, notamment aux États-Unis.

À long terme :

- **Aux États-Unis, la politique budgétaire expansionniste actuelle (BBB) et la croissance des investissements sont susceptibles de pousser le taux d'intérêt réel d'équilibre à la hausse.** Après des décennies de baisse, le taux d'intérêt réel d'équilibre aux États-Unis est désormais estimé entre 0 % et 0,5 %. Celui-ci pourrait augmenter au cours des prochaines années, compte tenu de la plus grande tolérance à l'égard des déficits budgétaires, de la politique monétaire non conventionnelle et des mesures structurelles visant à promouvoir l'investissement privé, qui devraient déboucher sur un nouveau régime macroéconomique et une diminution du risque de stagnation à long terme.

6/ Activité des fusions et acquisitions en Amérique du Nord (au cours des 12 derniers mois)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30 avril 2021

THÉMATIQUE

- **La hausse des principaux taux européens restera limitée en raison de la fragmentation économique des pays de la zone euro.** Le fonds de relance de l'UE (750 milliards d'euros) et les politiques budgétaires expansionnistes ont permis à certains pays comme l'Italie et l'Espagne de se doter de plans d'investissement solides. Toutefois, les mesures de relance gouvernementales ne sont pas aussi ambitieuses que celles prévues aux États-Unis et l'investissement privé est jusqu'à présent resté discret. La taille du fonds de relance de l'UE n'est pas suffisante pour compenser des années de sous-investissement. La dernière décennie a ainsi été marquée par une forte disparité des dépenses de R&D dans les pays développés et le ratio R&D/PIB en Europe se situe désormais autour de 2 %, soit nettement moins qu'aux

États-Unis, au Japon, en Corée du Sud ou à Singapour. Les dépenses de recherche et développement ont été particulièrement faibles dans les pays périphériques. En l'absence de hausse significative des anticipations de croissance, la BCE est seule pour tenter de limiter la fragmentation financière. La capacité de la BCE à stabiliser les marchés est donc essentielle. Malgré la hausse des déficits, les politiques budgétaires ne pourront être efficaces que si les rendements souverains restent faibles et stables. Sans cela, les divergences internes à la BCE risquent de s'accroître avec le début de la reprise économique et le débat autour des « conditions de financement favorables » qui reste sur la table.

Achévé de rédiger le 20 mai 2021

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Global Views

Avant même son déploiement, le NGEU a joué un rôle-clé dans l'apaisement des tensions politiques entre pays de l'UE et même, indirectement, dans la réponse budgétaire à la crise du Covid

Le NGEU est (presque) prêt à être déployé : l'UE a fait sa part, aux États de jouer

En aboutissant à la création du NGEU, la crise du COVID a fait franchir à la construction européenne une étape importante. Les montants engagés sont de taille à jouer un rôle décisif, à la fois pour accélérer la reprise cyclique (surtout dans les pays dits « périphériques ») et pour améliorer l'offre, mais leur absorption rapide et productive par les États constituera un défi majeur.

Le lancement du fonds de relance européen NGEU (Next Generation EU) est une étape importante pour l'Europe pour au moins trois raisons :

1. du point de vue cyclique, le NGEU mobilise des montants importants afin de soutenir la demande et d'accélérer la reprise dans l'immédiat après-Covid, en particulier dans les pays dits « périphériques » davantage touchés par la crise et menacés d'un décrochage supplémentaire par rapport aux pays dits « cœur ».
2. d'un point de vue structurel, il constitue un puissant moyen d'associer investissement public et réformes pour améliorer l'offre et donc la croissance potentielle.
3. il représente une avancée majeure en termes de solidarité budgétaire européenne, via les principes d'endettement au nom de l'UE (permettant au passage la création d'un « actif sans risque » européen pour un montant très significatif) et de distribution de subventions non proportionnelles aux PIB des États membres.

L'accord qui a scellé la création du fond, en juillet 2020, a permis

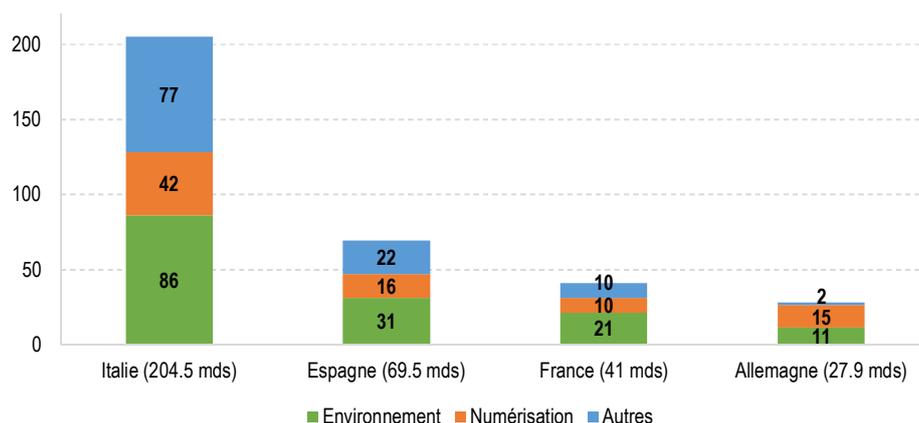
d'apaiser les tensions qui avaient opposé l'Italie aux autres pays de l'UE au début de la crise du Covid.

Cette accalmie politique, à la fois par elle-même et en facilitant la tâche de la BCE, a conduit à un resserrement tangible des *spreads* souverains de certains États membres. Par ce biais, avant même d'être déployé, le NGEU a déjà, indirectement, aidé ces États à financer leurs propres mesures budgétaires de réponse immédiate à la crise.

Notons à ce propos que le NGEU est davantage comparable aux plans d'infrastructures annoncés, mais non encore approuvés, par l'Administration Biden qu'aux mesures budgétaires anti-crise déjà déployés aux États-Unis.

L'équivalent de ces dernières a en effet été, en Europe, essentiellement le fait des États, dont les budgets ont été massivement mis à contribution depuis le T1 2020 pour maintenir le revenu des ménages et garantir la liquidité des entreprises (en plus du soutien procuré par la BCE, l'UE a tout de même agi en desserrant ses contraintes réglementaires et en mettant en place des programmes d'importance moindre que le NGEU).

1/NGEU : allocation des investissements 4 principaux pays de la zone euro (mds €)



Source : Estimations Bruegel, Recherche Amundi. Données mai 2021

THÉMATIQUE

Le principal défi sera l'absorption rapide et efficace des fonds par les États, qui n'ont pas toujours brillé en la matière

Le NGEU est à présent en passe d'être déployé. Certains pays n'ont toujours pas présenté leurs plans d'investissement et de réformes, mais les 4 principaux États-membres, ainsi que d'autres pays très bénéficiaires comme le Portugal et la Grèce, l'ont bien fait à la date prévue (quoique non contraignante) du 30 avril. Par ailleurs, les pays qui n'avaient pas encore ratifié le principe dit « des ressources propres » (permettant l'endettement au nom de l'UE), l'ont finalement fait fin mai. Dans le cas improbable ou cette approbation ne pourrait être obtenue dans un ou plusieurs pays, des mécanismes de contournement peuvent être envisagés pour mettre tout de même en œuvre le NGEU dans le reste de l'UE. Aussi, les premières émissions de dettes pourraient avoir lieu dès juin, les versements aux États étant réalisés à partir de juillet, calendrier qui aurait paru très ambitieux il y a encore quelques semaines.

Sur le papier, les projets proposés par les principaux États sont conformes aux attentes de la Commission. Les réformes auxquelles s'engagent les États répondent aux recommandations de cette dernière, notamment telles que formulées dans le cadre du processus dit « Semestre Européen » (d'autant plus qu'en 2020 les préconisations de lutte anti-Covid y ont en partie remplacé les demandes habituelles de réformes structurelles). Les programmes d'investissement semblent également respecter, dans l'ensemble, les préconisations européennes (notamment les 37 % obligatoires consacrés à l'environnement et les 20 % à la numérisation), sachant que les comparaisons des montants par pays sont rendues difficiles par la présence de plans de relance nationaux aux côtés du NGEU dans certains d'entre eux (ces plans sont plus importants que le NGEU en Allemagne et en France, moins importants en Italie, l'Espagne ne prévoyant pas, à ce jour, de plan s'ajoutant au NGEU). Si la Commission va sans doute demander quelques précisions (notamment concernant les mécanismes de suivi des projets), il est probable que son feu vert initial ne posera pas de grandes difficultés.

Le principal défi de moyen terme réside dans la capacité des États à absorber les fonds. L'expérience passée des plans d'investissement européen (le plan Juncker, par exemple) montre qu'il s'agit là d'une réelle difficulté. Le Think Tank Bruegel Institute, dont les conclusions ont été récemment reprises dans la *Financial Stability Review* de la BCE¹, a ainsi relevé que plusieurs pays de l'UE (notamment l'Italie et l'Espagne, les deux plus gros bénéficiaires du NGEU) ont eu du mal, au cours des dernières années, à utiliser dans les temps prévus les montants mis par l'UE à leur disposition, des sommes pourtant inférieures à celles apportées par le NGEU. D'une façon générale, l'investissement public, théoriquement porteur d'importants effets multiplicateurs sur le PIB, est toujours susceptible d'être ralenti ou dénaturé par d'importants freins bureaucratiques, voire par l'opposition de groupes d'intérêts que certains projets pourraient déranger.

L'équilibre entre les deux grandes missions économiques du NGEU (soutien conjoncturel à la demande et amélioration structurelle de l'offre) pourrait également évoluer au fil du temps. Alors que de nombreux secteurs des services commencent à peine à être ré-ouverts en Europe après les restrictions anti-Covid, la visibilité reste faible sur le temps qu'il faudra à l'économie pour se normaliser (ou du moins, pour combler l'*output gap*) et donc sur la nécessité d'un soutien budgétaire massif et prolongé à la demande. En fonction de l'état observé de l'économie d'ici quelques mois, il pourrait être jugé opportun de réorienter certaines dépenses dans cette direction ou, au contraire, de mettre l'accent sur l'offre et la compétitivité à long terme, les programmes servant le mieux ces deux types d'objectifs n'étant pas forcément les mêmes. L'utilité de déployer un nouveau plan européen (appelé de leurs vœux par certains économistes, et suggéré par le Président français), ainsi que ses objectifs, devront également être évalués à cette aune.

¹ *Will EU countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?*, Zsolt Darvas, Bruegel, 24 septembre 2020. Mentionné dans la *Financial Stability Review* de la BCE, Mai 2021.

THÉMATIQUE

Dans l'ensemble, le NGEU, puissant dispositif dont la mise en place n'a, au final, pas été si longue, constitue une réponse adéquate aux contraintes de ressources qui, pouvaient obérer les capacités d'investissement public dans certains États membres. La balle est à présent dans le camp des États, qui devront faire la preuve que les véritables freins à l'investissement ne sont pas de leur côté, dans les lourdeurs de leurs

bureaucraties et de leurs processus de décision interne. La réussite, ou l'échec, de ces programmes d'investissement, et des réformes qui doivent les accompagner, constituera un important précédent dont ne manqueront pas de se saisir les tenants, ou les opposants, d'une solidarité budgétaire accrue au sein de l'UE.

Achevé de rédiger le 24 mai 2021

Rappel concernant le NGEU

- L'enveloppe totale du NGEU est de 806.9 mds € en prix courants (750 mds € en prix de 2018, soit environ 5 % du PIB de l'UE) à déboursé entre 2021 et 2026. 70 % des montants devraient être engagés (pas forcément déboursés) entre 2021 et 2022, les 30 % restants en 2023.
- Ce montant se répartit entre 723,8 mds € pour le programme *Recovery and Resilience Facility* de prêts (385,8 mds €) et de subventions (338 mds €) aux États. 83,1 mds € sont également apportés en soutien à d'autres programmes européens.
- Les deux principaux pays bénéficiaires sont l'Italie (environ 200 mds €, soit 11 % du PIB) et l'Espagne (environ 150 mds, soit 12 % du PIB). Pour l'heure, alors que l'Italie a officiellement demandé l'ensemble de ces montants, l'Espagne n'a requis que les subventions, remettant à plus tard sa décision concernant les prêts.
- Au vu des délais d'approbation par la Commission et le Conseil européens, les premiers montants (pour les pays ayant proposé leurs plans de réformes et d'investissement) pourraient être déboursés, au plus tôt, début juillet.
- Les pays bénéficiaires pourront demander un préfinancement de 13 % de l'ensemble de leurs programmes dès 2021.
- Pour financer le programme, l'UE s'endettera en son nom propre, les remboursements étant prévus entre 2028 et 2058.

THÉMATIQUE

Internationalisation du RMB: les marchés à nouveau à l'assaut du pouvoir



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique



Claire HUANG,
Macrostratégiste, Marchés Émergents

Le principal moteur de l'utilisation du RMB s'est déplacé depuis fin 2016

Dans les premiers stades de l'internationalisation du RMB, les transactions en RMB se faisaient principalement dans le cadre de règlements commerciaux entre la Chine et les économies voisines. Mais à mesure que la Chine libéralise sa balance des capitaux et qu'elle déploie son projet de nouvelle route de la soie, les fonctions d'investissement et de financement du RMB ont explosé. Pour prospérer durant la prochaine phase d'internationalisation, nous pensons qu'il existe trois domaines (les nouveaux marchés à l'assaut du pouvoir) que Pékin a particulièrement intérêt à faire progresser: 1) l'ouverture des marchés financiers, 2) le rôle d'ancrage du RMB pour la nouvelle route de la soie, les économies asiatiques, 3) le développement d'infrastructures de nouvelle génération.

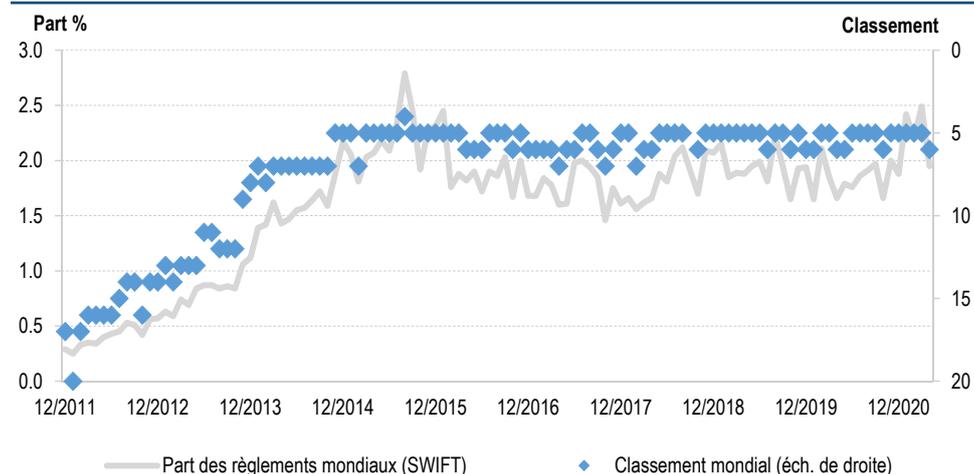
Les progrès du RMB

Un coup d'œil aux données des transactions SWIFT donne souvent la fausse impression que les progrès de l'internationalisation du RMB sont au point mort, puisque la part du RMB dans le marché mondial des paiements est restée inférieure à 3 % pendant six ans (graphique 1) et que sa cote de popularité semble être bloquée à la cinquième place après l'USD, l'EUR, la GBP et le JPY. Or, ces chiffres sous-estiment les règlements en RMB effectués en dehors de la plateforme SWIFT. En effet, la Chine a lancé son propre système de paiement, le CIPS, en octobre 2015, et en cinq ans et demi, les transactions effectuées par l'intermédiaire de celui-ci sont passées de zéro à 45 200 milliards de RMB (6 500 milliards de dollars) en 2020. Le total représente un triplement des règlements transfrontaliers en RMB dans le commerce et les investissements en 2020 par rapport à 2016-2017 et

une progression nettement plus rapide que ne le laissent supposer les seules transactions SWIFT.

Néanmoins, **le principal moteur de l'utilisation du RMB s'est déplacé, lorsque la demande d'investissement et de financement a commencé à dépasser les flux commerciaux en fin 2016**. L'intégration du marché onshore de la Chine dans le marché mondial a entraîné une augmentation de l'allocation mondiale aux actifs en RMB. La part du RMB dans les réserves de change mondiales a plus que doublé, passant de 0,8 % au quatrième trimestre 2016 à 2,1 % au quatrième trimestre 2020 (graphique 2). Les investisseurs étrangers détenaient un total de 3 400 milliards de RMB en actions A chinoises en fin mars 2021, soit 5 fois plus qu'en fin 2016 et les investissements étrangers sur le marché obligataire chinois ont atteint 3 700 milliards de RMB, soit 4 fois plus qu'en fin 2016 (graphique 3).

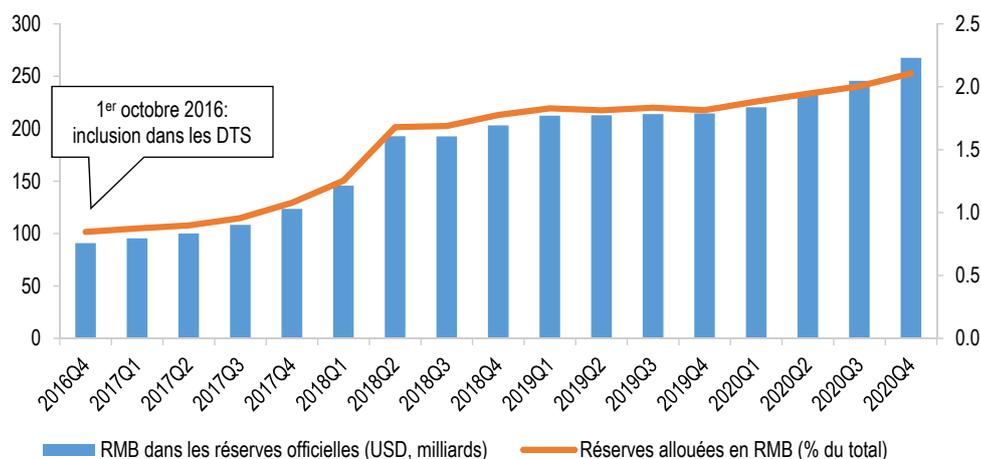
1/Part et classement du RMB dans les règlements SWIFT



Source : SWIFT. Recherche Amundi. Données au 20/05/2021

THÉMATIQUE

2/ Réserves de change mondiales allouées au RMB



Source : IMF, Recherche Amundi. Données au 31/03/2021

La prochaine phase de l'internationalisation

Il existe toujours un consensus politique pour poursuivre l'ouverture du secteur financier

Après le boom initial, les obstacles à l'élévation du statut du RMB sont plus élevés. De plus, la Chine n'est pas forcément maîtresse du jeu et l'évolution du contexte géopolitique, par exemple, peut compliquer la donne. Dans son 14^e plan quinquennal, la Chine s'est engagée à promouvoir régulièrement et prudemment l'internationalisation du RMB dans le cadre d'une approche fondée sur les marchés et à établir des partenariats mutuellement bénéfiques reposant sur la libre utilisation du RMB. Une démarche qui privilégie le libre choix de l'utilisation du RMB.

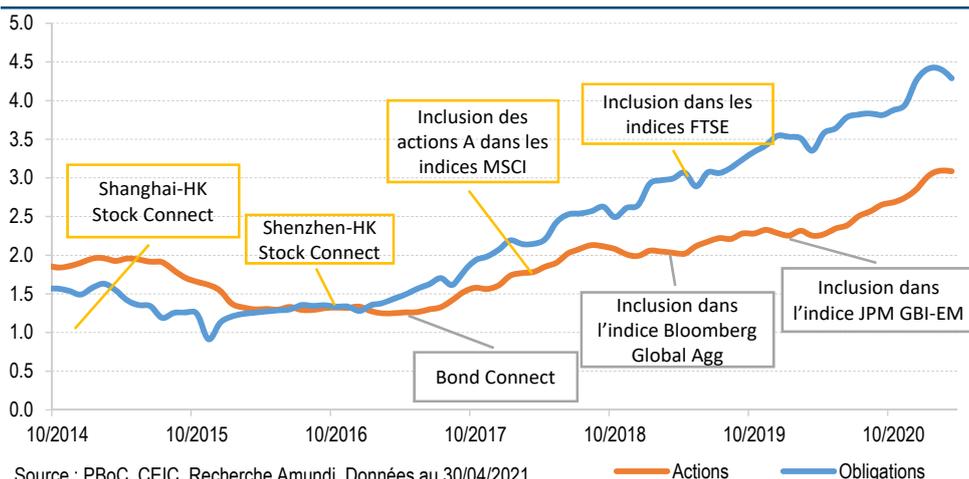
Pour prospérer lors de la prochaine phase d'internationalisation, les perspectives du RMB dépendront des progrès réalisés par la Chine dans les domaines ci-dessous.

1. L'ouverture des marchés financiers

Un marché plus ouvert, plus transparent et plus sophistiqué, qui est source de performances, contribuera à retenir les investissements étrangers à long terme, l'un des principaux moteurs des flux de RMB. D'un point de vue politique, cela implique une offre de produits plus large, un accès égal pour tous et une augmentation des catégories de participants. En 2020, les promesses de libéralisation financière ont été tenues sans retard (par exemple, la suppression des limites de propriété étrangère), ce qui montre qu'il existe toujours un consensus politique pour poursuivre l'ouverture du secteur financier.

Cela dit, si la Chine a accéléré l'assouplissement des barrières pour les investisseurs étrangers, l'inverse n'est

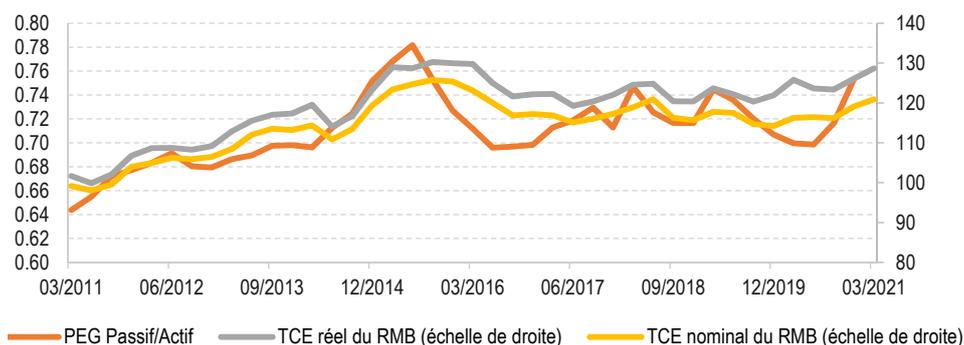
3/ Investissements étrangers sur le marché chinois



Source : PBoC, CEIC, Recherche Amundi. Données au 30/04/2021

THÉMATIQUE

4/ Devise et position de la Chine en matière d'investissements internationaux



source : SAFE, BIS, CEIC, Recherche Amundi. Données au 19/05/2021
 EG = position extérieure globale. Passif = Investissements étrangers en Chine Actifs = Investissements directs à l'étranger
 CE réel = taux de change effectif réel TCE nominal = taux de change effectif nominal

pas vrai et l'accès aux investissements à l'étranger par les institutions nationales reste plafonné par les quotas existants, en particulier le QDII (Qualified Domestic Institutional Investor). Or, cette préférence politique étant appelée à durer, les flux de portefeuille entrants devraient continuer à dépasser les flux sortants, ajoutant une pression haussière sur le RMB à moyen terme, jusqu'à ce que les flux entrants atteignent leur sommet.

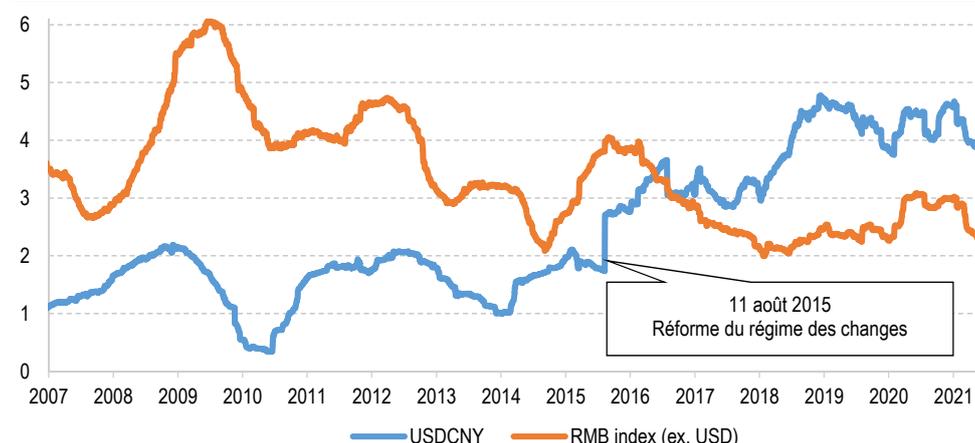
2. Le rôle d'ancrage du RMB

Au premier trimestre 2021, les recettes et les paiements transfrontaliers en RMB ont représenté près de 50 % des flux de la balance des paiements, contre moins de 20 % en 2016. La PBoC

a indiqué que les transactions avec les pays asiatiques et les pays traversés par la nouvelle route de la soie avaient augmenté rapidement. Cette tendance a été favorisée par une série de créations de banques de compensation offshore pour le RMB dans les pays concernés et par la mise en place d'accords d'échange de devises bilatéraux entre la PBoC et les autres banques centrales. La coopération multilatérale entre les banques centrales asiatiques s'est accélérée et une révision de l'initiative de Chiang Mai intègre désormais les monnaies locales des pays membres en plus de l'USD dans son pool de réserves de change dont la capacité totale s'élève à 240 milliards de dollars.¹

¹ L'amendement de l'accord de multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai, qui est un arrangement de financement régional entre les États membres de l'ASEAN, la Chine, le Japon et la Corée (ASEAN+3) et la HKMA, est entré en vigueur le 31 mars 2021. Cet amendement permet l'utilisation des monnaies locales des pays membres, en plus de l'USD, pour des financements sur une base volontaire dans la limite de la capacité de financement permanente du dispositif de 240 milliards USD.

5/ Volatilité des taux de change (annualisée, %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 21/05/2021

Le CNY numérique pourrait jouer dans l'internationalisation du RMB via le mécanisme multi-MNBC

Si le RMB est considéré comme une alternative au dollar pour les pays traversés par la nouvelle route de la soie et les pays asiatiques voisins, **la stabilité du taux de change avec les monnaies autres que le dollar est également souhaitable.**

Cela ressemble aux premiers efforts d'intégration des économies européennes avec la création du *Serpent monétaire européen*, en vertu duquel les monnaies des États membres pouvaient fluctuer dans des limites étroites les unes par rapport aux autres et par rapport au dollar². Cela dit, au lieu de limiter son mouvement par rapport à l'USD, la PBoC a choisi de tolérer une plus grande volatilité de la paire USDCNY, en échange d'une moindre volatilité du RMB par rapport aux autres devises (graphique 5). En substance, la banque centrale publie quotidiennement le cours pivot de l'USDCNY, qui reflète en grande partie l'évolution au jour le jour d'un panier de devises par rapport au dollar. En faisant correspondre le mouvement du panier de référence par rapport au dollar dans la fixation quotidienne des prix, le RMB est capable de s'ancrer au panier de référence, sans qu'il n'y ait de véritable bloc monétaire asiatique.

3. Infrastructures de nouvelle génération

Au moment de la rédaction de cet article, un projet pilote chinois de CNY numérique s'est déjà étendu à 10 villes en amont des Jeux olympiques d'hiver

de Pékin en 2022, pour remplacer une partie de la monnaie en circulation (MO). Bien que le CNY numérique n'en soit qu'à ses débuts, un projet multilatéral met en lumière le rôle que le CNY numérique pourrait jouer dans l'internationalisation du RMB.

En février, la PBoC et la Banque centrale des Émirats arabes unis ont annoncé qu'elles rejoindraient la deuxième phase du projet Inthanon-LionRock, initié par Hong Kong et la Thaïlande. Le projet, qui vise à soutenir les transactions transfrontalières en temps réel 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7, **illustre la possibilité d'accords multi-monnaies numériques de banque centrales (MNBC) à l'avenir.** Grâce à des normes convenues entre les pays émetteurs de MNBC, les banques centrales pourront réduire les coûts et améliorer la transparence des flux transfrontaliers. L'ancien gouverneur de la PBoC, Zhou Xiaochuan, estime que l'axe de développement central pour les monnaies numériques devrait être leur usage par les particuliers dans les paiements transfrontaliers.

Le déploiement du CNY numérique par la PBoC et son rôle de premier plan dans la conception du mécanisme multi-MNBC montrent que la Chine est en train de préparer le terrain pour les futurs paiements transfrontaliers en RMB, notamment dans les pays traversés par la nouvelle route de la soie et les économies asiatiques.

Achévé de rédiger le 21 mai 2021

² Le 24 avril 1972, les gouverneurs des banques centrales de la CEE ont signé l'« Accord de Bâle », instaurant le mécanisme baptisé « Serpent monétaire européen ». Dans le cadre de ce dispositif, les monnaies des États membres pouvaient fluctuer (comme un serpent) dans une fourchette étroite par rapport au dollar et les banques centrales pouvaient acheter et vendre les monnaies européennes en restant dans la marge de fluctuation de 2,25 %. Source : EPRS - [A history of European monetary integration](#).

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons le narratif et les probabilités de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs. Dans notre scénario central, les actions surperforment grâce à l'abondance de liquidités, à l'amélioration des fondamentaux et aux politiques monétaires accommodantes. Les variants résistants aux vaccins, les surprises liées aux politiques restrictives et les tensions géopolitiques sont les principales sources de risques. 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 en Europe. Les valorisations des actifs risqués étant chères, nous pensons que la marge de tolérance pour les erreurs politiques ou les événements indésirables est plus étroite.

SCÉNARIO BAISSIER

10 %

Pressions multifformes*

Analyse

- ❁ Les évolutions génétiques du virus entraînent de nouvelles restrictions sanitaires mondiales et des chutes de la croissance
- ❁ Les effets secondaires des vaccins et/ou les pénuries durables sapent la confiance et assombrissent les perspectives de rétablissement
- ▲ La politique américaine fortement procyclique finit par déstabiliser les anticipations d'inflation et provoque une hausse des taux d'intérêt, du dollar et/ou des matières premières, déstabilisant les actifs risqués (choc de volatilité) et nuisant à la stabilité financière. Le durcissement des conditions financières exacerbe les fragilités économiques et financières
- ▲ La zone euro ne parvient pas à enclencher la reprise et certains pays surendettés tombent en stagflation
- La dégradation des prévisions de croissance à moyen terme compromet la viabilité de la dette publique
- Le ralentissement de la croissance chinoise est plus rapide qu'anticipé et se répercute sur les économies des pays développés
- Les rééquilibres géopolitiques conduisent au protectionnisme et à la démondialisation, affectant négativement le commerce et les chaînes de valeur mondiales

SCÉNARIO CENTRAL

70 %

Reprise multi-vitesses

Analyse

- ❁ Les campagnes de vaccination entraînent une reprise forte mais inégale et à plusieurs vitesses selon les régions, plus forte aux États-Unis et en Europe, plus faible dans les pays émergents
- ▲ Les dispositifs de relance réduisent l'écart des primes de croissance entre les pays émergents et les économies avancées
- ▲ Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes continuent de soutenir la reprise, en écartant les risques déflationnistes et en permettant une stabilisation, pour l'instant, des ratios dette/PIB
- ▲ La volonté politique pour déployer les mesures budgétaires est forte, mais leur mise en œuvre dans l'UE s'accompagne d'une dilution
- Les risques de solvabilité reculent, grâce à la dynamique positive des bénéfices des entreprises, au processus actif de désendettement et à la faiblesse des coûts de financement, en particulier pour les émetteurs moins bien notés et les secteurs affectés par la crise.
- ❁ La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses et renforce les risques de tensions sociales et politiques
- Les fondamentaux macro et microéconomiques mettent la dynamique positive en pause. Le niveau élevé des valorisations des actifs risqués et des facteurs techniques réduit la marge de manœuvre en cas de problème

SCÉNARIO HAUSSIER

20 %

Reprise durable et inclusive

Analyse

- ❁ Les vaccinations de masse permettent de résoudre la crise sanitaire, ouvrant la voie à une reprise mondiale complète au second semestre 2021
- ▲ L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- ❁ L'épargne se transforme en consommation grâce à l'augmentation des revenus disponibles, ce qui permet l'enclenchement d'un cercle vertueux de croissance/inflation (sans surchauffe mondiale)
- ❁ La croissance inclusive et durable réduit la nécessité de nouvelles mesures politiques pour réduire les inégalités
- ❁ Aux États-Unis, le marché de l'emploi se redresse plus rapidement que prévu : des pressions salariales apparaissent, mais la Fed maintient le statu quo
- Les nouveaux développements numériques et écologiques permettent la réalisation de gains de productivité à moyen terme

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
10 %**Pressions multifformes*****Répercussions sur les marchés**

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

SCÉNARIO CENTRAL
70 %**Reprise multi-vitesses****Répercussions sur les marchés**

- Les actions restent l'actif à privilégier dans cette phase du cycle. Surperformance continue des valeurs décotées et cycliques. Privilégier un positionnement de type « Barbell » pour les actions et les devises
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor américain qui se répercute sur la zone euro et les pays émergents
- Maintien de poches de croissance et de revenu par le biais des actions et du crédit des pays émergents grâce à la hausse des bénéfiques. Sélectivité sur la dette émergente en devises fortes
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

SCÉNARIO HAUSSIER
20 %**Reprise durable et inclusive****Répercussions sur les marchés**

- La courbe des bons du Trésor américain se pentifie en raison de la hausse rapide de la croissance et des prévisions d'inflation
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

* Il n'y a pas de scénario baissier unique. Nous prenons ici en compte les nombreux facteurs de risque baissier que nous avons identifiés. Ces facteurs de risque pourraient (ou non) se combiner pour donner lieu à une rechute de la croissance et/ou à des pressions inflationnistes plus fortes, et ainsi générer un regain de volatilité sur les marchés. Certains risques sont « exogènes » (dynamique de la pandémie, disponibilité des vaccins), d'autres sont directement liés à la crise et/ou aux politiques économiques. Si les risques liés au virus sont appelés à diminuer avec le temps grâce aux campagnes de vaccination, les autres risques mentionnés dans les principaux risques auront une probabilité d'occurrence plus élevée dans les 12 à 18 prochains mois.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Ce mois-ci, nous n'avons modifié ni le narratif ni les risques du scénario central.

RISQUE ÉCONOMIQUE
15 %

– Allègement mondial des dispositifs de soutien

- Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque les anticipations d'inflation partiront à la hausse
- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est souvent proche de l'objectif des banques centrales

- Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de celle-ci pourrait entraîner un deuxième « taper tantrum » semblable à celui de 2013

– Pandémie 2.0 et difficultés liées aux campagnes de vaccination

- Un ou plusieurs variants du virus pourraient rendre les vaccins existants inefficaces, compromettant les espoirs de reprise économique
- Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus des vaccins pourraient avoir un impact très négatif sur le moral des investisseurs et des entreprises

- **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

- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur le marché du travail** avec une hausse du chômage pourraient

+ 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 a exacerbé les risques de solvabilité après le retrait des dispositifs de liquidité des BC et de garantie des gouvernements

– Crise de la dette souveraine

- La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt, en cas d'erreurs politiques
- Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut

– L'instabilité du dollar américain pourrait avoir un impact dans les deux sens :

- **une dépréciation** pourrait pousser la Fed à interrompre son programme d'achat d'actifs, impactant négativement le marché des bons du Trésor et causer une déflation dans la zone euro et au Japon compromettant la reprise dans les pays émergents
- **une appréciation** pourrait pénaliser les pays émergents, la hausse des rendements des UST se répercutant sur le marché obligataire de la zone euro

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE
15 %

– Guerre froide sino-américaine

- Les démocrates adoptent une ligne dure avec la Chine
- Plusieurs sanctions et le retrait de la cote d'entreprises chinoises sont des signes d'escalade
- Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan

- **Instabilité politique dans et entre pays émergents** en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques et de la hausse des prix des denrées alimentaires

– Risque d'affaiblissement de la cohésion européenne au lendemain du Brexit

- L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre s'avère bien plus perturbatrice qu'anticipé
- Tensions en Irlande du Nord à propos des nouvelles règles frontalières
- La City perd des parts de marché plus rapidement que prévu

- **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

Anticipation du point de retournement :

 Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

 Retournement imminent

 Retournement effectué

 CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'activité économique accélère progressivement en zone euro à mesure que les restrictions sanitaires sont levées. Les données prospectives confirment l'optimisme qui sous-tend la réouverture en cours et annoncent de fortes surprises à la hausse. En particulier, la hausse du commerce de détail témoigne d'un début de redressement dans les secteurs les plus durement touchés, confirmant la tendance des derniers indices PMI : le consensus annonce une légère réorientation à la hausse avec la France en tête.
- La dynamique de l'activité économique aux États-Unis s'accélère, ce que confirment à la fois les données prospectives et effectives. Les enquêtes continuent de surprendre à la hausse, traduisant la forte confiance qui sous-tend le redémarrage de l'économie américaine. Le consensus demeure élevé et mène à peu à peu à une inversion des surprises économiques, à mesure que de nouvelles surprises à la hausse deviennent de plus en plus difficiles à concrétiser.

 FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les niveaux actuels du marché intègrent un scénario « Boucle d'or » avec une forte reprise des bénéficiaires et des banques centrales qui restent accommodantes.
- Les ratios cours/bénéficiaires en termes absolus sont au-dessus de la tendance historique et témoignent d'une certaine complaisance de la part des investisseurs.
- Après la récente hausse des taux, les indicateurs de valeur relative ne soutiennent plus une progression notable des marchés.

 ALLOCATION
D'ACTIFS
NEUTRE+

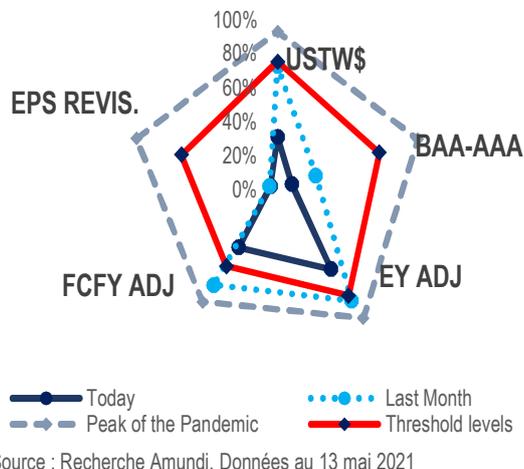
 FACTEURS TECHNIQUES

- Nos indicateurs techniques continuent de dépeindre un environnement mitigé pour les actifs risqués. Le principal changement par rapport au mois dernier concerne les signaux de type « contrarian » (à contre-courant) qui sont en bien meilleure position compte tenu de la récente correction.
- Les indicateurs RSI sont finalement sortis de la zone de surachat dans la plupart des segments du marché et pourraient potentiellement attirer les investisseurs.
- La saisonnalité, en revanche, joue peut-être un certain rôle qui se traduit par des signaux de suivi de tendance nettement moins clairs.
- Comme le mois dernier, les indicateurs techniques restent mitigés et invitent à adopter une position neutre sur les actifs risqués.

 SENTIMENT

- Les craintes liées à l'inflation ont entraîné une hausse de la volatilité et une consolidation des actifs risqués en mai, car la répercussion sur les taux d'intérêt nominaux et réels est l'un des principaux obstacles aux valorisations chères que nous constatons actuellement. Nos indicateurs du sentiment de risque continuent toutefois de signaler une structure de marché favorable, la récente correction du dollar et l'amélioration de la prime de risque de crédit (Moody's *spread* inférieur à 70 points de base pour la première fois depuis début 2019) contrebalançant la hausse de la volatilité et la légère détérioration des conditions financières. Cette détérioration, qui reste modérée avec des conditions financières dans le percentile supérieur de leur distribution historique, témoigne d'une certaine complaisance des marchés : une situation qu'il convient de surveiller de près.

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



Source : Recherche Amundi, Données au 13 mai 2021

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

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

METHODOLOGIE

– Scénarios

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

– Risques

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

POINTS CLÉS

1 Révision à la hausse de l'inflation aux Etats-Unis : pression sur les prix grâce à la forte demande et à la vigueur des réservoirs de croissance

- Nous confirmons notre prévision médiane de croissance du PIB de 7,5 % pour 2021, mais nous révisons à la hausse le scénario d'inflation, qui devrait se maintenir au-dessus de 3 % jusqu'au quatrième trimestre, avant de décélérer progressivement jusqu'à 2,4 % en fin 2022.
- Nous anticipons un pic de l'inflation américaine au deuxième trimestre, en raison d'importants effets de base, un an après l'effondrement généralisé des prix lors de la première vague de Covid-19 en 2020.
- L'inflation à court terme devrait être particulièrement volatile en termes mensuels, en raison de l'interaction entre la reprise de la demande de biens et de services et la limitation de l'offre, parfois exacerbée par des phénomènes d'engorgement de la production.
- Les principaux risques pesant sur les perspectives sont de nature haussière : a) un pouvoir de fixation des prix plus important au moment de la réouverture pourrait entraîner une répercussion plus rapide que prévu du coût élevé des intrants sur les prix à la production, qui ne s'est que partiellement concrétisée jusqu'à présent ; b) une hausse persistante des anticipations d'inflation à long terme des consommateurs pourrait davantage s'ancre dans le processus de fixation des prix.

2 Consolidation potentielle des marchés actions des pays développés, la dynamique économique ayant atteint son pic

- Plusieurs indicateurs semblent tendus : les indices manufacturiers PMI et ISM sont à des niveaux records ou en sont proches, le consensus sur les BPA prévisionnels du MSCI World et du S&P 500 est déjà au-dessus des niveaux d'avant-crise, les conditions financières sont au centile le plus bas depuis 2007 et les positionnements actions sont de retour aux niveaux d'avant la pandémie.
- La grande rotation des valeurs défensives vers les valeurs cycliques marque une pause. Les valorisations sont chères.
- Nous ramenons notre positionnement sur les actions mondiales de surpondération à neutre. Nous pensons toutefois que cette consolidation du marché sera de courte durée et qu'elle ne renversera pas la tendance haussière du marché.

3 La reprise cyclique en Amérique latine se heurte au retour de la gauche

- Les forces structurelles pré-pandémiques et, plus récemment, l'environnement cyclique difficile ont fait pencher la balance politique vers la gauche en Amérique latine. La baisse de la productivité et l'augmentation des exigences sociales, aggravées par la pandémie, ont provoqué une contraction économique douloureuse.
- Le mécontentement des populations et le sentiment de rejet de l'ordre établi étaient déjà visibles en 2019.
- La révision constitutionnelle en cours au Chili est désormais entre les mains d'une instance fragmentée et orientée à gauche.
- Au Pérou, le candidat présidentiel de la gauche dure, Pedro Castillo, qui porte certaines idées radicales, est en tête dans les sondages du second tour.
- En Colombie, la réforme budgétaire déconnectée de la réalité cause un réel préjudice économique et financier et la note souveraine du pays a été dégradée en catégorie spéculative.
- Au Brésil, les élections prévues pour la fin de l'année prochaine donnent davantage de temps au gouvernement pour asseoir l'économie sur des bases plus solides et se donner une chance d'éviter un virage à gauche et le retour de Lula.

4 Révision à la baisse de la croissance du Japon en raison des mauvais chiffres du premier trimestre et de la lenteur de la vaccination

- Le PIB est ressorti nettement en deçà des attentes, plus de la moitié de la contraction étant imputable au ralentissement de la consommation privée.
- La part de la population vaccinée reste faible (moins de 10 %), ce qui expose le Japon à une résurgence des contaminations. L'état d'urgence a été prolongé en début mai, ce qui pèse sur la mobilité.
- La demande extérieure continue de faire bonne figure, les commandes extérieures de machines ayant explosé.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Le redémarrage économique et les dépenses budgétaires de l'administration Biden devraient soutenir la croissance et la demande globales, mais les valorisations dans certains segments de marché sont excessives. En outre, les pénuries d'approvisionnement et les possibles hausses d'impôts pourraient peser sur la demande. Nous restons par conséquent sélectifs, en surveillant les risques et en jouant les rotations liées à la reprise, pour privilégier les valeurs cycliques et les valeurs décotées.
	Actions US Value	+		La levée des restrictions de déplacement et les progrès de la vaccination (aux États-Unis et ailleurs) continuent de stimuler la demande de consommation et la croissance économique. Nous estimons, par conséquent, que la dynamique de la rotation vers les valeurs décotées va se renforcer, d'autant que certains signaux inflationnistes sont déjà perceptibles. Certaines opportunités sur des entreprises stables et de grande qualité, ayant le potentiel pour devenir les leaders ESG de demain, peuvent également être identifiées.
	Actions US Croissance	-		Nous maintenons notre prudence à l'égard des valeurs de croissance, en particulier celles à très forte croissance, les valorisations étant toujours très chères. Avec le retour de la croissance économique et la hausse à venir des taux d'intérêt, les investisseurs sont invités à explorer des zones mieux valorisées et moins sensibles à la hausse des taux d'actualisation.
	Europe	=		La dernière saison de publication des résultats a été très positive, soulignant l'importance de la normalisation des économies. La dynamique de réouverture se poursuit dans la région, ce qui devrait favoriser les rotations (non linéaires) dans les secteurs liés à la croissance économique. Néanmoins, nous pensons que les cours intègrent déjà une grande partie des bonnes nouvelles. Nous surveillons donc les tendances inflationnistes et privilégions la valeur relative et les entreprises présentant des fondamentaux et un pouvoir de fixation des prix solides.
	Japon	=	▼	Une pause de la dynamique économique mondiale pourrait brièvement affecter les marchés japonais. À moyen terme, la croissance devrait être soutenue par les exportations, la hausse des salaires et l'affaiblissement du yen.
	Marchés émergents	=/+	▼	La perspective d'une hausse des taux américains, ainsi que les risques idiosyncrasiques et les vulnérabilités externes, créent des difficultés à court terme pour les marchés émergents. Avec un œil très sélectif, les investisseurs doivent se concentrer sur les secteurs sous-évalués/cycliques liés à l'amélioration de la consommation, et les secteurs affichant des valorisations attractives et des tendances durables.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-	▼	Nous observons un IPC supérieur aux attentes, des pénuries d'approvisionnement et une priorité donnée par la Fed à l'emploi. Ceci, combiné à une consommation forte, aux préoccupations concernant le déficit et aux programmes de dépenses publiques, laisse présager une poursuite de la hausse de l'inflation, mettant ainsi les obligations du Trésor américain sous pression. Il convient de faire preuve de prudence et de rester actif dans la gestion de la durée et, ce faisant, éviter l'erreur de prendre des positions acheteuses sur la durée. En revanche, les emprunts d'État indexés sur l'inflation devraient bien se comporter à mesure que l'inflation progresse.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Compte tenu de la pression haussière sur les rendements core, nous limitons la durée, les risques de taux d'intérêt et la dette à durée longue dans nos portefeuilles. Nous privilégions en revanche les instruments à échéance plus courte et préférons les risques idiosyncrasiques qui offrent davantage d'opportunités de sélection. Dans un contexte d'amélioration des revenus des consommateurs, le crédit titrisé semble attractif, en particulier la dette titrisée non résidentielle. Cela étant, il importe de rester attentif aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le portage des titres à haut rendement est attractif et avec l'ouverture de l'économie, les fondamentaux des entreprises devraient s'améliorer. Toutefois, il est toujours nécessaire de défendre ce revenu excédentaire et de trouver l'équilibre entre rendement et qualité au travers d'une approche sélective.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous pensons que l'amélioration de la croissance économique (et potentiellement de l'inflation) en Europe soutient la pentification de la courbe, pressant les obligations des pays du cœur de la zone euro. C'est pourquoi nous maintenons notre positionnement prudent. Toutefois, la BCE empêchera toute hausse significative des rendements en vue de soutenir la croissance économique. En revanche, nous sommes optimistes à l'égard de la dette périphérique.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous sommes constructifs sur les obligations IG, compte tenu de la stabilité des fondamentaux et des facteurs techniques, de la liquidité massive sur les marchés et des anticipations d'amélioration modérée. Les perspectives de notation et les flux de trésorerie disponibles sont également en amélioration. Nous restons néanmoins sélectifs, compte tenu des valorisations parfois excessives et des risques liés aux taux d'intérêt et à la durée. Nous apprécions globalement la dette BBB, les échéances courtes et les secteurs (dette subordonnée, énergie, automobile) liés à la reprise économique.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux des entreprises s'améliorent grâce au rebond de l'économie, ce qui devrait être propice en termes de perspectives de défaut. Nous préférons les segments où les <i>spreads</i> disposent d'une marge de compression, mais nous restons très sélectifs.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons notre préférence pour le HY par rapport à l'IG, tant pour les titres souverains que pour les titres d'entreprises, car le HY est plus justement valorisé qu'il ne l'était en début d'année. La hausse des taux américains constitue toutefois un obstacle. À long terme, la classe d'actifs peut constituer un bon complément aux stratégies de génération de revenus des investisseurs.
	Émergents Dette en devise locale	=		Le renforcement du dollar et la hausse des taux américains constituent des obstacles pour la dette en devises locales et justifient une approche très sélective. Nous sommes particulièrement prudents en ce qui concerne les taux. Pour ce qui est des devises, nous percevons un certain potentiel de redressement au second semestre de l'année.
AUTRES	Matières premières			Le rebond de l'économie mondiale soutient les prix des matières premières. Les prix des métaux de base tels que le cuivre ont fait un bond en raison de la hausse de la demande (sur fond de transition écologique et de réouverture de l'économie) et des craintes de pénurie. Si, pour l'heure, la Fed maintient des taux bas, il convient de garder un œil sur l'évolution des taux et ses répercussions sur le cours de l'or.
	Devises			Les « déficits jumeaux » aux États-Unis devraient peser sur le dollar à long terme. À court terme, le billet vert devrait bien se comporter, notamment face aux devises à faible rendement (JPY, CHF) en raison des écarts de croissance économique. En revanche, les devises plus cycliques du G10, à savoir la couronne norvégienne, le dollar canadien et le dollar australien, sont susceptibles d'enregistrer de bonnes performances à mesure que les économies redémarrent.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 19 avril 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 = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 24/05/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,8/6,7	3,7/4,5	2,6	3,1	3,2
Pays développés	-5,2	5,1/6,0	3,2/3,9	0,7	2,1	1,8
États-Unis	-3,5	6,8/8,2	3,3/4,2	1,3	3,1	2,5
Japon	-4,9	2,5/3,1	2,8/3,4	0,0	-0,4	0,6
Royaume-Uni	-9,8	5,5/6,1	4,5/5,1	0,9	1,6	2,2
Zone euro	-6,7	4,0/4,6	3,1/3,8	0,3	1,8	1,5
Allemagne	-5,1	2,7/3,3	3,0/3,6	0,5	2,4	1,7
France	-8,2	5,6/6,2	2,9/3,5	0,5	1,5	1,6
Italie	-8,9	3,7/4,3	3,2/3,8	-0,1	1,5	1,5
Espagne	-10,8	4,6/5,2	4,4/5,0	-0,3	1,4	1,3

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** l'économie américaine, portée par un dosage macroéconomique extrêmement accommodant, maintient un rythme de reprise soutenu et, au moment où nous écrivons ces lignes, devrait être en train de retrouver ses niveaux d'avant la pandémie. Nous avons récemment revu à la hausse nos anticipations de croissance et d'inflation pour 2021. Compte tenu de l'effet base important, l'inflation devrait monter en flèche au deuxième trimestre, avant de se modérer, tout en restant très volatile à court terme en raison des disparités entre l'offre et la demande, celles-ci étant amplifiées par la faiblesse des stocks et la hausse du coût des intrants. La Fed devrait estimer que ces évolutions sont en phase avec ses objectifs et que les pressions inflationnistes sont temporaires.
- Zone euro :** les chiffres du PIB du premier trimestre se sont révélés meilleurs qu'anticipés, la contraction étant moins prononcée que ne le laissait supposer la prolongation des restrictions sanitaires. Le deuxième trimestre devrait être marqué par une croissance modérée au fur et à mesure de la levée des restrictions. Celle-ci s'accéléra ensuite à partir de l'été, les restrictions étant en grande partie levées et les vaccinations poursuivant leur cours. Les gouvernements maintiendront leurs dispositifs de soutien budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée et la BCE restera accommodante. L'inflation devrait suivre une trajectoire ascendante, tout en restant volatile à cause de phénomènes transitoires. Elle dépassera temporairement les objectifs au quatrième trimestre pour ensuite retomber en dessous de la tendance en 2022.
- Japon :** le PIB du premier trimestre a été bien plus faible que prévu, tous les secteurs enregistrant un certain tassement. Celui-ci est pour l'essentiel attribuable à une contraction de la demande intérieure, notamment de la consommation privée, dans un contexte de limitation progressive des déplacements. La lenteur de la campagne de vaccination japonaise est préoccupante, puisqu'elle laisse le pays vulnérable à de nouvelles vagues épidémiques et à la propagation des variants. La consommation, contrastant avec la forte demande extérieure, ne reprendra qu'à un rythme peu soutenu, ce qui limitera l'accélération de l'inflation.
- Royaume-Uni :** le redémarrage de l'activité et les campagnes de vaccination ayant respecté le calendrier du gouvernement, nous tablons sur une réouverture complète d'ici le 21 juin. Les signaux de reprise économique étant plus vigoureux qu'attendu, nous avons revu nos projections de croissance à la hausse et anticipons une reprise de l'économie à partir du deuxième trimestre avec une dynamique forte au second semestre. L'inflation devrait s'accélérer, sous l'effet de facteurs passagers, tout en restant globalement dans les limites de l'objectif et sans compromettre l'orientation accommodante de la politique monétaire qui devrait se conjuguer à la politique budgétaire récemment renforcée pour soutenir progressivement la reprise.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	28-05 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,52	-0,50	-0,51	-0,50	-0,51
Japon	-0,02	-0,1	-0,03	-0,1	-0,05
RU	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	16 juin
BCE Conseil des gouverneurs	10 juin
Banque du Japon MPM	18 juin
Banque d'Angleterre MPC	24 juin

Source : Recherche Amundi

- Fed :** lors de la réunion d'avril du FOMC le président Powell a réaffirmé qu'il n'était pas encore temps de parler de réduction des dispositifs de soutien soulignant que les objectifs étaient encore loin d'être atteints et qu'il faudrait « un certain temps » avant que des « progrès supplémentaires significatifs » soient réalisés. Le marché du travail est la priorité absolue et le calendrier de la réduction progressive des mesures de soutien dépendra de son évolution. Celui-ci devra d'abord enregistrer une série de bons mois avant qu'il ne soit possible de commencer à évoquer ou à communiquer sur une réduction progressive des mesures de soutien, ce qui devrait sans doute se faire lors de la conférence de Jackson Hole en août. La Fed continue de penser que la forte inflation des prochains trimestres sera transitoire et qu'elle est due aux effets de base et aux goulots d'étranglement.
- BCE :** comme anticipé, la réunion d'avril n'a pas débouché sur de nouvelles politiques, la BCE continuant à se montrer conciliante et reconfirmant l'orientation très accommodante de sa politique monétaire. Le président de la BCE a jugé prématuré tout débat sur une éventuelle réduction des dispositifs de soutien et a souligné la nécessité pour les autres juridictions de maintenir les mesures de soutien monétaire pendant un bon moment encore, l'économie ayant encore un long chemin à parcourir avant de pouvoir laisser la pandémie derrière elle. La réunion de juin se focalisera sans doute sur l'examen trimestriel des achats du PEPP.
- BoJ :** après la révision à la hausse des prévisions de croissance de la BoJ le 28 avril, les perspectives de reprise au Japon se sont à nouveau assombries, les dernières données sur la croissance et l'inflation ayant toutes deux surpris à la baisse. Le taux de vaccination de la population étant faible (<5 doses pour 100 personnes), la majorité du pays est repassée en état d'urgence dans un contexte de recrudescence des contaminations. Si cette situation est peu susceptible de déclencher des mesures de relance supplémentaires à court terme, il est probable en revanche que la BoJ maintienne le statu quo plus longtemps.
- BoE :** lors de sa dernière réunion, la Banque d'Angleterre a maintenu son programme d'achat d'actifs inchangé à 895 milliards de livres sterling, un seul membre du comité s'étant prononcé en faveur d'une réduction de sa taille globale. En parallèle, le programme d'assouplissement quantitatif du Royaume-Uni n'étant pas illimité et ses achats d'obligations étant largement en avance sur le calendrier, la BoE a annoncé un ralentissement de son rythme d'achat d'obligations. Malgré la hausse notable de 5 % à 7,25 % des prévisions du PIB pour 2021, le Comité de politique monétaire a envoyé un message globalement négatif et un durcissement monétaire semble encore très lointain.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 24/05/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,5	5,8/6,7	3,7/4,5	2,6	3,1	3,2
Pays émergents	-2,2	6,4/7,2	4,0/5,0	4,0	3,9	4,1
Brésil	-4,1	4,2/5,2	1,0/3,0	3,2	6,5	4,1
Mexique	-8,2	5,4/6,4	2,0/4,0	3,4	4,5	3,4
Russie	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,4
Inde	-7,1	9,0/10,2	5,1/6,5	6,6	5,1	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,6/5,6	2,0	2,0	3,2
Chine	2,3	8,8/9,4	4,9/5,5	2,5	1,4	2,5
Afrique de Sud	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,4	4,7
Turquie	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,6	11,5

Source : Recherche Amundi

- Chine** : les données d'avril ont été moins bonnes qu'anticipé. Le repli des ventes au détail et de la production industrielle vient nuancer nos prévisions optimistes d'une réaccélération séquentielle de la croissance au deuxième trimestre. Toutefois, d'un point de vue positif, la campagne de vaccination s'est enfin accélérée, et avec une capacité de 20 millions de vaccins par jour, la Chine est en mesure de vacciner 70 % de sa population d'ici juillet. En ce qui concerne l'inflation, malgré un IPP à près de 8 % par an, le rythme devrait s'essouffler au cours des prochains mois en raison de l'affaiblissement des dispositifs de soutien politique. L'IPC, en revanche, est resté faible, avec une baisse de l'inflation des produits alimentaires et une lente remontée de l'inflation sous-jacente.
- Inde** : le nombre des cas de Covid a enfin atteint un pic au niveau national et pas seulement dans les grandes villes (295 000 cas dans la semaine du 19 mai, contre 391 000 dans la semaine du 9 mai), ce qui nous permet de confirmer une croissance du PIB réel de l'ordre de 9 % à 10 % en variation annuelle pour l'exercice 2022. En même temps, un effet de base favorable devrait maintenir l'inflation globale dans la fourchette cible de la RBI, malgré la pression sur le prix des intrants qu'illustre la forte augmentation de l'indice des prix de gros passé à 10,5 % en glissement annuel en avril. Loin de précipiter une normalisation précoce, la politique monétaire devrait rester accommodante et mener un dosage macroéconomique favorable.
- Brésil** : après un mois d'avril et un début de mai éprouvants, la mobilité et l'activité ont rebondi rapidement, ce qui laisse penser que le trou d'air provoqué par la nouvelle vague de Covid est déjà derrière nous. En fait, la mobilité devance même la dynamique du Covid de manière inquiétante. L'inflation globale annuelle devrait culminer bien au-dessus de l'objectif (environ 8 %) au cours des mois d'été, avant de se modérer par la suite. La BCB procède à des hausses de taux par paliers de 75 pb mais reste déterminée à limiter son action de normalisation. Nous pensons toutefois qu'elle devra aller plus loin. L'amélioration de la situation sanitaire a permis aux autorités de se concentrer sur des réformes telles que la privatisation de Petrobras ou la réforme fiscale.
- Europe Centrale de l'Est** : l'inflation globale a bondi en avril, entraînée pour l'essentiel par la hausse des prix des carburants et des denrées alimentaires. En République tchèque et en Hongrie, la hausse des droits d'accise sur l'alcool et les tabacs a également pesé sur l'inflation. L'inflation globale devrait ralentir au troisième trimestre tout en restant élevée (proche ou supérieure à la limite supérieure de la fourchette cible des banques centrales), car les pressions inflationnistes devraient persister (pénuries d'offre, prix élevés des matières premières, reprise mondiale, croissance des salaires). Cette tendance pousse les banques centrales à durcir le ton. La normalisation de la politique monétaire se prépare, la CNB étant la première à relever ses taux tandis que la NBP et la NBH devraient commencer à réduire leur programme de QE.

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

	31-05 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,85	3,85	3,85	3,95	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,25	4,20
Brésil	3,50	6,50	5,15	6,50	5,85
Russie	5,00	5,75	5,50	6,00	5,50

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	21 juin
RBI (Inde)	4 juin
BCB (Brésil)	6 juin
CBR (Russie)	11 juin

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la croissance du financement social total a ralenti plus que prévu à 11,7 % en variation annuelle en avril, pour une nouvelle surprise à la baisse après celle de mars. Compte tenu de ces deux résultats négatifs, nous abaissons encore notre objectif pour le financement social total d'ici la fin de l'année de 11 % à 10,5 %, en supposant une réduction modérée du ratio dette/PIB en 2021. La baisse résultera du ralentissement des prêts bancaires et de la diminution des émissions d'obligations d'entreprises, car le gouvernement limite les prêts supplémentaires au marché du logement et aux véhicules de financement des gouvernements locaux. Le désendettement étant déjà en cours, nous pensons que la PBoC restera en retrait et laissera le taux de référence des prêts bancaires inchangé.
- RBI (Inde) :** après avoir maintenu son taux directeur inchangé à 4 % en début avril, la nouvelle vague pandémique a poussé la RBI à adopter, le 5 mai, de nouvelles mesures pour soutenir la liquidité et le crédit et restructurer la dette du système bancaire. Bien que le taux d'inflation soit revenu dans une fourchette plus favorable (4,3 % en variation annuelle en avril contre 5,5 % en mars) et que le pic de la pandémie soit attendu entre mai et juin, nous ne pensons pas que la RBI reprendra son cycle d'assouplissement en 2021.
- BCB (Brésil) :** la banque centrale s'est donné pour mission de renormaliser « en partie » les taux de manière anticipée. Conformément à cette stratégie, la BCB a de nouveau relevé ses taux en mai de 75 points de base (pour les porter à 3,50 %) et a annoncé, à l'avance, une nouvelle hausse de même ampleur pour sa prochaine réunion en juin. La banque a toutefois adopté un ton légèrement accommodant, en soulignant qu'un retrait plus important que prévu du soutien monétaire risquerait de ramener l'inflation en dessous de l'objectif en 2022. Mais ce sont les prix internationaux des matières premières et leur impact sur l'inflation qui nous inquiètent le plus et nous pensons qu'une normalisation complète de la politique monétaire sera nécessaire dès cette année (6,50 %).
- CBR (Russie) :** le 24 avril, la banque centrale de Russie a abaissé son taux directeur de 50 pb, le ramenant à 5,5 %, et a annoncé qu'elle se tournait vers une politique monétaire accommodante. Elle se dit également disposée à envisager de nouvelles baisses de taux. Les pressions désinflationnistes provoquées par la faiblesse de la demande sont plus fortes que les facteurs inflationnistes temporaires tels que l'affaiblissement du rouble. L'inflation annuelle devrait atteindre 3,8 % à 4,8 % d'ici la fin de l'année avant de retomber à 4 %, son taux cible. La CBR a également révisé ses prévisions macroéconomiques pour 2020-2021. Compte tenu du ralentissement anticipé de l'activité économique, nous nous attendons à ce que la CBR abaisse ses taux de 100 pb d'ici la fin de l'année.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(24 mai 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
États-Unis	-3,5	6,8/8,2	3,3/4,2	1,3	3,1	2,5
Japon	-4,9	2,5/3,1	2,8/3,4	0,0	-0,4	0,6
Zone euro	-6,7	4,0/4,6	3,1/3,8	0,3	1,8	1,5
Allemagne	-5,1	2,7/3,3	3,0/3,6	0,5	2,4	1,7
France	-8,2	5,6/6,2	2,9/3,5	0,5	1,5	1,6
Italie	-8,9	3,7/4,3	3,2/3,8	-0,1	1,5	1,5
Espagne	-10,8	4,6/5,2	4,4/5,0	-0,3	1,4	1,3
Royaume-Uni	-9,8	5,5/6,1	4,5/5,1	0,9	1,6	2,2
Brésil	-4,1	4,2/5,2	1,0/3,0	3,2	6,5	4,1
Mexique	-8,2	5,4/6,4	2,0/4,0	3,4	4,5	3,4
Russie	-3,1	3,0/4,0	2,0/3,5	3,4	5,1	4,4
Inde	-7,1	9,0/10,2	5,1/6,5	6,6	5,1	6,2
Indonésie	-2,0	3,8/4,6	4,6/5,6	2,0	2,0	3,2
Chine	2,3	8,8/9,4	4,9/5,5	2,5	1,4	2,5
Afrique du Sud	-6,9	3,1/4,1	2,1/3,1	3,2	4,4	4,7
Turquie	1,6	3,6/4,6	3,7/4,7	12,3	15,6	11,5
Pays développés	-5,2	5,1/6,0	3,2/3,9	0,7	2,1	1,8
Pays émergents	-2,2	6,4/7,2	4,0/5,0	4,0	3,9	4,1
Monde	-3,5	5,8/6,7	3,7/4,5	2,6	3,1	3,2

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	28/05 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0/0,25	0,15	0/0,25	0,16
Zone euro	-0,52	-0,50	-0,51	-0,50	-0,51
Japon	-0,02	-0,1	-0,03	-0,1	-0,05
Royaume-Uni	0,10	0,1	0,11	0,1	0,13

Pays émergents

	31/05 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,85	3,85	3,85	3,95	3,85
Inde	4,00	4,00	4,00	4,25	4,20
Brésil	3,50	6,50	5,15	6,50	5,85
Russie	5,00	5,75	5,50	6,00	5,50

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	28/05 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,14	0,20/0,35	0,29	0,35/0,50	0,46
Allemagne	-0,66	-0,70/-0,50	-0,68	-0,70/-0,50	-0,68
Japon	-0,12	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,14
Royaume-Uni	0,05	0/0,25	0,16	0,25/0,5	0,25

Taux 10 ans

	28/05 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,59	1,8/2,0	1,75	2,1/2,3	1,89
Allemagne	-0,19	-0,20/0,0	-0,09	-0,10/+0,1	-0,02
Japon	0,08	0/0,20	0,13	0/0,20	0,17
Royaume-Uni	0,79	0,9/1,1	0,98	1,1/1,3	1,08

Prévisions de change

	28/05/2021	Amundi T3 2021	Consensus T3 2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022
EUR/USD	1,22	1,19	1,21	1,16	1,21
USD/JPY	110	112	109	114	110
EUR/GBP	0,86	0,84	0,86	0,85	0,85
EUR/CHF	1,10	1,12	1,11	1,12	1,12
EUR/NOK	10,20	9,73	9,89	10,11	9,80

	28/05/2021	Amundi T3 2021	Consensus T3 2021	Amundi T1 2022	Consensus T1 2022
EUR/SEK	10,13	9,88	10,00	10,06	9,90
USD/CAD	1,21	1,19	1,22	1,24	1,23
AUD/USD	0,77	0,80	0,78	0,75	0,79
NZD/USD	0,73	0,73	0,72	0,69	0,73
USD/CNY	6,37	6,50	6,47	6,60	6,42

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)**

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 #4 - In search of a new international order (26-05-2020)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

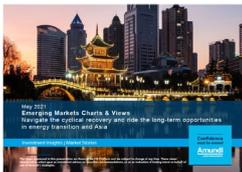
**Shifts & Narratives #3 - The “make it or break it moment”:
why investors should care about COP26? (19-05-2021)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - LE MEAUX Caroline, Head of ESG Research - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - MORTIER Vincent, Deputy CIO - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM - PANELLI Francesca, Investment Insight Unit - PERRIER Tristan, Global Views

INSIGHTS PAPERS

**Emerging Markets Charts & Views - Navigate the cyclical recovery and ride the long-term opportunities in energy transition and Asia (17-05-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

SPACs: Beyond exuberance, back to reality (07-05-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - BERTINO Claudia, Head Investment Insights Unit - FIOROT Laura, Deputy Head Investment Insights Unit - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM

Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)

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

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management****Part 2. Modeling the Asset Liquidity Risk (18-05-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research - CHERIEF Amina, Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - REGNAULT Margaux, ENSAE

Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)

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

Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

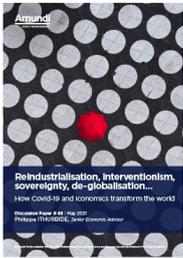
BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

STAGNOL Lauren, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

PUBLICATIONS RÉCENTES

DISCUSSION PAPERS



**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and economics transform the world (19-05-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)

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

RAPPORT



Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

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

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - PM Images

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

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, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit