

THÉMATIQUE

Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe *Global Views* à certaines des questions fréquemment posées par nos clients



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence



TRISTAN PERRIER
Analyste Global Views

L'UE et le Royaume-Uni devraient probablement s'entendre sur des mesures temporaires de limitation du choc

Brexit : que se passera-t-il en cas d'absence d'accord entre le Royaume-Uni et l'Europe ?

Ce qui se produira au terme de la période de transition (31 décembre 2020) suscite une grande incertitude politique. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, bon nombre de divergences entre l'UE et le Royaume-Uni doivent encore être surmontées pour qu'un accord commercial puisse être conclu. En outre, des tensions ont récemment éclaté au sujet de la loi britannique « sur le marché intérieur ».

Le risque de sortie sans accord a augmenté et il pourrait augmenter encore dans les semaines à venir. Pour autant, nous maintenons notre scénario de référence, qui **prévoit un accord commercial imparfait** d'ici la fin de l'année (avec un accord de libre-échange pour les marchandises et quelques dispositions pour les services). En l'absence d'union douanière, cet accord n'empêcherait pas les tensions commerciales.

À défaut d'accord commercial, l'UE et le Royaume-Uni s'entendraient sans doute sur des mesures temporaires destinées à limiter les chocs en évitant que la totalité des échanges, tous secteurs confondus, ne passe sous le régime « de base » de l'OMC à partir du 1^{er} janvier 2021. Le commerce et la croissance seraient toutefois durement touchés et sans doute plus sévèrement au Royaume-Uni que dans l'UE. Nous considérons donc qu'un Brexit sans accord serait négatif pour la livre sterling.

Élections américaines : quel scénario selon que Joe Biden ou Donald Trump remporte l'élection ?

Les sondages nationaux et ceux des États susceptibles de faire basculer le vote (*swing-states*) placent Joe Biden en tête, mais la marge de confiance est maigre, surtout à la lumière de l'élection de 2016. Pour ce qui est du Congrès, la Chambre des représentants conservera probablement sa majorité démocrate, mais la course au Sénat est trop serrée pour qu'il soit possible d'en prédire l'issue.

À court terme, **ce qui pourrait inquiéter le plus les marchés, est le scénario d'une élection contestée**. En effet, au soir du 3 novembre, il se peut qu'aucun gagnant ne se dégage. Nous nous attendons à une participation record de votes par correspondance, avec le plus grand nombre jamais enregistré — votes dont le président actuel estime qu'ils sont peu fiables. Or, il n'existe pas de processus juridique totalement prévisible pour régler le cas d'une élection contestée. Ainsi, au vu du contexte de polarisation extrême, l'incertitude politique pourrait-elle rester très élevée dans les semaines qui suivront les élections.

La campagne de Donald Trump s'articule autour de trois grands thèmes : l'ordre public, la Chine et l'aptitude de Joe Biden à exercer la fonction présidentielle. Joe Biden, quant à lui, fait campagne sur les thèmes de la politique économique (Build Back Better), de la santé, de la discrimination raciale et de la moralité. Joe Biden prévoit un nouveau plan de relance budgétaire pour faire face aux problèmes économiques liés à la pandémie. Il envisage également un vaste programme d'investissement et de soutien aux infrastructures (*Green New Deal*). Joe Biden entend également dynamiser l'*Obamacare* et la réforme des médicaments sur ordonnance. Enfin, quel que soit le candidat, il devra faire face à la question à long terme de la hausse des inégalités.

En ce qui concerne les marchés, Donald Trump préconise des baisses d'impôts, tandis que Joe Biden soutient une hausse des dépenses et des impôts. Par conséquent, il existe un quasi-consensus parmi les investisseurs qu'une victoire de Donald Trump bénéficierait aux marchés actions à court terme, tandis qu'une victoire de Joe Biden provoquerait une correction. Une telle vision pourrait toutefois s'avérer court-termiste. En effet, les propositions des deux candidats ne pourront être approuvées par le Congrès que si la Chambre des représentants et le Sénat partagent une même majorité, ce qui semble peu probable. En revanche,

THÉMATIQUE

Le surcroît de dette publique ne pose pas de problème de viabilité à court terme

le contexte macrofinancier est très différent de ce qu'il était il y a quatre ans. Les élections américaines auront, en outre, des répercussions géopolitiques, notamment en termes de relations avec l'Union européenne, qui pourraient évoluer en cas d'élection de Joe Biden. (Pour plus de détails cf.: [Élection présidentielle américaine: quels impacts sur l'économie et les marchés financiers américains?](#))

Europe : y a-t-il un risque de nouvelle crise de la dette européenne ?

C'est très peu probable à court terme. Une des conséquences de la crise est que les niveaux d'endettement public et privé sont en hausse (les entreprises étant responsables de l'essentiel de l'augmentation de la dette privée). Mais **le gros de la dette publique est absorbé par les programmes d'achat des banques centrales**, ce qui signifie qu'à court terme il n'y a pas d'offre nette supplémentaire d'obligations.

Ce surcroît de dette publique détenu par les banques centrales ne pose pas non plus de problème de solvabilité à court terme, car les intérêts (lorsqu'ils sont positifs) restent dans le secteur public, c'est-à-dire qu'ils contribuent au capital des banques centrales, appartenant généralement au Trésor. De plus la banque centrale peut refinancer les titres arrivant à échéance. Il n'y a donc aucune contrainte de remboursement de la part des gouvernements, ou de refinancement progressif net par le marché.

En revanche, à long terme, l'Europe a besoin d'une combinaison de croissance nominale plus élevée, de budgets équilibrés et de mutualisation de la dette pour que le risque lié à la dette se dissipe. Des ratios d'endettement élevés ne sont pas un risque à court terme, mais des trajectoires d'endettement divergentes entre pays européens pourraient entraîner de nouvelles tensions au sein de l'UE, notamment lorsque tous les pays retrouveront leur niveau de PIB et de chômage d'avant-crise. Un (nouveau?) **cadre relatif aux règles budgétaires** que chaque pays s'engage à respecter devra alors être mis en place. Il est donc essentiel que la dette supplémentaire serve non seulement à financer des projets d'investissement, mais aussi des réformes permettant d'améliorer la croissance de la productivité à moyen terme.

En ce qui concerne le surcroît de **dette privée**, il est pour l'essentiel adossé à des dispositifs de garantie publique pendant au moins deux ans. Ainsi, en cas de rebond de l'économie, l'endettement des entreprises devrait se réduire. De nombreuses entreprises se sont également constituées d'importantes réserves de liquidités pendant la crise et celles qui n'ont pas accès aux marchés financiers bénéficient de taux d'intérêt bancaires très bas tandis que le soutien gouvernemental aux entreprises viables réduit les risques de solvabilité. Nous anticipons néanmoins une hausse des défauts parmi les entreprises qui étaient en difficulté avant la crise et dont les modèles économiques resteront fragiles dans les mois à venir.

Les banques centrales sont-elles à court de munitions ? En quoi les politiques de la BCE diffèrent-elles de celles de la Fed ?

Nous pensons que les banques centrales sont loin d'être à court de munitions (pour plus de détails cf.: [De nouvelles frontières pour les Banques Centrales](#)), mais elles sont prises au piège de leur politique d'assouplissement quantitatif (QE). Les banques centrales sont, *de facto*, entrées dans une situation de domination fiscale où, en l'absence d'inflation, elles doivent maintenir de faibles rendements obligataires pour garantir que les dettes publiques et privées restent viables.

La **relation entre la masse monétaire et les niveaux d'inflation** (sur les produits et les services) **est rompue** depuis plus de 25 ans et l'expansion monétaire provoque l'inflation des actifs financiers et réels. Dans l'environnement actuel, les bulles des prix des actifs sont donc peut-être plus à craindre qu'un véritable retour de l'inflation (pour plus de détails, cf.: [Inflation: Une instabilité persistante, mais un cocktail inflationniste possible](#)).

À la suite de sa revue stratégique, **la Fed a fait évoluer sa « fonction de réaction »**. Désormais, le FOMC cherchera à stabiliser l'inflation autour de 2% en moyenne sur un cycle économique complet, très probablement sur une période de 4 à 8 ans. Dans la pratique, cela évitera à la Fed de devoir augmenter ses taux dès les premiers signes d'accélération de l'inflation et d'attendre que la reprise

THÉMATIQUE

C'est le taux d'équilibre à long terme qui a baissé

soit fermement ancrée avec une inflation supérieure à 2 % pour les hausser. Selon la plupart des membres du FOMC, ces deux conditions ne devraient pas être remplies avant 2024 (seuls 4 membres sur 17 envisagent une première hausse en 2023, bien qu'ils aient récemment revu à la hausse leurs prévisions de croissance et d'inflation). Ce faisant, la Fed va ancrer la partie courte de la courbe des taux et soutenir la reprise économique. L'environnement étant très incertain, il est important de rassurer les investisseurs sur le fait que les conditions monétaires resteront très accommodantes durant la phase de reprise. Cette stratégie permettra également de contenir le montant total des intérêts et de retarder le débat sur l'augmentation de la dette fédérale.

La BCE, quant à elle, est loin d'avoir achevé sa revue stratégique, mais sa communication reste claire entre-temps. Contrairement à la Fed, tous les outils sont encore sur la table, y compris une baisse des taux si nécessaire. Par ailleurs, la BCE s'est fermement engagée à maintenir des conditions monétaires très accommodantes pendant la phase de reprise. Compte tenu de l'insuffisance de la demande mondiale, le risque de ralentissement supplémentaire de l'inflation dans la zone euro est sans doute perçu comme plus important à ce stade que celui d'une accélération soudaine et auto-entretenu de l'inflation.

Quelles sont les conséquences de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme ?

Rappelons d'abord que **la baisse des taux d'intérêt réels n'est pas seulement liée aux politiques monétaires. Il existe un large consensus que c'est le taux d'équilibre à long terme qui a baissé. Par conséquent, la valorisation d'équilibre des actifs risqués a augmenté. Toutes choses étant égales par ailleurs, ce facteur devrait inciter les épargnants à se tourner des obligations vers les actions.** Cela dit, l'augmentation des coûts liés aux perturbations des chaînes de valeur, à la démondialisation, aux relocalisations et aux aspirations d'une part croissante de la population à des hausses de salaire est susceptible, à un moment donné, de pousser les prévisions d'inflation à la hausse. De plus, les taux

d'intérêt réels sont tombés en territoire négatif et sont désormais inférieurs à leur niveau d'équilibre. À court terme, si les anticipations d'inflation augmentent, les taux réels pourraient baisser encore plus fortement, soutenant de manière temporaire les valeurs de croissance.

Il convient toutefois de garder à l'esprit que la Fed ne s'est pas engagée à maintenir les rendements à long terme à leur niveau actuel. Ainsi, **si la croissance et l'inflation devaient reprendre simultanément et plus fortement que prévu, la Fed pourrait décider de laisser les marchés jouer leur rôle, ce qui conduirait à une hausse des rendements des bons du Trésor à long terme et à une pentification de la courbe des taux.** C'est là une source potentielle de volatilité et de correction des marchés actions qui devra être surveillée de très près.

Quel *policy mix* en cas de nouveau ralentissement ?

Compte tenu du manque de visibilité, il est difficile de répondre à cette question. Nous sommes en territoire inconnu. En outre, nous ne disposons pas encore de suffisamment d'informations sur l'impact des plans budgétaires et de relance qui ont été annoncés.

Pourtant, on peut supposer qu'**en cas de nouveau ralentissement, le soutien monétaire serait intensifié** (expansion du bilan des banques centrales, taux d'intérêt négatifs, hélicoptère monétaire), et que **les gouvernements interviendraient à nouveau** pour protéger l'économie. Les décideurs politiques sont loin d'avoir épuisé leur marge de manœuvre. Mais la barre est probablement trop haute pour permettre l'expérimentation de nouvelles politiques (*policy mix* plus réactif que proactif). Il est cependant clair que si ces plans de relance/stabilisation étaient déployés pendant des phases d'incertitude et de faible confiance (comme une deuxième vague), **leur effet multiplicateur serait bien plus faible** que s'ils intervenaient durant un « cycle de reprise normal ». Par conséquent, le *policy mix* pourrait être différent sur le plan budgétaire et nous pourrions même assister à la nationalisation, au moins partielle ou temporaire, de certaines entreprises en difficulté, mais stratégiques.

Achévé de rédiger le 30/09/2020

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 Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset 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.msicibarra.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.

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 - Suriyapong Thongsawang

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

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

LETORT Valérie, Stratégiste Taux

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit