

# 01  
Janvier  
2021

## CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

**Grand choc, grands espoirs, grandes illusions**

LE THÈME DU MOIS

**Réévaluation des perspectives mondiales pour 2021**

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #01 - janvier 2021

## Sommaire

## Global Investment Views

## CIO Views

**Grand choc, grands espoirs, grandes illusions** p. 3

2020 fut une année sans précédent dans l'histoire moderne et, après le choc majeur que nous avons vécu, la situation ne se rétablira pas complètement. En ce début d'année 2021, la phase de reflation pourrait se poursuivre, mais les investisseurs devront évaluer quatre facteurs clés : le succès des campagnes de vaccination à grande échelle, le maintien des mesures de relance budgétaire et monétaire, la reprise mondiale emmenée par la Chine et le risque lié au consensus lui-même. La baisse des perspectives des rendements obligataires dans un contexte de taux bas et de rétrécissement des *spreads* de crédit signifie que les investisseurs devront prendre davantage de risques (plus d'actions) pour atteindre leurs objectifs de performance. Ce faisant, les investisseurs ne devront pas sous-estimer l'importance de la diversification et de couvertures solides.

**Large soutien de la BCE au marché obligataire en 2021** p. 5

Le renforcement du dispositif de relance de la BCE soutient le scénario de taux bas à long terme et de quête de rendement dans la zone euro.

## Gestion diversifiée

**Cyclicité renforcée, valeur relative et couvertures** p. 7

Nous maintenons un biais procyclique et considérons que le thème de la reflation peut se maintenir, il faudra néanmoins protéger son exposition aux actions et au crédit avec des couvertures solides.

## Marchés obligataires

**La « grande discrimination » du crédit** p. 9

Le redémarrage de l'économie pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis, ce qui affecterait les rendements réels. L'analyse crédit permettra de trouver un équilibre entre rendements plus élevés et qualité élevée.

## Actions

**La value peut encore rattraper son retard** p. 11

Malgré la surperformance récente du *value vs growth*, le potentiel de rattrapage du value est important et dépend de la croissance des bénéfices et de la normalisation de l'économie.

## Le thème du mois

**Réévaluation des perspectives mondiales pour 2021** p. 13

Le quatrième trimestre 2020 étant désormais clôturé, nous confirmons notre scénario central de « régime de rétablissement financier » en 2021, avec une conviction plus forte qu'au troisième trimestre. Nous anticipons une amélioration des fondamentaux des entreprises au niveau mondial. Le rebond de la croissance des BPA finira par valider les niveaux de prix actuels des actifs, dans un contexte de taux d'intérêt bas, ce qui explique notre optimisme prudent pour les prochains trimestres. Nous avons également analysé la durabilité de l'actuelle rotation des risques du crédit HY vers les actions décotées/cycliques. Nous confirmons notre opinion constructive à moyen terme sur la poursuite et la maturation du « régime de rétablissement financier ».

## Thématique Global views

**L'appréciation de l'euro est-elle le signe d'une plus grande résilience ?** p. 22

La complexité et l'apparente fragilité des institutions européennes ont contribué à maintenir une prime de risque politique spécifique sur les actifs européens, dont l'euro. Mais, plutôt que de se déliter, les institutions européennes se sont finalement renforcées en 2020 lorsque les États membres ont convenu, en juillet, de lancer le plan de relance « Next Generation EU ». La récente appréciation de l'euro est peut-être le signe précurseur d'une baisse de cette prime de risque politique. Les investisseurs étrangers pourraient en effet vouloir rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur des actifs de la zone euro, tirant ainsi la devise à la hausse. Une appréciation trop rapide, cependant, conduirait la BCE à intervenir.

## Thématique

**États-Unis: le pouvoir des décrets** p. 25

À l'issue des élections en Géorgie, les démocrates disposent d'une courte majorité au Congrès. Pour faciliter la gouvernance, la nouvelle administration va selon toute vraisemblance continuer à recourir aux décrets présidentiels (les *executive orders*). Leur utilisation s'est répandue au fil du temps et ils sont devenus un instrument de gouvernance à part entière.

## Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 27
> Avertissement concernant nos prévisions	p. 28
> Principaux risques	p. 29
> Analyse cross asset :	p. 31
Identification du point de retournement des marchés	
> Points clés de la Recherche	p. 32

## Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 34
> Pays développés	p. 36
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	
> Pays émergents	p. 38
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 40
> Publications récentes	p. 41

## CIO VIEWS



**BLANQUÉ Pascal,**  
CIO Groupe



**MORTIER Vincent,**  
CIO Adjoint Groupe

## Grand choc, grands espoirs, grandes illusions

L'année 2020 aura été une année sans précédent dans l'histoire moderne, la pandémie de Covid-19 provoquant la plus grave récession mondiale de l'après-guerre et frappant simultanément le plus grand nombre de pays depuis les années 1870 (selon la Banque mondiale). **Ce grand choc ne pourra être complètement effacé et l'ancienne « normalité » ne pourra être rétablie.** Les espoirs de distribution rapide des vaccins, de nouvelles mesures de relance budgétaire et de relâchement des tensions géopolitiques sont autant d'éléments qui soutiennent la phase de reflation que nous traversons. C'est pourquoi, malgré la récession, la plupart des marchés clôturent l'année sur des performances positives. À l'aube de 2021, la phase de reflation pourrait se poursuivre, mais les investisseurs devront tenir compte de quatre facteurs pour jouer la rotation, éviter les bulles et construire des portefeuilles résistants aux chocs.

**Facteur 1. La récente reprise du marché découle d'une foi aveugle dans le succès des vaccins** et de l'hypothèse ambitieuse selon laquelle tout rentrera dans l'ordre. C'est là la première source de risque - non seulement parce que la production et la diffusion de vaccins à grande échelle ne sont pas une entreprise banale, mais aussi parce que les marchés partent du principe qu'une grande majorité de la population sera vaccinée. Pourtant l'idée que le retour à la normalité est à portée de main est une chimère et les interrogations liées au redémarrage dispersé ne manqueront pas de resurgir. Pour les investisseurs, la distribution d'un vaccin devrait favoriser la reprise et justifier la préférence pour les actions par rapport au crédit HY. Ce sont les actions *value* qui profiteront le plus de cette rotation et les investisseurs devront rester prudents dans les segments de croissance les plus recherchés où une bulle importante pourrait s'amplifier dans un contexte de reflation.

**Facteur 2. Les politiques budgétaires et monétaires assurent la survie du système économique,** mais les mesures prises jusqu'à présent sont insuffisantes, notamment sur le plan budgétaire, et n'ont pas toujours été bien orientées ou calibrées. Aucune réduction des mesures de soutien n'est envisageable. Au contraire, les banques centrales seront appelées à en faire plus et le risque d'erreur de politique est sous-estimé par le marché. En revanche, certaines pressions inflationnistes finiront par se concrétiser. Début 2021, les rendements des bons du Trésor US à 10 ans sont supérieurs à 1 %, le niveau le plus élevé depuis mars dernier. Si la reprise entraîne une hausse de l'inflation, les rendements pourraient encore progresser, ce qui pourrait avoir un effet domino sur les marchés. Nous n'attendons bien sûr pas de hausse importante de l'inflation dans l'immédiat, mais le dynamisme des marchés immobiliers, les relocalisations de chaînes d'approvisionnement et les quantités considérables d'épargne prêtes à alimenter la demande insatisfaite pourraient rapidement mettre fin *de manière définitive au thème de l'inflation zéro*. En cas d'évolution rapide des rendements, il est probable que la Fed intervienne pour contrôler la courbe. Les investisseurs devront rester attentifs à l'inflation pour éviter de se laisser piéger dans une stratégie de duration longue qui devient de plus en plus risquée. Nous recommandons une approche équilibrée de la duration et invitons les investisseurs à envisager une exposition à l'inflation américaine qui pourrait se concrétiser en premier dans un scénario de dollar faible.

**Facteur 3. La Chine ouvre le chemin de la reprise,** traçant la voie de la sortie de crise en tant que seule grande économie à s'être pleinement rétablie en 2020. La Chine devrait poursuivre sur cette trajectoire de croissance plus rapide que le reste du monde en 2021, entraînant les émergents d'Asie dans son sillage et créant un cercle vertueux, en particulier pour l'Europe qui bénéficiera de ses liens commerciaux étroits avec la Chine et l'Asie. Les investisseurs devraient envisager d'aborder 2021 avec une allocation aux marchés émergents et aux actions

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Surveiller l'inflation et effectuer une rotation sélective vers les actions en maintenant les couvertures et l'exposition à la duration

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Exploiter les opportunités de rotation dans les segments cycliques et value
- ▶ Meilleure attractivité des actifs britanniques (actions et GBP)
- ▶ Recourir aux TIPS pour la diversification et la protection contre l'inflation

*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

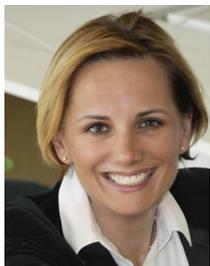
chinoises et asiatiques. En effet, malgré les bonnes performances enregistrées en 2020, nous pensons que ces marchés disposent encore d'un certain potentiel de croissance, en particulier dans les secteurs les plus liés à la demande intérieure.

**Facteur 4. Aujourd'hui, le principal risque sur le marché est le consensus lui-même.** La flambée spectaculaire de la dette à rendement négatif va pousser la quête de rendement à l'extrême. La tentation est grande de descendre en qualité et que chacun fasse le même pari sur des *taux d'intérêt bas* pour toujours. Mais, un tel pari est dangereux, si l'on considère la faible liquidité des marchés. La sélection des titres de crédit est primordiale pour les investisseurs, mais il est également indispensable d'examiner l'ensemble du marché pour chercher du rendement. Les investisseurs disposant d'un horizon de placement adapté pourront même se tourner vers les marchés du non coté qui leur offriront un éventail d'opportunités plus large et plus diversifié. Ils devront en outre équilibrer leur appétit pour le rendement des obligations HY, de la dette émergente (y compris en devises locales) et du crédit avec une exposition aux emprunts d'État, comme source de liquidité et de diversification de l'allocation d'actifs.

**Les investisseurs aborderont 2021 avec un environnement positif pour les actions.** La baisse des perspectives des rendements obligataires dans un contexte de taux d'intérêt bas et de rétrécissement des *spreads* de crédit signifie que les investisseurs devront prendre davantage de risque (plus d'actions) pour atteindre leurs objectifs de performance. La volatilité pourrait également réapparaître en phases de « *stop-and-go* » corrélées à la distribution des vaccins. Cela nous rappelle l'importance d'**ajouter de nouvelles sources de diversification par le biais de stratégies d'investissement décorrélées et de maintenir certaines couvertures en place.** Les perspectives sont positives, mais le chemin de la reprise sera sans doute cahoteux, alors attachez votre ceinture et attendez-vous à une année 2021 riche en opportunités.

## MACRO

## Large soutien de la BCE au marché obligataire en 2021



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



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



**BERTONCINI Sergio,**  
Stratégiste Senior Taux

Le renforcement du dispositif de relance de la BCE soutient le scénario de taux bas à long terme et de quête de rendement dans la zone euro

**L'ensemble des mesures présenté par la BCE lors de sa réunion de décembre s'est avéré être largement en phase avec le consensus et les attentes du marché. Celui-ci combine des mesures supplémentaires d'assouplissement quantitatif et un soutien accru au système financier.** Le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) a été prolongé dans le temps et augmenté de 500 milliards d'euros et il a été confirmé que le programme d'achat d'actifs (APP) continuerait à son rythme actuel de 20 milliards d'euros d'achats par mois, ce qui correspond à une puissance de feu supplémentaire de 300 milliards d'euros en quinze mois. Les mesures de soutien au système financier passeront par l'intermédiaire du dispositif de TLTRO<sup>1</sup> qui sera prolongé dans le temps, élargi dans son champ d'application et dont les conditions très favorables pour les opérations de prêt de la BCE ont été confirmées. La prolongation de neuf mois du PEPP jusqu'au premier trimestre de 2022 s'avère plus longue que la prolongation de six mois (fin 2021) sur laquelle tablait le consensus, mais la décision reste tout à fait cohérente avec les propos récents de nombreux membres de la BCE sur l'importance de la taille et de la durée de l'effort de relance. Le prolongement de l'horizon de réinvestissement des obligations arrivant à échéance va également dans le même sens.

**La BCE insiste avant tout sur la nécessité de fournir et de maintenir des conditions de financement favorables le temps que la croissance économique se remette de la crise provoquée par la pandémie.** Lors de la séance de questions-réponses qui a suivi la réunion, la présidente, Christine Lagarde, a insisté sur le fait que la stratégie de la BCE vise à « *préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie* », « *selon une approche très globale* », c'est-à-dire « *pour tous les secteurs de l'économie* ». La BCE a donc clairement

indiqué que les taux des prêts aux ménages, aux entreprises et au niveau souverain sont tous compris dans le champ d'application du dispositif de soutien, de même que les flux de crédit à l'économie. Dans cette perspective, la BCE a décidé d'une augmentation notable de son programme de QE, assurant ainsi une « *présence significative et constante sur le marché* » qui lui donnera la flexibilité nécessaire pour gérer son QE. La présidente de la BCE a également évoqué la nature symétrique du rythme d'ajustement, dont le montant constitue un plafond qui « *ne doit pas nécessairement être dépensé de manière prédéfinie, ni même en totalité* », mais « *qui peut également être augmenté si nécessaire* ».

**Nous estimons que ce renforcement du dispositif de relance est tout à fait cohérent avec l'objectif de soutenir les facteurs techniques du marché obligataire à la veille de 2021 et qu'il soutient, ce faisant, le scénario actuel de taux bas plus longtemps et la quête de rendement.**

Le PEPP et l'APP désormais renforcés, la BCE disposera effectivement d'une capacité d'achat nette résiduelle de plus de 1 400 milliards d'euros d'ici à fin mars 2022. Le dispositif de QE de la BCE semble plus que suffisant pour couvrir également un éventuel financement net supplémentaire d'obligations souveraines européennes qui pourrait être nécessaire pour financer de nouvelles mesures de soutien visant à contrer les effets négatifs des restrictions actuelles ou pour accroître sa présence sur le segment supranational, en vue d'un renforcement des émissions de l'UE. Il en va de même pour les opérations de TLTRO dont nous estimons que les nouvelles modalités permettront de maintenir un niveau élevé de liquidité dans le système financier, tout en soutenant indirectement les facteurs techniques des obligations.

**Les taux ultra-bas du crédit pour les banques, malgré des conditions**

<sup>1</sup> TLTRO= targeted longer-term refinancing operations.

## MACRO

*L'injection de liquidités via les TLTRO ne suffira pas à éviter un durcissement des conditions de prêt*

**strictes, ne suffiront pas à éviter un durcissement des conditions de prêt des banques aux entreprises.**

La crise actuelle a été caractérisée par des conditions de crédit contracycliques grâce à la coordination des actions des gouvernements et des banquiers centraux. Au cours des derniers mois, les conditions de crédit des banques sont restées accommodantes grâce (1) aux importantes injections de liquidités via les TLTRO et (2) aux garanties des prêts accordées par les gouvernements. L'offre massive de crédit pour toutes les entreprises a limité les défauts d'entreprises et les dégâts économiques à long terme de cette crise. Ce qui nous préoccupe à présent, c'est le durcissement des conditions de prêt des banques une fois que les garanties gouvernementales auront expiré. En effet, les banques ont déjà réduit l'accès au crédit aux entreprises au troisième trimestre et devraient le restreindre davantage au cours des trois prochains mois. « Les banques estiment notamment

que la dégradation des perspectives économiques, l'augmentation du risque de crédit des emprunteurs et la diminution de la tolérance au risque sont autant de facteurs justifiant un durcissement de leurs conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages ».

**La durée du soutien monétaire est aussi importante que le niveau d'assouplissement.**

Une grande partie du soutien monétaire et budgétaire trouve actuellement sa justification dans la pandémie. Pourtant, une politique monétaire très accommodante restera nécessaire après mars 2022. Dans les années à venir (1) l'inflation devrait rester bien en dessous de l'objectif de 2 % et (2) la fragmentation économique entre pays de la zone euro restera un défi. En 2021, il faudra se demander quel type de soutien monétaire est le plus adapté au lendemain de la crise du coronavirus, Il sera alors fort probable que les membres les plus *hawkish* expriment davantage leur position.

GESTION  
DIVERSIFIÉE



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

*Nous maintenons un biais procyclique et considérons que le thème de la reflation peut se maintenir, il faudra néanmoins protéger son exposition aux actions et au crédit avec des couvertures solides*

## Cyclicité renforcée, valeur relative et couvertures

Les actifs risqués devraient conserver leur soutien à l'approche de 2021, grâce à la transition de la phase de contraction à une phase de reprise. Les élections sénatoriales américaines remportées par les Démocrates renforcent le thème de la reflation et l'**environnement favorable pour les segments cycliques**. Dans ce contexte, **les actions restent plus attractives que les obligations** et nous percevons un certain potentiel haussier sur un horizon d'un an. Nous sommes conscients que cette reprise est différente des précédentes en ce sens qu'au moment où nous l'abordons, les valorisations des actions sont déjà élevées et que cette reprise dépend du déploiement efficace et à grande échelle des vaccins. **Nous recommandons donc aux investisseurs de se montrer très sélectifs et attentifs aux valorisations sur l'ensemble des classes d'actifs.**

### Nos convictions

**Nous sommes globalement constructifs sur les actions des marchés développés** en raison de la dynamique positive des indices PMI et de la solidité des fondamentaux **et sommes devenus plus optimistes en ce qui concerne le Royaume-Uni**, compte tenu de la décote liée au Brexit et de l'amélioration des révisions de bénéfices, mais nous restons vigilants. Par ailleurs, nous continuons à penser que les **actions japonaises et de la région Pacifique hors Japon (Australie)** devraient

bénéficier d'un rebond économique. En effet, compte tenu de leur levier opérationnel élevé, leurs marges bénéficiaires pourraient augmenter proportionnellement à la hausse des chiffres d'affaires que nous anticipons pour 2021. Pour ce qui est des marchés émergents, nous restons globalement optimistes, avec un regard positif sur l'**Asie**. Nous estimons notamment, dans une optique de valeur relative, que le marché des actions A chinoises (services financiers et consommation traditionnelle pour l'essentiel) devrait bien performer par rapport au MSCI China (internet, commerce électronique et télécommunications), tandis que les valeurs financières devraient bénéficier de l'amélioration de la dynamique économique qui soutient la rotation factorielle en faveur des actions *value* et des Retardataires. Les segments liés à internet pourraient être pénalisés par un excès de réglementation. Les valeurs financières bénéficieront également de facteurs techniques favorables, du sentiment (inclusion potentielle dans les indices MSCI) et des bénéfices.

**En matière de durée, nous restons optimistes, d'un point de vue tactique, sur les bons du Trésor américain à 10 ans** car les risques extrêmes pour 2021 sont orientés à la hausse, du fait de l'évolution du contexte politique américain et des effets d'un environnement reflationniste, en particulier si la Fed est perçue comme étant en retard sur

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

Source : Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de 3 à 6 mois sur la base des opinions exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +/+ +). Cette évaluation est susceptible de changer.

UST = US Treasury\_ bons du Trésor américain, MD = Marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, 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

la courbe. Nous conservons également notre vue positive sur l'inflation américaine. Notre point de vue sur la **dette périphérique en euros** reste constructif, notamment sur les BTP à 5 ans, qui offrent désormais un potentiel moindre de contraction des *spreads*, mais dont les facteurs techniques restent solides. **Nous envisageons le crédit de manière positive**, dans la mesure où il devrait être soutenu par la demande de portage et le QE, mais préférons l'IG européen à l'IG américain en raison de ses valorisations attractives, de l'extension récente des programmes d'achat de la BCE et de la baisse du niveau d'endettement de l'IG en euros.

**La quête de rendement des investisseurs plaide en faveur d'une stratégie de « revenu intelligent »** dans la dette émergente en devise forte où nous restons constructifs, mais nous estimons que le potentiel de contraction des *spreads* est plus important dans le HY que l'IG. Côté devises émergentes, nous restons positifs sur le rouble russe, le peso mexicain et la roupie indonésienne.

**Parmi les devises des pays développés, nous privilégions le CAD par rapport à l'USD**, car nous pensons que la reprise

économique pourrait nuire au billet vert qui semble déjà surévalué, tandis que le dollar canadien, qui a pris du retard par rapport aux autres « devises matières premières » au deuxième semestre 2020, devrait bénéficier de la croissance plus forte que prévu au Canada. Un autre facteur favorable au CAD est que le portage au Canada est le plus élevé des pays du G10. Nous avons par ailleurs **relevé notre positionnement sur la livre sterling** à neutre par rapport au dollar et à l'euro dans la perspective d'un accord sur le Brexit.

**Risques et couvertures**

De nouvelles vagues de contamination du coronavirus accompagnées de dispositifs de confinement, un retrait prématuré des mesures de relance et les tensions géopolitiques sont autant de risques crédibles pesant sur la reprise économique. Les investisseurs doivent donc maintenir des stratégies de couverture solides en s'appuyant sur des produits dérivés, le JPY, l'USD et les bons du Trésor américains pour protéger leur exposition au crédit et aux actions. Nous estimons également que l'or représente toujours une couverture efficace dans le contexte actuel.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

**BRARD Éric,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**SYZDYKOV Yerlan,**  
Responsable mondial  
des marchés émergents



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

Le redémarrage de l'économie pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis, ce qui affecterait les rendements réels. L'analyse crédit permettra de trouver un équilibre entre rendements plus élevés et qualité élevée

## La « grande discrimination » du crédit

Le rebond de la croissance au troisième trimestre a été plus important que prévu, mais le retour des dispositifs de confinement accompagnant la seconde vague de Covid-19 pourrait avoir des répercussions sur l'activité du quatrième trimestre 2020 et du premier trimestre 2021. Une campagne de vaccination à grande échelle et les mesures de soutien adoptées par la BCE lors de sa dernière réunion de politique monétaire devraient permettre une reprise de la croissance mondiale au second semestre 2021 en créant un environnement favorable aux actifs risqués. Toutefois, côté crédit, un fossé important sépare les valorisations et les fondamentaux, nous recommandons donc aux investisseurs d'équilibrer leur quête de rendement avec des titres de crédit de bonne qualité en effectuant des recherches et une sélection rigoureuses.

## Obligations internationales et européennes

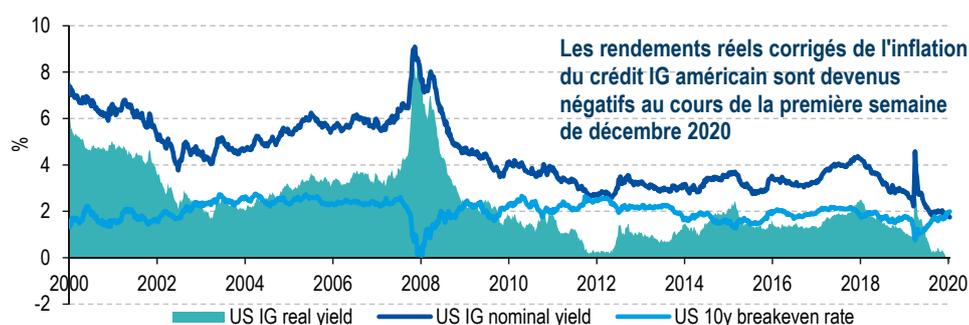
Compte tenu de notre vision globalement prudente de la durée, nous avons légèrement réduit notre position américaine pour devenir presque neutre tout en maintenant notre position défensive sur les principaux pays européens. Nous restons constructifs sur la dette périphérique, en particulier sur la dette italienne (soutien de la BCE, intervention énergétique de l'UE), même

si le potentiel de resserrement des *spreads* est désormais plus faible. Concernant la courbe américaine, nous restons vigilants sur les segments à 2 ans, 10 ans et 30 ans. Enfin, nous avons revu à la hausse notre estimation des points morts d'inflation aux États-Unis, en privilégiant le 5 ans par rapport au 10 ans et nous pensons que les valorisations sont intéressantes dans la zone euro. Le potentiel de hausse des points morts n'est pour l'heure pas pris en compte par les marchés. **Nous restons constructifs sur le crédit**, notamment cyclique, et considérons le récent rallye comme une occasion de prendre quelques bénéfices sans modifier notre positionnement. Le potentiel de compression additionnelle des *spreads* est plus élevé dans le HY par rapport à l'IG, pour les titres notés BBB par rapport à ceux notés A, ainsi que pour la dette subordonnée par rapport à la dette senior. Pour autant, les marchés se rapprochent du point où les *spreads* ne rémunéreront plus le risque de manière satisfaisante, nous restons donc très actifs. Au niveau sectoriel, nous sommes optimistes à l'égard des valeurs financières et de télécommunications, mais prudents sur les services aux collectivités, la santé et le transport.

## Obligations américaines

À mesure que nous sortons de la pandémie et que la distribution des

## Inflation et crédit IG américain



Source: Amundi, Bloomberg au 14 décembre 2020. Rendement actuariel le plus défavorable de l'indice Bloomberg Barclays US Total Return.

HY = haut rendement, IG = investment grade, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, IC = Immobilier commercial, JGB = emprunts d'État japonais, TIPS = emprunt d'État indexé sur l'inflation (Treasury Inflation-Protected Security), USD = dollar américain, JPY = yen japonais, SEK = couronne suédoise, NOK = couronne norvégienne, CNY = renminbi chinois

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

vaccins à grande échelle se met en place, nous pensons que la demande insatisfaite des consommateurs américains en biens et services (soutenue par l'épargne), associée à la politique de taux plus bas plus longtemps de la Fed, devrait entraîner une hausse de l'inflation. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) nous semblent donc constituer un bon outil de diversification des portefeuilles et de protection contre l'inflation. En revanche, le financement par le déficit des dépenses et le volume accru des émissions de bons du Trésor américain pourraient exercer une pression haussière sur les rendements, entraînant une pentification de la courbe, nous restons donc défensifs, mais estimons que la liquidité des contrats à terme sur les bons du Trésor américain est forte. En matière de crédit, la sélection et la recherche actives sont indispensables pour permettre aux investisseurs de minimiser le risque de leurs portefeuilles. Nous pensons qu'il convient d'éviter les secteurs déjà complètement normalisés. Les conditions actuelles incitent à rechercher des opportunités idiosyncrasiques plutôt qu'à s'exposer de manière indiscriminée au bêta du marché. Les marchés des prêts à la consommation (ABS ésothériques) et des prêts immobiliers résidentiels (crédits hypothécaires d'agences)

restent notamment attractifs compte tenu de la bonne santé des revenus, de l'épargne et du remboursement de la dette des consommateurs.

**Obligations émergentes**

Nous envisageons la dette émergente de manière globalement positive et estimons qu'il reste encore une marge de compression des *spreads* sur le segment à haut rendement. La dette libellée en devises locales est soutenue par les faibles rendements mondiaux, l'inflation modérée, la stabilité de la politique américaine et le contexte de croissance de début de cycle. La croissance asiatique pourrait surperformer celle des autres régions au premier semestre 2021, offrant ainsi certaines opportunités sélectives. En Turquie, malgré les risques liés à la balance des paiements et à la lire, nous pensons qu'il existe des opportunités dans un contexte de normalisation crédible des politiques économiques et de valorisations bon marché.

**Marchés des changes**

Nous restons prudents sur le USD/JPY et l'USD/CNY, compte tenu de l'amélioration de la conjoncture pour les devises cycliques. Nous maintenons également notre opinion constructive sur le NOK/EUR.

## ACTIONS

## La value peut encore rattraper son retard



**ELMGREEN Kasper,**  
Responsable Actions



**SYZDYKOV Yerlan,**  
Responsable mondial  
des marchés émergents



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

Malgré la surperformance récente du value vs growth, le potentiel de rattrapage du value est important et dépend de la croissance des bénéficiés et de la normalisation de l'économie

## Évaluation globale

Les progrès accomplis en matière de vaccins au niveau mondial et l'autorisation d'un vaccin au Royaume-Uni et de deux aux États-Unis laissent présumer la fin de la pandémie et encouragent les marchés à se tourner vers l'avenir. Les bénéficiés des entreprises devraient enregistrer une croissance significative en 2021, grâce au maintien des mesures de relance et à la reprise économique. Toutefois, les valorisations tendues dans certains segments, les risques de nouvelles vagues de Covid-19 et les inquiétudes quant à la solvabilité des entreprises exigent une approche sélective. Nous considérons qu'une analyse *bottom-up* fondamentale d'entreprises présentant des bilans de qualité sera cruciale pour assurer des performances durables.

## Actions européennes

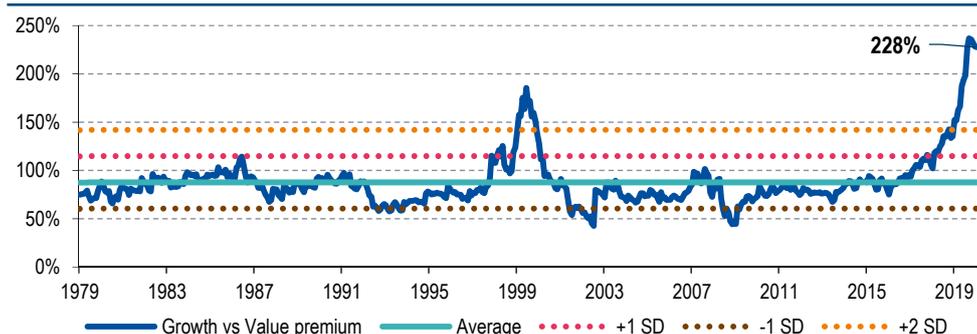
Le redémarrage de l'économie dépendant en grande partie d'une vaccination à grande échelle, **nous conservons un positionnement équilibré avec un biais pour la normalisation et la reprise.** Ceci nous conforte dans notre stratégie « barbell » avec d'un côté des secteurs défensifs tels que les services de santé et de télécommunication et de l'autre des valeurs cycliques de qualité dans les secteurs de l'industrie et des matériaux. Tout en restant optimistes sur ces deux secteurs, nous sommes devenus légèrement positifs sur les valeurs

financières, qui devraient bénéficier d'un regain d'intérêt pour les actions value. Il est d'ailleurs intéressant de noter que le mois dernier, **l'investissement value a regagné du terrain par rapport au growth.** Pourtant, dans une perspective historique à plus long terme, **la prime growth vs value reste élevée.** Nous pensons que le potentiel de surperformance de la *value* demeure significatif, mais qu'il dépend de la campagne de vaccination mentionnée plus haut, de la reprise économique, de l'amélioration des PMI et de l'orientation des taux. Nous privilégions donc le respect des processus et la sélection de valeurs, tout en gérant les risques de marché et de style. Nous nous montrons en revanche plus prudents sur la consommation discrétionnaire et conservons notre opinion négative sur la technologie et restons dans tous les cas concentrés sur les entreprises résilientes.

## Actions américaines

Nous pensons que les actions sont plus attractives que le crédit en termes de revenus, sans que cela n'élimine la nécessité de rester actif. En effet, la sélectivité est aujourd'hui plus importante que jamais, car le marché contient des poches de valorisations extrêmes. Toutefois, en creusant plus avant, les investisseurs devront éviter les titres à très forte croissance et déterminer si le maintien des mesures de relance budgétaire, la reprise en 2021 et la progression des bénéficiés des

## Indices MSCI World growth/value - Indicateur composite de valorisation (CVI)



Source: Recherche Amundi, Datastream au 15 décembre 2020.

\*le CVI se fonde sur un panier de critères en termes absolus (ratios cours/bénéficiés passés, ratio cours/valeur comptable et rendement du dividende) classés par centiles de 0 % à 100 % selon le pourcentage de fois où ce panier a été moins cher depuis 1979 : 0 % n'a jamais été moins cher, 100 % n'a jamais été plus cher.

## ACTIONS

entreprises entraînent une **rotation des méga-capitalisations de croissance vers des actions à croissance plus cyclique ou des actions cycliques décotées**. Ces dernières devraient bénéficier de leur sensibilité moindre aux taux bas. Les valeurs de croissance sont, en revanche, plus sensibles aux taux dans la mesure où elles dépendent davantage de leurs bénéfices futurs et seraient davantage pénalisées par une hausse des taux d'actualisation. Les valeurs financières, à l'inverse, fortement représentées dans l'univers *value*, bénéficieraient d'une pentification de la courbe des taux. Les investisseurs devront par conséquent : (1) envisager de se détourner des titres à très forte croissance et à forte dynamique pour privilégier les actions de croissance stable à prix raisonnable (équipements médicaux), (2) chercher à tirer parti d'une rotation en faveur des titres *value*

de qualité (automatisation industrielle, services de livraison) et (3) explorer les opportunités ESG.

**Actions émergentes**

Malgré les risques géopolitiques qui pèsent sur les actifs émergents, nous restons constructifs dans notre recherche de valeurs dans les pays où l'activité économique a rebondi. Nous envisageons certains secteurs avec optimisme, notamment la technologie, internet, la consommation discrétionnaire et l'industrie, tout en restant sélectifs et attentifs aux valorisations extrêmes. Nous évitons en revanche les secteurs dont la rentabilité est susceptible de se voir limitée par l'action des pouvoirs publics. Pour ce qui est du style, nous nous intéressons aux actions *value* présentant des caractéristiques de croissance cyclique et de qualité.

## LE THÈME DU MOIS



**DEFEND Monica**  
Responsable de la Recherche  
Groupe

Avec la contribution de :

**BERARDI Alessia**,  
Responsable des Marchés  
émergents, Recherche Stratégie  
Macroéconomique

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

**USARDI Annalisa**,  
CFA, Économiste Senior

## Réévaluation des perspectives mondiales pour 2021

Le quatrième trimestre 2020 étant désormais clôturé, nous confirmons notre scénario central de « régime de rétablissement financier » en 2021, avec une conviction plus forte qu'au troisième trimestre. Nous anticipons une amélioration des fondamentaux des entreprises au niveau mondial. Le rebond de la croissance des BPA finira par valider les niveaux de prix actuels des actifs, dans un contexte de taux d'intérêt bas, ce qui explique notre optimisme prudent pour les prochains trimestres. Nous avons également analysé la durabilité de l'actuelle rotation des risques du crédit HY vers les actions décotées/cycliques. Nous confirmons notre opinion constructive à moyen terme sur la poursuite et la maturation du « régime de rétablissement financier ».

### I - Mise à jour de nos perspectives économiques pour 2021

#### Actualisation des perspectives de croissance

#### ► Répercussions du quatrième trimestre 2020

**Nos perspectives de croissance économique pour 2021 ont été légèrement modifiées en faveur des économies émergentes**, par rapport à notre évaluation du trimestre précédent.

La croissance s'est raffermie aux États-Unis et s'est légèrement améliorée au Japon, grâce à des plans de soutien budgétaire plus importants aux États-Unis et à des effets de base plus marqués qu'en 2020 au Japon. En Europe, les prévisions de croissance pour 2021 ont été revues à la baisse en raison de l'évolution de la pandémie et d'effets de base moins marqués qu'en 2020 (croissance meilleure que prévu au troisième trimestre).

**La croissance des pays émergents a légèrement dépassé les prévisions en 2020 grâce à un troisième trimestre plus solide que prévu. Les prévisions pour 2021 restent toutefois stables**, sauf pour le Brésil et l'Afrique du Sud où nous tablons sur des effets de base plus faibles en 2021 qu'en 2020. De plus, les nouvelles mesures de confinement en vigueur en Afrique du Sud, une résolution plus lente de la situation budgétaire au Brésil et une économie mondiale moins dynamique au début de l'année devraient peser sur la croissance.

**Le policy mix actuel est le principal déterminant de nos perspectives**

**positives sur la croissance**, aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents. Ces perspectives reposent également sur l'efficacité des vaccins et l'immunité de groupe acquise grâce à leur distribution à grande échelle en 2021.

**L'inflation devrait rester globalement maîtrisée ou modérée dans les économies avancées**, avec quelques hausses passagères liées à des effets de base. Nous tablons sur une progression vers les objectifs des banques centrales des pays développés, sans pour autant anticiper de hausse incontrôlée de l'inflation dans l'avenir prévisible. **Les tendances inflationnistes semblent plus contrastées dans les pays émergents**. Dans la plupart des cas, la dynamique récente, en particulier en Chine, a été dictée par des facteurs spécifiques et saisonniers, et donc temporaires. Il existe néanmoins certaines situations idiosyncrasiques, comme en Turquie, où l'inflation devrait rester très élevée en raison de la forte dépréciation de la devise, de la hausse des prix de l'électricité et de la suppression progressive des différentes réductions de TVA adoptées en 2020. **De manière générale, l'inflation dans les économies émergentes s'approche davantage des objectifs des banques centrales que dans les économies avancées.**

#### ► Confirmation de nos prévisions de croissance mondiale pour 2021

En ce qui concerne la croissance, **nos perspectives mondiales pour 2021 restent globalement stables**. Toujours dominées par les effets de base, ces perspectives tiennent également compte de schémas de croissance

## LE THÈME DU MOIS

trimestrielle un peu plus vigoureux. Au 31 décembre, notre estimation de la croissance mondiale pour 2021 se situe entre **4,9 % et 5,7 %**. Le **levier budgétaire sera un facteur déterminant** pour soutenir la reprise, en particulier dans les économies avancées. Aux États-Unis, malgré la campagne de vaccination qui se poursuit, les mesures de confinement pourraient continuer à freiner l'activité. Un nouveau plan de relance budgétaire, représentant, selon nos calculs, près de 1 % de la croissance du PIB 2021, devrait soutenir l'économie durant le premier semestre. Nos prévisions s'accompagnent d'un certain potentiel haussier, dans la mesure où, par prudence, nous avons intégré dans nos projections initiales une enveloppe plus modeste que les 900 milliards de dollars signés par le président américain le 27 décembre. De plus, avec la nouvelle majorité au Congrès après les élections sénatoriales en Géorgie, Joe Biden devrait pouvoir faire passer des mesures de relance budgétaire supplémentaires. En zone euro, le plan de relance *Next Generation EU (NGEU)* constitue un atout essentiel qui devrait assurer une croissance supérieure au potentiel à partir du second semestre, notamment dans certains pays vulnérables. Nous anticipons une croissance régulière en zone euro, comprise entre 4,3 % et 5,1 % en 2021 et entre 3,6 % et 4,2 % en 2022. Celle-ci dépasserait donc la croissance des États-Unis (voir tableau ci-dessous). L'élément clé de ce scénario est la combinaison d'une campagne de vaccination permettant d'atteindre l'immunité de groupe et la libération de la demande insatisfaite renforçant

l'impact du plan NGEU et créant une sorte de cercle vertueux. Nous devons donc faire preuve de vigilance quant aux risques liés à sa mise en œuvre.

**Malgré un rétablissement de la croissance un peu plus rapide que prévu, les perspectives d'inflation sont restées contenues dans l'ensemble, notamment dans les marchés développés qui ont enregistré un ralentissement général au second semestre 2020.** La nouvelle vague épidémique du quatrième trimestre a introduit une source de volatilité additionnelle dans les données macroéconomiques, les nouvelles restrictions impactant l'activité, notamment dans le secteur des services. Certains indicateurs avancés, tels que les données sur la mobilité et la consommation d'électricité, qui restent néanmoins des indicateurs indirects, font état d'un nouveau recul au quatrième trimestre dans les régions où les mesures de confinement ont été les plus sévères (par exemple la zone euro), ce qui s'inscrit dans la logique d'un scénario de reprise progressive mais inégale.

**De nouvelles chutes de l'économie réelle surviendront en raison des flambées épidémiques, mais les interventions macroéconomiques devraient permettre d'accélérer le rétablissement lors de ces crises.** De plus, les banques centrales du monde se sont engagées à maintenir leurs politiques monétaires non conventionnelles et à assurer des conditions financières plus souples pendant une longue période. **Cela permettra de soutenir les marchés financiers jusqu'à ce que les**

## Prévisions macroéconomiques (informations disponibles au 31 décembre 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>Pays développés</b>	<b>-5,7/-5,3</b>	<b>3,7/4,5</b>	<b>2,8/3,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>États-Unis</b>	-3,7/-3,3	3,7/4,7	2,4/3,0	1,3	1,9	2,0
<b>Japon</b>	-5,6/-5,0	2,3/2,9	1,3/1,9	0,0	0,1	0,2
<b>Zone euro</b>	-7,6/-7,0	4,3/5,1	3,6/4,2	0,2	0,9	1,4
<b>Royaume-Uni</b>	-11,5/-11,1	3,5/4,1	4,4/5,0	0,9	1,7	1,9
<b>Pays émergents</b>	<b>-2,9/-2,2</b>	<b>5,7/6,5</b>	<b>3,9/4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>Chine</b>	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
<b>Monde</b>	<b>-4,1/-3,5</b>	<b>4,9/5,7</b>	<b>3,5/4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>

Source : Recherche Amundi

## LE THÈME DU MOIS

## Les surprises du quatrième trimestre 2020

**Si l'incertitude reste omniprésente, notre optimisme prudent à court terme tient compte des éléments ci-dessous.**

 **Les progrès en matière de disponibilité des vaccins ont été plus rapides que prévu, mais la nouvelle vague de contaminations dans les différentes régions et en particulier aux États-Unis et en Europe risque de contrebalancer les espoirs suscités par le lancement rapide de la campagne de vaccination.** Les mesures sanitaires pour faire face à la nouvelle vague, déployées avec différents niveaux de sévérité et leurs répercussions en termes de mobilité, entraînent un ralentissement notable des indicateurs avancés et, dans certaines régions, une contraction de l'économie. Aux États-Unis, cette situation ne semble pas avoir compromis la croissance du quatrième trimestre, même si celle-ci s'est considérablement ralentie. En Europe, en revanche, les premiers signes d'une véritable contraction sont apparus, même si cette contraction reste très inférieure à celle du deuxième trimestre. La reprise devrait reprendre de manière progressive et inégale à partir du premier trimestre 2021, la croissance annuelle étant portée par des effets de base extraordinaires qui devraient compenser les pertes sans précédent du deuxième trimestre 2020.

 Aux États-Unis, la probabilité d'adoption d'un **programme budgétaire bipartite** durant la session inter-régime semblait mince il y a quelques mois, pourtant, le Congrès s'est mis d'accord sur un programme budgétaire de plus de 900 milliards de dollars avant la fin de l'année. Celui-ci devrait compenser la faible dynamique observée au quatrième trimestre, augmenter le revenu disponible des ménages au cours du premier semestre et redynamiser la croissance.

 Dans l'UE, **l'accord conclu récemment sur le budget pluriannuel du NGEU** donne le feu vert à sa mise en œuvre, en surmontant l'opposition précédemment exprimée par la Pologne et la Hongrie, qui avait rendu les négociations plus difficiles et accentué l'incertitude quant à son adoption et à son calendrier de déploiement.

 Les **marchés financiers ont suivi de près la logistique de la pandémie** et ont réagi à l'actualité positive liée aux vaccins, aux plans budgétaires et à la réduction du risque politique, nous surprenant à la hausse et imposant un repositionnement tactique.

**fondamentaux des entreprises se redressent.<sup>1</sup>**

**En conclusion, la nouvelle vague épidémique et les dispositifs de confinement sélectif déployés dans certains pays à travers le monde rendent la reprise économique mondiale de plus en plus inégale et hétérogène.** La rapidité et l'efficacité des campagnes de vaccination seront les principaux catalyseurs permettant le déblocage de la demande insatisfaite et détermineront les trajectoires de reprise conjointement avec les politiques budgétaires et monétaires.

### Inflation : l'élément clé à prendre en compte

En 2021, l'inflation et les anticipations d'inflation devraient occuper le devant de la scène.

Au cours du 4<sup>e</sup> trimestre, **l'inflation a été un facteur important, mais**

**pas déterminant pour le marché.**

Certains éléments clés de l'inflation américaine, tels que le logement et les services médicaux, ont considérablement ralenti, tandis que l'inflation européenne est restée dans le négatif. Nous estimons donc qu'il serait prématuré de postuler que les anticipations d'inflation sont ancrées à des niveaux plus élevés.

De manière générale, nous nous attendons à ce que **la coordination des politiques budgétaires et monétaires se poursuive, les politiques monétaires facilitant l'expansion budgétaire indépendamment des pressions inflationnistes à court terme.** Les grandes banques centrales des pays développés qui ont systématiquement manqué leurs objectifs en matière d'inflation sont d'ailleurs, comme prévu, en train de revoir leurs orientations prospectives à long terme

<sup>1</sup> Dans notre scénario central, cela se traduit par le fait que les niveaux économiques d'avant-Covid-19 ne seront pas atteints avant plusieurs trimestres en moyenne (à l'exception de la Chine, seule économie à bénéficier réellement d'une reprise en forme de V).

## LE THÈME DU MOIS

*Nous sommes convaincus que l'inflation suivra une tendance haussière l'an prochain avec certaines flambées occasionnelles liées essentiellement à des effets de base*

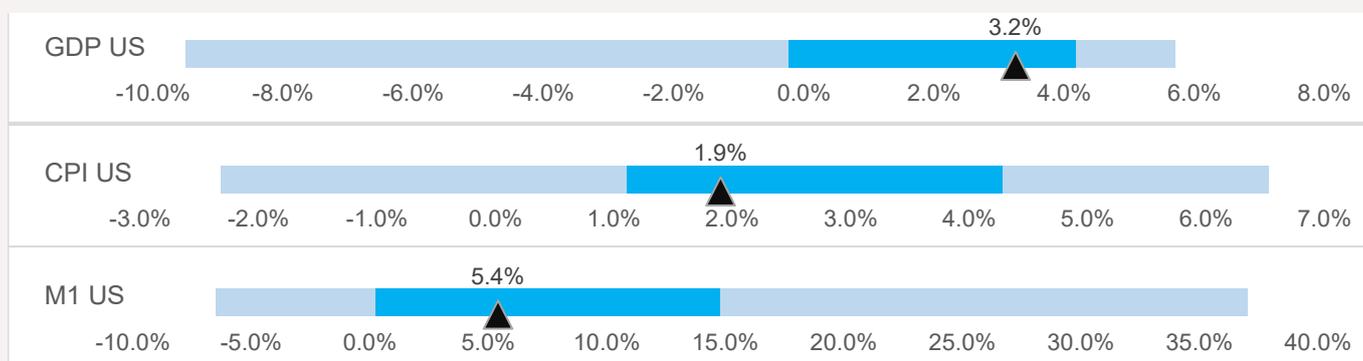
de manière à autoriser des périodes prolongées d'assouplissement, même en cas de légère hausse de l'inflation. Dans les pays émergents, en revanche, les autorités monétaires doivent mieux équilibrer leurs politiques compte tenu de la dynamique très différente de l'inflation. Nous nous attendons donc à des politiques monétaires stables (avec un léger resserrement dans certains cas seulement) grâce à une reprise progressive qui interviendra plus tard.

**En conclusion**, nous pensons que **l'inflation dans les pays développés** pourrait faire l'objet d'une **volatilité inhabituelle** dans les mois à venir, en raison des distorsions induites par les dispositifs de confinement et les effets de base qui devraient s'inverser en 2021. Tant que *l'output gap* reste ouvert, les

forces déflationnistes mondiales et locales pourraient contenir l'inflation, tandis que la disparition progressive de l'effet de base du pétrole devrait aider l'inflation à se redresser durant les 12 prochains mois, de pair avec la disparition des effets de base liés aux réductions de TVA, là où de telles réductions ont été adoptées (par exemple en Allemagne). Dans les pays émergents, la situation d'ensemble devrait rester favorable, l'inflation globale se maintenant dans les limites ou proche des objectifs des banques centrales. Il convient néanmoins de surveiller la dynamique et les anticipations en matière de prix, compte tenu des efforts d'assouplissement considérables consentis par la plupart des banques centrales.

## Cartographie des prévisions économiques américaines.

Au quatrième trimestre 2021, la croissance forte et supérieure à la médiane n'entraînera pas de surchauffe persistante de l'inflation, malgré le soutien apporté jusqu'à présent par la politique monétaire. Bien au contraire, l'inflation se rapprochera de l'objectif tout en restant modérée



Source: Amundi Global Research, Bloomberg, Eikon – Datastream, January 2020.

**Méthodologie :** le tableau représente la valeur anticipée au quatrième trimestre 2021 (triangle noir) de chaque variable (PIB des États-Unis en GA, IPC des États-Unis en GA, accélération du M1 des États-Unis) par rapport à deux séries de données :

- bleu clair : les valeurs historiques min et max atteintes par la série au cours de la période (à partir de 1988)
- bleu foncé : les valeurs min et max de la distribution des variables conditionnées à la probabilité estimée de chaque phase macro-financière telle que calculée par l'Advanced Investment Phazer.

Ceci permet d'évaluer la position des projections par rapport à la distribution typique du régime financier attendu selon l'Advanced Investment Phazer 12 mois à l'avance.

## II - Réajustement des probabilités de notre scénario

Alors que 2021 s'amorce, **nous nous attendons à ce que la voie de la reprise soit irrégulière**, marquée par des vagues d'optimisme liées aux **progrès des campagnes de vaccination à grande échelle**, d'une part, et par les **mesures de lutte contre le virus**, d'autre part, sachant que ces dernières ne devraient

pas être complètement abandonnées avant le troisième trimestre.

Nous avons réexaminé les probabilités par rapport au trimestre précédent de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs en termes de régimes financiers. **Ces scénarios dépendent du rythme des campagnes de vaccination à grande échelle**, qui devraient être non linéaires et hétérogènes.

## LE THÈME DU MOIS

*La trajectoire de la reprise au quatrième trimestre diverge d'une région à l'autre, en raison de la nouvelle vague épidémique qui a déclenché des reconfinements, ce qui a partiellement neutralisé le regain de confiance suscité par le début plus tôt que prévu des campagnes de vaccination*

► **Hausse de la probabilité de notre scénario central à 75 %.**

Nous avons une plus grande conviction quant à notre **scénario central** dont nous relevons la probabilité de 65 % à 75 %. Selon ce scénario, le retour de l'ordre dans le monde nécessitera plusieurs années, de nouvelles chutes de l'économie réelle provoquées par des flambées épidémiques étant probables, tandis que les interventions macroéconomiques permettront d'accélérer le rétablissement lors de ces épisodes.

Selon nos estimations, les bénéficiaires des entreprises feront preuve de résilience et rebondiront par rapport à leur creux de 2020 à mesure que l'activité économique redémarrera. Le maintien de taux d'intérêt bas devrait permettre aux marchés actions de se redresser davantage, contribuant ainsi à maintenir l'écart notable qui s'est creusé entre les marchés financiers et l'économie en 2020 et qui a été entretenu grâce à des politiques volontaristes.

**Nous confirmons notre vision constructive à moyen terme pour la poursuite de la reprise, avec un optimisme plus prudent à court terme en ce qui concerne les marchés financiers.**

Notre optimisme s'appuie sur trois avancées majeures du 4<sup>e</sup> trimestre :

- 1. les progrès tangibles sur le front du vaccin contre le Covid-19** depuis novembre, qui nous permettent d'être plus confiants dans une reprise fondée sur les vaccins et soutenue par
- 2. les améliorations progressives du soutien budgétaire** qui nous permettent d'améliorer nos projections économiques.<sup>2</sup> Nous pensons que ce sont les dépenses budgétaires qui auront l'impact le plus important en traitant de manière sélective les aides (sociales) dans les secteurs qui ont été durement touchés par les restrictions en matière de santé. Les banques centrales des pays du

G4 se sont engagées à maintenir des conditions de financement accommodantes pour stabiliser les marchés financiers et monétiser les émissions de dette souveraine afin de stimuler la croissance économique.

3. la disparition des principaux **risques politiques** (élections américaines, Brexit sans accord) qui a entraîné une baisse de la volatilité des marchés financiers.

► **Probabilité du scénario baissier toujours élevée à 15 %**

Les intervenants du marché ont intégré une reprise économique portée par les vaccins de manière un peu hâtive. Les risques baissiers, dont nous évaluons la probabilité à 15 % (contre 25 % auparavant), restent élevés et supérieurs à la tendance historique, d'où notre prudence sur les mouvements de marché à court terme.

Nous percevons trois principaux catalyseurs susceptibles de déclencher notre scénario baissier :

1. une **mutation génétique du virus** qui pourrait à nouveau amener la pandémie à échapper à tout contrôle et entraîner des chocs de croissance négatifs.
2. des **erreurs politiques**, notamment en termes de risque d'exécution des plans budgétaires ou sous la forme d'une suspension des politiques monétaires ou de modification partielle de leur positionnement accommodant. La Réserve Fédérale pourrait par exemple se trouver sous pression en raison d'une chute incontrôlée du dollar, du désancrage des taux ou des anticipations d'inflation. Ces dernières étant une affaire de consensus, elles constituent un risque en soi qui pourrait changer la donne.
3. un **ralentissement économique prolongé** affectant le moral des entreprises et des consommateurs, et se répercutant sur des secteurs

<sup>2</sup> Cette fois, nous avons explicitement intégré les dépenses de soutien budgétaire (soit environ 500 milliards de dollars pour les États-Unis, avec des retombées principalement au premier et deuxième trimestre, calculées en conformité avec les estimations des multiplicateurs budgétaires du CBO (Congressional Budget Office). Pour la zone euro, entre 15 % et 20 % des subventions allouées au titre du FRR (facilité pour la reprise et la résilience) pour chaque pays bénéficiaire, avec des retombées principalement à partir du troisième trimestre, calculées sur la base de multiplicateurs conformes aux projets de plan budgétaire présentés à la Commission européenne).

## LE THÈME DU MOIS

qui n'ont pas encore été atteints par la crise (secteur financier) et faisant évoluer cette crise économique exceptionnelle en une crise financière.

► **Probabilité de 10 % pour le scénario haussier**

Notre scénario haussier envisage une résolution de la crise sanitaire au premier semestre 2021 qui confirmerait le scénario de reprise tirée par les vaccins. Un rééquilibrage coordonné des politiques macroéconomiques, accompagné du renforcement de l'activité ouvrirait la voie à une reprise économique vertueuse qui entraînerait des gains de productivité grâce à de nouveaux développements numériques/décarbonisation et une normalisation plus rapide. La demande privée réapparaîtrait, entraînant une progression de l'inflation tirée par la demande, même si celle-ci est modérée.

**Conséquences en matière d'investissement**

Compte tenu des nouvelles probabilités de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs, nous recommandons la constitution de portefeuilles diversifiés, avec des expositions au risque équilibrées, capables de résister à une hausse de la volatilité en cas de chocs négatifs liés à la croissance ou aux politiques institutionnelles. Nous nous attendons à ce que les bénéfices des entreprises rebondissent, favorisant une hausse encore plus marquée des prix des actifs risqués dans un contexte de taux d'intérêt contrôlés par les banques centrales. Ceci devrait soutenir l'actuelle rotation des risques du crédit HY vers les actions décotées/cycliques et vers les actifs émergents.

**III - Perspectives d'investissement à moyen terme**

**Transposition de notre évaluation top-down dans l'Advanced Investment Phazer**

Nous avons déjà décrit les composants de notre indicateur de cycle, l'Advanced Investment Phazer, sur lequel se fondent nos estimations à moyen terme. Ce dispositif nous permet de faire le lien entre nos opinions et prévisions macroéconomiques et nos convictions et stratégies d'investissement.

**Nous confirmons le « régime de rétablissement financier » comme scénario central** (avec une probabilité de 75 %), la croissance et les déterminants macroéconomiques restant primordiaux. Selon notre radar économique, le ralentissement observé au quatrième trimestre 2020 ne devrait pas compromettre le rebond de 2021. Pour autant, la convergence de la croissance économique vers les niveaux d'avant-crise sera lente et chaotique en raison des dommages structurels graves causés par la pandémie dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre.

Notre analyse fondée sur les **déterminants à long terme de la croissance montre que la croissance potentielle a été sévèrement affectée par la pandémie via les trois vecteurs de croissance** (perte de productivité, baisse des investissements en capital et diminution de la participation de la population active) et que ces effets ne s'inverseront que progressivement et à moyen terme. Toutefois, **les bénéfices des entreprises devraient faire preuve d'une plus grande résilience et revenir plus rapidement à leurs niveaux d'avant-crise** (aux États-Unis, nous nous attendons à ce que les BPA de 2021 soient encore plus élevés que ceux de décembre 2019). Qui plus est, **la dynamique des prix des actifs ne devrait pas changer la donne en ce qui concerne les politiques monétaires des banques centrales** et les injections de liquidités devraient rester conséquentes, soutenant la reflation des actifs et préservant des conditions financières et de financement favorables.

**Les politiques de relance soutiennent les actifs risqués, mais aboutissent à une déconnexion de ces actifs par rapport à leurs fondamentaux, ce qui augmente les risques baissiers.** Cela se reflète dans la probabilité que nous attribuons au scénario baissier (15 %), qui suppose une correction du marché supérieure à 10 %, c'est-à-dire conforme à la moyenne historique.

► **Quête de rendement et diversification**

Dans cet environnement, **la quête de rendement reste le thème dominant** sur l'ensemble des actifs obligataires.

## LE THÈME DU MOIS

*La rotation du crédit HY vers les actions qui a commencé au quatrième trimestre 2020 devrait se poursuivre durant les prochains trimestres*

L'accent se déplace toutefois vers les **obligations émergentes, à des fins de diversification et pour les perspectives de performance qu'elles offrent**. La faiblesse du dollar américain, les revenus ajustés en fonction de la prime temporelle et l'amélioration des conditions économiques dans les pays émergents sont autant de facteurs positifs pour les obligations émergentes mondiales. De plus, l'assouplissement des conditions financières décidé par les banques centrales permet également d'éviter les pics de volatilité dans les courbes de rendement des marchés émergents. Nous renouvelons notre préférence pour les **obligations indexées sur l'inflation** par rapport aux obligations d'État, car les anticipations d'inflation sont ancrées à des niveaux peu élevés, de sorte qu'elles représentent une couverture peu coûteuse en cas de hausse à l'avenir.

► **Préférence pour les actions parmi les actifs risqués**

La **résistance des bénéfiques des entreprises** dans un contexte de taux d'intérêt contrôlés devrait permettre aux actions d'atteindre de nouveaux sommets en 2021-2022 sans toutefois supposer une envolée des multiples. Nous anticipons, en effet, un retour progressif des ratios cours/bénéfices à la médiane historique. **Les marchés actions présentent donc le meilleur profil risque/rendement parmi les actifs risqués.**

De plus, nous pensons que l'actuelle rotation du crédit HY vers les actions va se poursuivre, du moins dans les marchés développés. Bien que la volatilité du crédit HY ait diminué de manière significative en 2020, le potentiel de hausse à partir de *spreads* extrêmement serrés, et ce de manière artificielle, est plus faible que lors des reprises précédentes.

La rotation des classes d'actifs au quatrième trimestre et la performance des actifs risqués ont considérablement réduit la dislocation du marché et le niveau de sous-évaluation des retardataires (prime de risque des actions mondiales vs rendement, actifs cycliques, matières premières et, de manière générale, toutes les opérations liées au thème de la reflation).

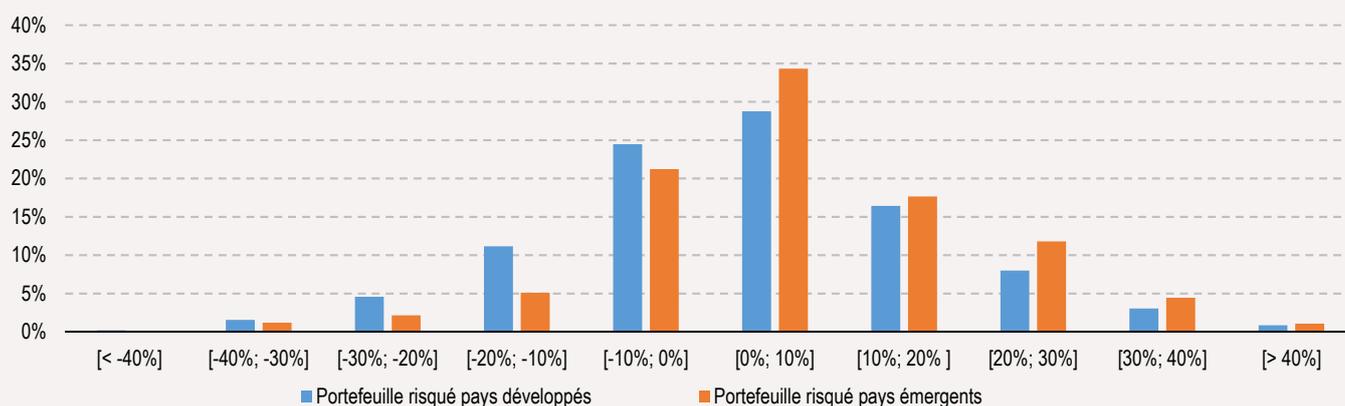
► **Réalité de la poursuite et de la durabilité de la rotation**

Selon nos analyses, **la rotation s'inscrit dans la durée**. Nous percevons **un potentiel de rotation du HY vers les actions qui est plus élevé dans la zone euro** et qui a presque épuisé son attractivité aux États-Unis en raison de la popularité de ce thème dans la région. **Il sera possible de trouver des opportunités d'investissement sur les actifs risqués émergents tout au long du premier semestre 2021.**

Compte tenu de ces considérations, il nous semble opportun de **poursuivre**

**Dans le contexte d'un régime de rétablissement financier, notre scénario central, les actifs risqués émergents (HY + actions) surperforment en moyenne les actifs risqués des marchés développés, grâce essentiellement à des valorisations top down moins chères.**

1/ **Performances attendues - Portefeuille d'actifs risqués des pays développés vs Portefeuille d'actifs risqués émergents**



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, site internet de Standard & Poor, janvier 2021, l'axe des abscisses représente les fourchettes de performance prévisionnelle des portefeuilles, l'axe des ordonnées correspond à la fréquence de la répartition des probabilités.

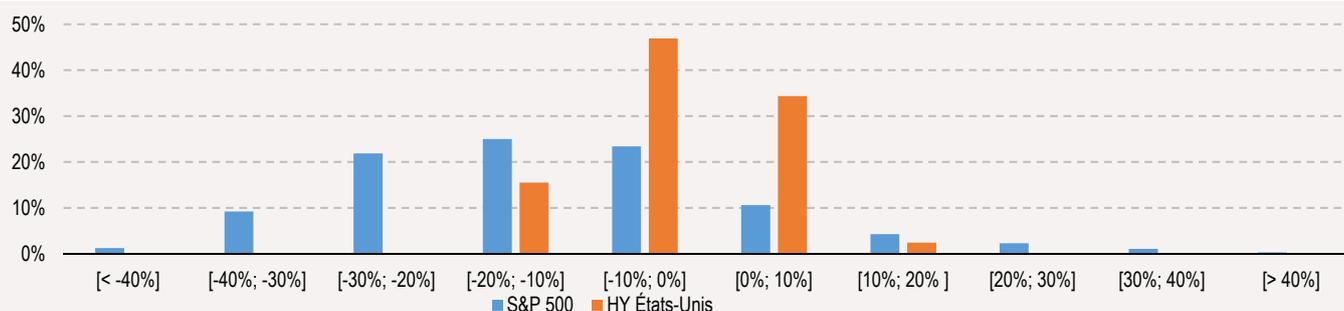
## LE THÈME DU MOIS

cette rotation, en se concentrant davantage sur les classes d'actifs retardataires et en exploitant ce

thème de manière transversale de manière à garantir une bonne diversification des risques.

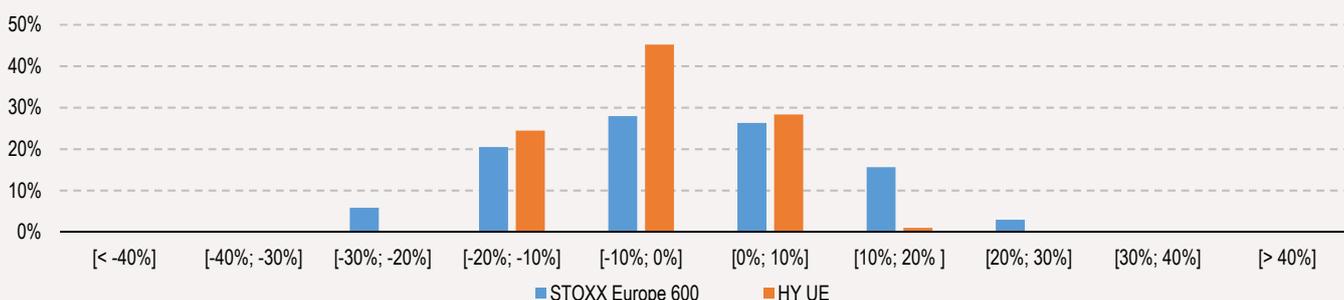
Dans un portefeuille multi-actifs, le thème de la rotation du HY vers les actions est valable à la fois dans la zone euro et aux États-Unis. En revanche, en termes relatifs, la zone euro présente davantage de potentiel haussier.

## 2/ Fair Value - HY US vs actions US



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, site internet de Standard & Poor, janvier 2021, l'axe des abscisses représente les fourchettes de performance prévisionnelle des portefeuilles, l'axe des ordonnées correspond à la fréquence de la répartition des probabilités.

## 3/ Fair Value - HY UE vs actions UE



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, site internet de Standard & Poor, janvier 2021, l'axe des abscisses représente les fourchettes de performance prévisionnelle des portefeuilles, l'axe des ordonnées correspond à la fréquence de la répartition des probabilités.

**Methodologie :** les performances prévisionnelles (et les justes valeurs) anticipent les distributions sur la base de simulations de scénarios générées par nos prévisions macroéconomiques internes et les probabilités de régime financier émanant de notre Advanced Investment Phazer. Les distributions simulées reflètent les asymétries, les risques haussiers et les risques baissiers qui sous-tendent le scénario central pour toutes les classes d'actifs considérées. Dans le dernier graphique, nous présentons deux portefeuilles équilibrés (portefeuilles d'actifs risqués des marchés développés (MD) et émergents (ME)) basés respectivement sur une répartition 50 % HY MD + 50 % Actions MD et 50 % HY ME + 50 % Actions ME. Selon nos calculs, les portefeuilles présentant une forte exposition aux actifs émergents devraient surperformer ceux exposés aux marchés développés.

## Conclusion

**Le quatrième trimestre 2020 a confirmé la reprise du cycle économique et financier, et le régime de rétablissement financier de 2021 assurera une plus grande marge de manœuvre pour la rotation des classes d'actifs risqués.** Nous pensons que la reprise économique entraînera un processus de rattrapage progressif mais inégal. De nouvelles chutes de l'économie réelle surviendront en raison des flambées épidémiques, mais les interventions budgétaires et monétaires devraient permettre

d'accélérer le rétablissement lors de ces crises. Dans ce contexte, la croissance, les taux, l'inflation, les politiques monétaires et budgétaires sont étroitement imbriqués, ce qui signifie qu'un risque idiosyncratique peut entraîner un risque systémique, même si celui-ci n'est envisagé que dans notre scénario baissier.

Les principaux risques associés à notre scénario central concernent toujours (1) l'évolution de la pandémie au premier trimestre 2021, qui pourrait entraîner de nouveaux chocs de croissance négatifs, une multiplication des

## LE THÈME DU MOIS

défauts et des faillites résultant d'un ralentissement économique prolongé qui affecterait le moral des entreprises et des consommateurs, et (2) les risques dans la mise en place des plans de relance budgétaire ambitieux.

**Malgré la possibilité d'une correction du marché à court terme qui mérite d'être envisagée, nos analyses montrent que le thème de la rotation des risques reste d'actualité à moyen terme.** Après le rattrapage de ces derniers temps aux États-Unis, nous anticipons un potentiel de performance relative plus élevée dans la rotation du

crédit HY vers les actions en zone euro. Les opportunités d'investissement devraient continuer à se présenter dans les marchés émergents durant le premier semestre 2021. Compte tenu de ces considérations, il nous semble opportun de poursuivre cette rotation, en se concentrant davantage sur les classes d'actifs retardataires et en exploitant ce thème de manière transversale de manière à **maintenir une diversification optimale des portefeuilles.**

*Achévé de rédiger le 06/01/2021*

## THÉMATIQUE



**BOROWSKI Didier**  
Responsible Global Views



**PERRIER Tristan**  
Analyste Global Views

*Les investisseurs étrangers, sous-exposés aux actifs de la zone euro, pourraient vouloir se repositionner sur ces derniers, accélérant la hausse de l'euro... Attention à une appréciation excessive!*

## L'appréciation de l'euro est-elle le signe d'une plus grande résilience ?

La complexité et l'apparente fragilité des institutions européennes ont contribué à maintenir une prime de risque politique spécifique sur les actifs européens, dont l'euro. Mais, plutôt que de se déliter, les institutions européennes se sont finalement renforcées en 2020 lorsque les Etats membre ont convenu, en juillet, de lancer le plan de relance « Next Generation EU ». La récente appréciation de l'euro est peut être le signe précurseur d'une baisse de cette prime de risque politique. Les investisseurs étrangers pourraient en effet vouloir rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur des actifs de la zone euro, tirant ainsi la devise à la hausse. Une appréciation trop rapide, cependant, conduirait la BCE à intervenir.

### Les institutions européennes se renforcent au fil des crises

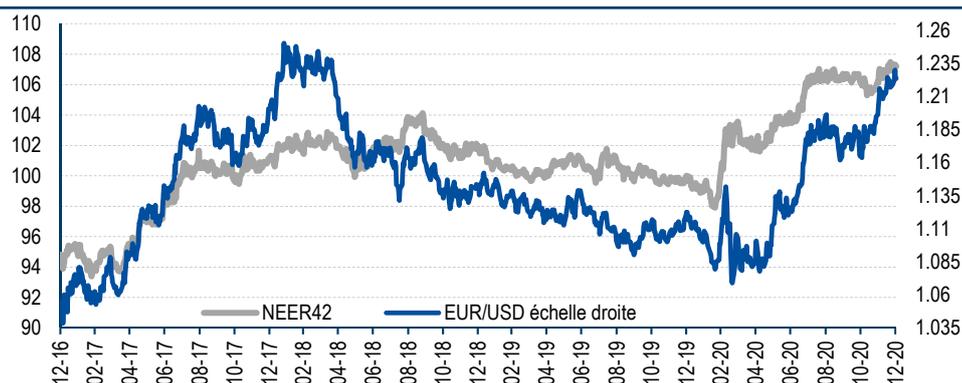
Les années 2010 ont été marquées par des événements perçus par les marchés comme de sérieux défis pour l'intégrité de l'UE et de la zone euro : la crise de la dette souveraine de 2011-2012, puis la crise de la dette grecque en 2015, la saga du Brexit, la relative nervosité autour des élections françaises de 2017 et les tensions entre l'Italie et le reste de la zone euro après les élections générales italiennes de 2018. Ces événements, associés à la faiblesse de la croissance, ainsi que la complexité et la fragilité perçues des institutions européennes, ont contribué à maintenir une prime de risque politique spécifique sur les actifs européens.

**La crise de Covid-19 a d'abord été considérée comme une nouvelle menace existentielle pour ces institutions, entraînant des fermetures temporaires de frontières et la perception d'attitudes non coopératives et d'une solidarité**

**insuffisante entre pays européens. Cependant, après quelques semaines de doutes, l'Europe a réussi à « passer » au lieu de « casser » : les institutions n'ont finalement pas paru affaiblies mais renforcées** lorsque les négociateurs ont convenu en juillet de lancer le plan Next Generation EU (NGEU), d'un montant de 750 milliards d'euros, bien identifié comme une nouvelle étape majeure en termes de solidarité budgétaire. En effet, en empruntant des montants importants au nom de l'UE, qui seront en principe remboursés par les « ressources propres » de l'UE (nouvelles taxes), en distribuant la plus grande partie de ces fonds sous forme de subventions et en permettant leur utilisation en partie pour soutenir la croissance à court terme, ce nouvel instrument porte l'intégration européenne au-delà de certaines des anciennes « lignes rouges » que les pays d'Europe du Nord ne voulaient pas dépasser.

**En 2021, l'agenda politique s'annonce a priori moins risqué.** Les deux élections majeures au sein de la zone euro auront

### 1/ EUR/USD et taux de change effectif nominal de l'euro (base 100 au 31/12/2016 pour le taux effectif)



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

## THÉMATIQUE

lieu aux Pays-Bas et en Allemagne. Elles mériteront d'être suivies avec attention (notamment pour mesurer la force du sentiment eurosceptique, et parce que le successeur d'Angela Merkel devrait enfin être connu) mais il est très improbable qu'elles débouchent sur des équilibres politiques menaçant l'intégrité des institutions européennes. Sur le plan positif, si des frictions peuvent survenir au sujet du déploiement effectif du NGEU (prévu au second semestre 2021), l'élan politique derrière ce projet est désormais très puissant. **L'approche coopérative portée par le Fonds de relance devrait, de plus, accélérer d'autres projets institutionnels, qui ont également progressé** (tels que le MES et l'Union bancaire) ou ont été initiés (la « bad bank » européenne) en 2020.

Enfin, l'administration Biden devrait se montrer plus amicale envers l'Europe, notamment en adoptant une approche plus coopérative et moins protectionniste que celle de Donald Trump. Par ailleurs, les forces politiques dites « eurosceptiques » obtiendront moins de soutien de la part de cette nouvelle administration.

**L'appréciation de l'euro pourrait être le prix à payer pour cette plus grande résilience**

Du point de vue des marchés, **il est très probable qu'une partie de la compression des *spreads* européens, et même une partie de l'appréciation de l'euro depuis l'été 2020, soient attribuables à cette perception d'une baisse du risque institutionnel « systémique » européen.** La question clé est maintenant de savoir si cette prime de risque se contractera davantage en 2021. Les investisseurs internationaux restent sous-exposés aux actifs européens, bien que cette tendance ait commencé à s'inverser fin 2020 à partir de faibles niveaux. Il est vrai, cependant, que nous avons connu des épisodes similaires au cours de la dernière décennie et que cette sous-exposition structurelle est avant tout due à la faiblesse des rendements sur les marchés obligataires de la zone euro et au faible nombre de valeurs de croissance par rapport aux États-Unis ou aux marchés émergents.

Le taux de change effectif de l'euro s'est accru de 6 % depuis le début de l'année 2020. À 1,22-1,23 \$, l'euro est assez proche de sa valeur d'équilibre calculée à partir des modèles de valorisation traditionnels (notre prévision est de 1,25 pour fin 2021). À ce niveau, les entreprises européennes n'ont pas de réel problème de compétitivité, d'autant plus que les exportations seront avant tout sensibles, dans le contexte actuel, au rebond de la demande mondiale. Dans tous les cas, la reprise devrait être principalement tirée par la demande intérieure en 2021.

Une chose est cependant certaine: **l'appréciation de l'euro ne peut s'expliquer par la dynamique de croissance relative.** Le PIB de la zone euro ne devrait retrouver son niveau d'avant la crise que fin 2022, soit plus d'un an après le PIB américain.

Cela étant dit, les progrès réalisés sur le front de ses institutions (Fonds de relance, union bancaire) devraient renforcer la résilience de l'Europe face aux chocs à venir. Les investisseurs étrangers, sous-exposés aux actifs de la zone euro, pourraient vouloir se repositionner sur ces derniers, générant ainsi une pression haussière supplémentaire sur l'euro. Par ailleurs, **les banques centrales étrangères pourraient saisir cette occasion pour rééquilibrer leurs réserves de change en faveur de la monnaie unique. La récente appréciation de l'euro pourrait alors être le signe précurseur d'une baisse de la prime de risque politique qui a pesé sur la monnaie et les actifs européens ces dernières années.**

**... Mais attention à une appréciation excessive**

La dernière décennie montre que l'euro peut s'apprécier fortement indépendamment de la croissance (près de 1,50 \$ en 2011 et 1,40 en 2014). Cependant, toutes les économies européennes ne présentent pas le même degré de sensibilité au change: les pays périphériques (et la France) ont plus souffert de cette appréciation que l'Allemagne. **Les responsables politiques de la zone euro doivent veiller à ce que la région ne soit pas « victime de son propre succès » lors**

## THÉMATIQUE

**de la phase de reprise, d'autant plus que celle-ci devrait être beaucoup plus lente dans les pays du sud (Italie, Espagne).** Les gouvernements ne pouvant pas y faire grand-chose, la balle est clairement dans le camp de la BCE. Ceci est d'autant plus vrai que l'impact de l'appréciation de l'euro sur l'inflation est particulièrement malvenu pour la BCE. En effet, ses recherches ont mis en évidence le fait que, lorsque l'euro s'apprécie rapidement, l'impact sur l'inflation est d'autant plus prononcé. Fabio Panetta a d'ailleurs souligné le 10 décembre que la hausse de l'euro avait déjà conduit la BCE

à revoir à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2021 et 2022. **La BCE ne laissera donc pas l'euro s'envoler sans réagir. Le levier le plus efficace pour endiguer la hausse d'une devise est celui des taux d'intérêt.** Certes, la barre paraît très haute pour que la BCE abaisse à nouveau son taux de dépôt. Cependant, elle pourrait bientôt commencer à mentionner explicitement cette option si les pressions haussières sur l'euro s'intensifient sans lien avec les fondamentaux de la zone.

*Achévé de rédiger le 07/01/2021*

## THÉMATIQUE



**BOROWSKI Didier**  
Responsable Global Views

## États-Unis : le pouvoir des décrets

À l'issue des élections en Géorgie, les démocrates disposent d'une courte majorité au Congrès. Pour faciliter la gouvernance, la nouvelle administration va selon toute vraisemblance continuer à recourir aux décrets présidentiels (les *executive orders*). Leur utilisation s'est répandue au fil du temps et ils sont devenus un instrument de gouvernance à part entière.

### Actes présidentiels : une définition imprécise

Un décret présidentiel (ci-après « décret ») est une déclaration écrite, promulguée et signée par le président, visant à « *diriger ou ordonner l'action des agences exécutives ou des fonctionnaires d'État, ou à définir les politiques à suivre par le pouvoir exécutif* ». **Un décret a la même valeur juridique qu'une loi adoptée par le Congrès** (sauf s'il est en conflit avec une loi fédérale existante).

Il convient de noter qu'il existe deux autres formes d'actes présidentiels, avec lesquelles les décrets sont souvent confondus : le mémorandum et la proclamation. Ces actes présidentiels sont similaires aux décrets (en ce qu'ils ont force de loi), mais contrairement aux décrets, qui doivent être signés et publiés, il n'existe pas de procédure formelle pour un mémorandum ou une proclamation.

**Selon les services du Congrès, il n'existe d'ailleurs pas de « définition directe des décrets, mémorandums présidentiels et proclamations dans la Constitution américaine, de même qu'il n'y a pas de disposition spécifique encadrant leur promulgation ».**

**Historiquement, c'est naturellement dans le domaine militaire que les présidents ont le plus souvent recouru aux décrets.** En tant que commandant en chef des forces armées, le président peut recourir à l'action exécutive pour définir la politique militaire.

Cependant, l'article II de la Constitution américaine donne au président, commandant en chef, le pouvoir exécutif et stipule qu'il doit « *veiller à ce que les lois soient fidèlement exécutées* ».

**Par conséquent, en pratique, les décrets peuvent couvrir un très large éventail d'actions publiques.**

**L'action exécutive permet au président de prendre des décisions en contournant le Congrès.**

Depuis George Washington, chaque président a utilisé les décrets de manière spécifique. La Proclamation d'émancipation du président Abraham Lincoln en 1863 est la plus célèbre action exécutive<sup>1</sup> de l'histoire des États-Unis. Mais les décrets sont devenus au fil du temps plus controversés car les présidents les utilisent de plus en plus fréquemment et de manière inédite. Ainsi, le recours aux décrets s'est étendu à de nombreux domaines, l'absence de majorité et la polarisation accrue incitant les présidents à utiliser les décrets comme substituts à la législation. Mais ce n'est pas réellement une nouveauté ; rappelons que le recours aux décrets a joué un rôle clé dans le mouvement des droits civils, les présidents Kennedy et Johnson usant de décrets pour promouvoir la discrimination positive et l'égalité des chances en matière d'emploi.

**Donald Trump a été particulièrement actif en la matière, sans toutefois battre les records.**

Il a ainsi promulgué 202 décrets en un seul mandat, ce qui représente certes une cadence plus rapide que la majorité des présidents américains depuis la Seconde Guerre mondiale (276 pour Barack Obama en deux mandats, 291 pour George W. Bush en deux mandats et 364 pour Bill Clinton en deux mandats), tout en restant moins prolifique que Jimmy Carter (320 en un seul mandat). De plus, ce nombre se situe bien loin du record détenu par le président Franklin Roosevelt (3271 décrets

<sup>1</sup> Techniquement, il s'agissait d'une proclamation et non d'un décret (dans les deux cas, le président agit en contournant le Congrès). En cas d'urgence, le président dispose d'un pouvoir quasi illimité pour promulguer des décrets. Abraham Lincoln a ainsi recouru à un décret pour combattre la guerre civile, tout comme Woodrow Wilson pour gérer la participation américaine à la Première Guerre mondiale ou encore Franklin Roosevelt pour approuver les camps d'internement japonais pendant la Seconde Guerre mondiale.

## THÉMATIQUE

enregistrés entre 1933 et 1945), dans des circonstances il est vrai exceptionnelles (crise et guerre) et bien en deçà des niveaux atteints par d'autres présidents comme Theodore Roosevelt (1081), Woodrow Wilson (1803), Herbert Hoover (968) ou Harry Truman (907).

**Pour autant, le recours aux décrets par Donald Trump a été vivement critiqué, car il s'en est servi pour remodeler (en temps de paix) l'ensemble de la politique commerciale américaine** et renforcer ainsi sa base électorale, une utilisation très éloignée de l'esprit de la constitution.

**Un décret peut, en théorie, être annulé, mais dans la pratique, cela arrive assez rarement :**

- **Le Congrès peut contourner un décret en refusant les financements nécessaires à son application.** Auquel cas la loi adoptée prime sur le décret. Toutefois, le président peut alors opposer son veto à cette disposition du Congrès, un veto que le Congrès ne peut outrepasser qu'avec une majorité des deux tiers qui est très difficile à obtenir. C'est pourquoi les frictions avec le Congrès restent la plupart du temps sans conséquence.
- **Les décrets peuvent également être annulés par un tribunal.** Pour ce faire, ce dernier doit démontrer que le président a outrepassé son autorité, ce qui est difficile compte tenu des larges prérogatives dont dispose le président. Le président peut fonder son autorité sur la Constitution, son statut de commandant en chef ou une loi. Dans la pratique, les tribunaux ne sont parvenus à invalider des décrets que lorsqu'ils violaient<sup>2</sup> les droits civils.
- **Cependant, un président en exercice peut annuler un décret ou promulguer un nouveau décret qui contredit un décret précédent,** ce qui, concrètement, revient au même. Cela se produit fréquemment lorsqu'un nouveau président entre en fonction<sup>3</sup>.

On peut donc s'attendre à ce que Joe Biden utilise ce moyen pour revenir sur certaines des décisions de Donald Trump, et ce dès le 20 janvier 2021.

Il convient toutefois de noter que les décrets émis par Donald Trump n'ont été contestés ni par le Congrès ni par les tribunaux. **Il est donc probable que l'utilisation des décrets se poursuivra avec Joe Biden, notamment sur les questions de politique commerciale** (relations entre les États-Unis et la Chine).

**En outre, en ce qui concerne la réglementation, rien n'exclut le recours aux décrets, en particulier lorsqu'il s'agit de s'opposer à des situations de monopole** (car les décrets peuvent s'appuyer sur les lois antitrust existantes). Il existe pourtant certaines questions sur lesquelles le président ne peut certainement pas s'appuyer sur des décrets. C'est le cas de la plupart des questions budgétaires et fiscales ; c'est, en définitive, la raison pour laquelle les élections en Géorgie du 5 janvier étaient si importantes pour la politique économique de la nouvelle administration.

**Conclusion: le président américain dispose de pouvoirs étendus qu'il ne faut pas sous-estimer,** même lorsqu'il ne bénéficie pas du soutien du Congrès. **L'action de Donald Trump à coups de décrets a créé un précédent** qui pourrait entraîner un changement durable dans la manière de gouverner aux États-Unis (notamment en matière de politique commerciale). **Il sera intéressant de voir dans quelle mesure Joe Biden peut et veut recourir aux décrets pour lutter contre les inégalités croissantes, à l'instar d'un Kennedy qui les avait utilisés pour combattre les discriminations raciales.**

*Achévé de rédiger le 05/01/2021*

<sup>2</sup>Le cas le plus célèbre d'annulation d'une action exécutive par un tribunal s'est produit en 1952. Pendant la guerre de Corée, le président Truman avait saisi des aciéries pour faire cesser une grève en usant de son autorité de commandant en chef. Mais la Cour suprême invalida le décret de Truman au motif que son autorité de commandant en chef ne l'autorisait pas à saisir des biens privés.

<sup>3</sup>Au lendemain de son entrée en fonction, Barack Obama annula un décret de George W. Bush qui limitait le financement de la recherche sur les cellules souches. Donald Trump, quant à lui, publia un mémorandum exécutif contredisant le précédent mémorandum de Barack Obama sur l'Action différée pour les arrivées d'enfants (Deferred Action for Childhood Arrivals ou DACA).

## SCÉNARIO CENTRAL &amp; SCÉNARIOS ALTERNATIFS

## Mise à jour mensuelle

Ce mois-ci, nous mettons à jour les probabilités et le narratif de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs, en tenant compte des évolutions du quatrième trimestre 2020 en matière de vaccins, de politique budgétaire et monétaire et de (géo) politique. Nous avons une plus grande conviction quant à notre scénario central dont nous relevons la probabilité de 65 % à 75 %. Nous réduisons en revanche la probabilité de notre scénario baissier de 25 % à 15 %, celui-ci restant néanmoins supérieur aux niveaux historiques. Nous confirmons notre opinion constructive à moyen terme quant au « régime de rétablissement financier », avec davantage de prudence à court terme vis-à-vis des marchés financiers, compte tenu de l'actualité dépendante du virus. Ce mois-ci, nous avons laissé inchangées les probabilités du scénario central et des scénarios alternatifs fortement ancrées à nos prévisions macroéconomiques. Nous avons toutefois modifié notre analyse pour tenir compte des résultats des élections américaines, des nouvelles positives sur le vaccin et de l'impact de la deuxième vague de la Covid-19.

SCÉNARIO BAISSIER  
15 %

## Stagnation à long terme

## Analyse

- La pandémie échappe à tout contrôle en raison d'une mutation génétique du virus et entraîne des chocs de croissance négatifs
- Erreurs politiques et risque d'exécution des mesures budgétaires
- Interruption ou retrait des politiques monétaires accommodantes, en raison de contraintes internes (bulle d'actifs) ou externes (devises)
- Ralentissement économique prolongé, dû à l'incertitude (manque de visibilité), affectant le moral des entreprises et des consommateurs
- Évolution de la crise économique en crise financière
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales

SCÉNARIO CENTRAL  
75 %Reprise multi-vitesses  
et pluri-annuelle

## Analyse

- Processus pluriannuel pour remettre l'économie mondiale sur les rails, en suivant une trajectoire de reprise chaotique
- Instabilité de la reprise provoquée par des flambées épidémiques et des mesures de confinement jusqu'au quatrième trimestre 2021
- Campagnes de vaccination massives au premier semestre, mais inégales d'une région à l'autre
- Volonté politique forte pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées, (mais la capacité à les déployer en temps opportun constitue un risque)
- Les politiques monétaires accommodantes sont maintenues, afin de faire face aux risques déflationnistes et à l'augmentation de la dette publique
- Dynamique positive des bénéfices des entreprises et diminution des risques de solvabilité
- Le rapport entre commerce mondial et PIB mondial continue de baisser, mais les tensions géopolitiques s'atténuent après les élections américaines
- La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses (risque de tensions sociales accrues)

SCÉNARIO HAUSSIER  
10 %

## Reprise en forme de V

## Analyse

- Crise sanitaire résolue à la fin du premier semestre 2021, grâce à des campagnes de vaccination de masse et à des mesures de confinement efficaces
- Reprise durable portée par les vaccins
- Productivité accrue grâce aux nouveaux projets numériques et écologiques
- Normalisation plus rapide de l'activité économique
- 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
- Croissance durable et besoin moindre de nouvelles mesures de soutien (budgétaire)

## SCÉNARIO CENTRAL &amp; SCÉNARIOS ALTERNATIFS

**SCÉNARIO BAISSIER**  
15 %**Stagnation à long terme****Répercussions sur les marchés**

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain
- Privilégier l'or, le franc suisse et le yen
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum

**SCÉNARIO CENTRAL**  
75 %**Reprise multi-vitesses et pluri-annuelle****Répercussions sur les marchés**

- Pentification contenue de la courbe des bons du Trésor américain
- Rotation progressive du crédit HY vers les actions
- Thématiques actions : secteurs cycliques et entreprises portées par leurs marchés intérieurs.
- Maintien de poches de revenus : obligations ME et crédit IG
- Préférer l'or du fait de l'incertitude généralisée, de la déflation et des craintes de récession

**SCÉNARIO HAUSSIER**  
10 %**Reprise en forme de V****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 exposés à l'évolution du cycle
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et l'or comme couvertures contre l'inflation

## 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 épencentres 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.

## 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. Les grandes lignes restent inchangées, mais nous modifions les probabilités de certains risques compte tenu des évolutions récentes.

**RISQUE ÉCONOMIQUE**  
20 %

**– Difficultés liées au déploiement du vaccin contre le Covid-19**

- Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus du vaccin pourraient avoir un impact très négatif sur les investisseurs et le sentiment des entreprises, qui s'est nettement amélioré depuis novembre
- Un ou plusieurs variants du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs de fin prochaine de la pandémie

- **Une reprise qui s'étend sur une longue période 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'hystérèse sous-estimés sur le marché du travail**, avec une hausse du chômage et un impact inégal sur les groupes sociaux, pourraient compromettre la reprise

**– Reprise de l'inflation et second « taper tantrum »**

- Le risque est très faible à court terme, mais les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier avec le temps, à mesure que l'épidémie recule
- Les dispositifs de QE pourraient devenir une source d'incertitude lorsque l'inflation entrera dans l'équation

**RISQUE FINANCIER**  
15 %

**– Risque de solvabilité des entreprises**

- À l'aube de la crise du Covid-19, l'endettement des entreprises avait atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise financière de 2008
- L'ampleur de la récession a exacerbé les risques de solvabilité, quels que soient l'action des banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements

- **La faiblesse significative du dollar** pourrait pousser la Fed à interrompre son programme d'achat d'actifs et avoir un impact négatif sur le marché des bons du Trésor américain, entraîner une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettre la reprise dans les pays émergents

**– 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

**RISQUE (GEO)POLITIQUE**  
10 %

**– Guerre froide sino-américaine**

- Au lendemain des élections américaines, le ton belliciste des démocrates amène de nouvelles incertitudes politiques dans les relations bilatérales
- La radiation de la cote d'entreprises chinoises pourrait déclencher des mesures équivalentes en représailles
- Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan

- **Instabilité dans les pays émergents et entre pays émergents** en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques

**– Brexit 2.0**

- L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre pourrait s'avérer bien plus perturbatrice qu'anticipé et s'accompagner de ruptures d'approvisionnement
- Dans le contexte d'un troisième confinement national, le consensus politique national autour du Premier ministre pourrait s'estomper à mesure que la sortie entraîne une perte immédiate de revenus dans certains secteurs
- L'Écosse pourrait réclamer un nouveau référendum sur l'indépendance

**RISQUE ÉCONOMIQUE**  
20 %

- 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 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

**+** 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**  
15 %

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

**-** Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

**RISQUE (GEO)POLITIQUE**  
10 %

**+** 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

- La deuxième vague de l'épidémie de Covid-19 a incité les gouvernements de la zone euro à imposer de nouvelles mesures de confinement, ce qui a entraîné un nouveau repli au quatrième trimestre 2020. Par ailleurs, un ralentissement de l'activité économique a été observé au quatrième trimestre aux États-Unis, alors que le nombre de cas de Covid-19 a atteint des niveaux records.
- Les données indicatives et réelles confirment cette tendance, le secteur manufacturier résistant mieux que celui des services, car il est moins perturbé par les restrictions mises en place.

●●● FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les actifs risqués se négocient à des niveaux onéreux tenant compte des solides estimations de croissance.
- Les ratios cours/bénéfices en termes absolus des actions restent supérieurs à leur moyenne historique, même s'ils devaient se replier à l'avenir en raison du redressement des bénéfices.
- La prime de risque sur les actions et le ratio cours/bénéfices ajustés en fonction des injections de liquidités par les banques centrales restent favorables aux actions en termes de valeur relative.



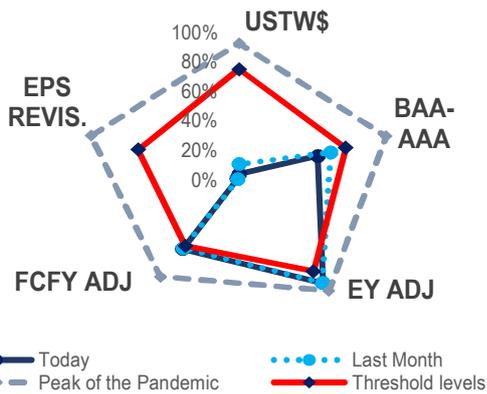
●●● FACTEURS TECHNIQUES

- Début décembre 2020, l'ensemble des actifs risqués s'inscrivaient en territoire survendu, le résultat de l'élection présidentielle américaine et les progrès réalisés à l'égard du développement d'un vaccin contre la Covid-19 ayant largement contribué à une hausse supplémentaire du niveau de risque au sein du portefeuille.
- La mise en place de nouvelles restrictions durant la période de Noël dans un grand nombre de pays développés ainsi que la prise de bénéfices par certains investisseurs avant la fin de l'année ont brisé quelques tendances émergentes parmi les actifs risqués. Ceci témoigne de l'absence d'une directionnalité clairement définie lorsque l'on observe le suivi des tendances ou les signaux purement à contre-courant. Les titres obligataires à haut rendement (obligations d'entreprises américaines et européennes à haut rendement, obligations émergentes) constituent le segment le plus tendu sur l'ensemble des classes d'actifs.

●●● SENTIMENT

- Alors que les banques centrales s'efforcent de rassurer le marché sur leurs mesures de soutien vis-à-vis de la reprise mondiale, les conditions économiques se sont de nouveau assouplies en décembre, confortant ainsi notre baromètre sur le sentiment de risque, lequel restera favorable aux actifs risqués au début de l'année 2021.
- L'évolution à la baisse du dollar US et l'amélioration de l'opinion à l'égard des conditions de crédit – le *spread* Baa-Aaa de Moody's s'est resserré davantage en décembre et s'établit désormais à 10 pb en deçà de notre seuil d'alerte –, les principaux facteurs sur lesquels repose notre indicateur CAST, semblent indiquer une faible probabilité de correction (probabilité CAST inférieure à 10 %).
- Notre indicateur du risque basé sur les flux vient également étayer l'hypothèse selon laquelle l'appétit des investisseurs reste élevé sur l'ensemble des classes d'actifs (en particulier sur les segments des actions et des matières premières).

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



Source : Recherche Amundi, Données au 22 décembre 2020

**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.

## POINTS CLÉS

**1** Contrôle caché de la courbe des taux par la BCE

- Les facteurs techniques continueront à jouer un rôle majeur sur le marché des obligations en euros.
- Le PEPP inutilisé et le QE additionnel couvriront largement les nouvelles émissions nettes de 2021, liés aux déficits publics plus élevés. La BCE achètera 70 % de l'offre souveraine brute en 2021.
- Ceci marque la fin de la volatilité du Bund. La part de la dette souveraine allemande sur le marché est plus faible que celle des autres grands pays européens : 73 % contre des ratios compris entre 83 % et 87 %. Ceci est le premier facteur soutenant la rareté du Bund.
- L'élargissement du PEPP peut être recalibré à tout moment. C'est un contrôle de la courbe des taux qui ne dit pas son nom.

**2** Jusqu'où la « grande rotation » peut-elle aller ?

- Après la forte reprise des actifs risqués, nous percevons davantage d'opportunités dans les secteurs et les styles retardataires, plutôt que dans l'allocation géographique.
- L'Europe affiche, en principe, des performances comparables à celles des actions américaines en phase de reprise, mais la reprise actuelle est atypique et favorise les valeurs cycliques européennes et notamment les valeurs financières. Il en va de même pour le Japon (valeurs décotées et de croissance) par rapport aux États-Unis.
- L'inversion du rapport entre les valeurs décotées et de croissance ne fait que commencer et dispose d'une marge de progression. L'élément positif ici est que cette correction de l'écart de valorisation entre les deux styles prend la forme d'un rattrapage des valeurs décotées plutôt qu'un éclatement de la bulle des valeurs de croissance, ce qui est un signal positif de procyclicité.
- Tant que les rendements obligataires sont inférieurs aux prévisions de croissance nominale moyenne au cours du cycle, c'est principalement la vitesse d'ajustement du marché obligataire qui comptera. Si les banques centrales évitent une remontée rapide des taux d'intérêt et si la croissance des bénéfices des entreprises se poursuit dans la durée, il y a suffisamment de temps pour que la rotation se fasse.
- Les résultats du second tour des élections sénatoriales en Géorgie devraient accélérer la rotation d'actifs des États-Unis vers le reste du monde, une fois que les marchés auront pris conscience des répercussions potentielles des hausses d'impôts et des réglementations décidées par un gouvernement intégralement contrôlé par les démocrates.

**3** Considérations autour des devises

- En ce qui concerne le dollar, les anticipations de croissance plus forte en 2021, alimentées par les espoirs suscités par les vaccins, ont stimulé le sentiment de risque et ont presque comblé l'écart de sous-évaluation, tandis que la Fed a presque entièrement supprimé l'avantage de taux du dollar qui faisait du billet vert une opportunité à la fois rentable et défensive.
- La BCE continuera également à surveiller l'évolution des taux de change. Ce n'est pas tant le niveau actuel de l'euro que le rythme de son appréciation qui devrait inquiéter la BCE (avec une transmission plus importante sur les prix dans un contexte où l'inflation est déjà en territoire négatif).
- Les déterminants mondiaux constituent toujours le facteur clé à surveiller. Nous anticipons une performance des matières premières en phase avec le PIB nominal, une légère pentification de la courbe et une surperformance des valeurs décotées par rapport aux valeurs de croissance : la couronne norvégienne, le dollar australien, la couronne suédoise et le dollar canadien présentent les profils de risque/rendement les plus élevés, tandis que le potentiel du dollar néo-zélandais, de l'euro ou de la livre sterling est trop faible pour être exploité.

## POINTS CLÉS

**4 Les actions émergentes comme opportunité de reprise**

- Les banques centrales émergentes restent accommodantes, mais le rythme de la compression des rendements va ralentir et l'inflation devrait se normaliser à des niveaux plus élevés.
- Devises émergentes globalement sous-évaluées. Nous anticipons une hausse de +0,5 % à trois mois. Le potentiel haussier des devises émergentes est plus élevé sur la base de l'indice GBI weighted (+0,8 %). Nous restons positifs vis-à-vis de certaines devises d'Amérique latine comme le peso mexicain et le sol péruvien, mais aussi vis-à-vis de la roupie indonésienne, du rouble russe et de certaines devises asiatiques, comme le yuan, qui sont plus avancées dans la reprise économique et dans la lutte contre le Covid.
- Les obligations en devises fortes ne présentent que peu de potentiel de compression des *spreads* en 2021, même si nous anticipons une volatilité moindre en 2021 qu'en 2020. Nous voyons davantage de potentiel pour le HY au premier semestre 2021. Notre scénario de dépréciation du dollar n'est pas favorable.
- La croissance des bénéfices des actions émergentes est tirée par le rebond du commerce mondial, les exportations émergentes et une augmentation légère mais positive des prix des matières premières. La croissance des bénéfices au premier semestre 2021 se concentrera davantage sur l'Asie émergente, qui est bien plus avancée dans la reprise et davantage exposée à l'explosion des bénéfices du commerce électronique et à la tendance séculaire de la technologie. La région reste plus sûre et devrait continuer à surperformer en impliquant des retardataires tels que l'Indonésie. Nous voyons certaines opportunités dans les prochains mois en termes de rotation vers les retardataires et certains pays décotés comme le Mexique et la Russie.

**Mise à jour Covid-19 par David Brecht, *Analyste obligations, CFA***

Alors que le déploiement des vaccins autorisés a débuté dans le monde entier, deux vaccins supplémentaires de J&J et de Novavax sont susceptibles d'être autorisés sous peu. S'il est approuvé, le vaccin développé par J&J augmentera considérablement l'offre avec un milliard de doses prévues en 2021.

Deux nouveaux variants du coronavirus, l'un au Royaume-Uni (B.1.1.7) et l'autre en Afrique du Sud (B.1.351), suscitent beaucoup d'inquiétude. Ces deux variants comportent des mutations en matière de fixation/récepteur, qui est l'endroit où le virus se lie à la cellule hôte. Les deux variants sont sensiblement plus contagieux, ce qui pourrait être dû au fait que les personnes exposées au variant seraient plus susceptibles d'être contaminées ou au fait que les personnes infectées par ce variant excréteraient et propageraient davantage de virus. Le variant sud-africain présente également quelques mutations supplémentaires qui pourraient affecter négativement l'efficacité des vaccins. Ces mutations concernent la protéine S du virus, qui est également la cible des vaccins et des thérapies par anticorps.

Le variant britannique ne semble pas plus meurtrier mais conforte l'hypothèse du caractère endémique du Covid. De plus, les vaccins en cours de développement sont tous polyclonaux et à ce jour, rien ne prouve que certaines mutations les rendraient inefficaces. Les vaccins peuvent également être mis à jour (6 semaines selon BioNTech) et la plupart des vaccins devraient continuer à être efficaces.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		La « vague bleue », avec la majorité Démocrate au Sénat devrait soutenir davantage la rotation vers des thèmes de valeur. Les possibles impacts sur la fiscalité et la régulation sur les grandes sociétés devront être surveillés. Par ailleurs, les actions restent attractives par rapport aux obligations, car les rendements des bénéfiques dépassent les rendements des obligations d'entreprises IG tandis que le fossé entre les rendements des dividendes et le rendement des bons du Trésor à 10 ans est énorme. Les actions devraient également être soutenues par la reprise économique en 2021 et l'amélioration des bénéfiques. Les investisseurs doivent néanmoins rester attentifs aux valorisations excessives et envisager une rotation vers les actions value et cycliques de qualité et vers les thèmes ESG.
	Europe	=/+		Nous restons légèrement optimistes, car le déploiement d'un vaccin devrait favoriser un retour à la normale de l'économie. Une rotation plus durable au profit des actions value et cycliques sera toutefois fonction de la reprise économique, du maintien des soutiens budgétaires et de l'orientation des taux d'intérêt. Les investisseurs devront continuer à se concentrer sur les entreprises qui présentent un potentiel de croissance de leurs bénéfiques à long terme et des modèles économiques résistants.
	Japon	+		Les marchés procycliques, tels que le Japon, comptant une part importante de valeurs industrielles et de consommation discrétionnaire, devraient bénéficier d'un rebond économique et de liens commerciaux étroits avec la Chine. De manière générale, le levier opérationnel élevé des entreprises japonaises devrait avoir un effet positif sur leurs marges bénéficiaires en raison de l'augmentation de leur chiffre d'affaires en 2021.
	Marchés émergents	+		Nous restons constructifs compte tenu de la disponibilité potentielle d'un vaccin à grande échelle et du fait que les investisseurs se détournent davantage des actifs moins rémunérateurs. L'Asie reste notre région préférée, mais l'amélioration des conditions économiques devrait également bénéficier l'an prochain aux pays d'Amérique latine, d'Europe centrale, du Moyen-Orient et d'Afrique.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les bons du Trésor américain dans les portefeuilles globaux, mais surveillons activement la direction des taux et les mouvements de la courbe en tenant compte des discussions sur les mesures de relance budgétaire et des prévisions de pentification de la courbe. Nous leur préférons les TIPS. Dans une perspective d'obligations américaines, les bons du Trésor américain offrent une bonne liquidité, mais pourraient souffrir d'une amélioration des perspectives de croissance. Nous restons donc prudents.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous restons neutres/marginalement positifs compte tenu du soutien de la Fed aux marchés, mais sommes conscients que les <i>spreads</i> IG se sont resserrés. Pour ce qui est du crédit titrisé, les marchés de la consommation et du logement présentent des opportunités sélectives dans la mesure où la consommation et l'épargne américaines restent vigoureuses et où les ratios prêt/valeur sont faibles.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le haut rendement offre un supplément de revenu dans le contexte des taux bas soutenus par l'action de la Fed, mais nous restons très sélectifs compte tenu des risques de défaut et de la lenteur de la reprise. Les investisseurs devront distinguer entre les entreprises capables de rembourser leurs obligations et celles qui sont soutenues par les taux d'emprunt artificiellement bas.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents sur les obligations souveraines du cœur de la zone euro en raison des valorisations excessives et anticipons un léger risque de baisse supplémentaire des rendements, malgré la volonté de soutien de la BCE exprimée notamment avec son dernier train de mesures de relance. En revanche, nous envisageons la dette périphérique de manière positive, principalement par le biais de l'Italie, dans un contexte de soutien politique fort de l'UE, même si nous pensons que les perspectives de compression des <i>spreads</i> sur ce segment sont désormais limitées.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		L'IG européen offre certaines opportunités dans la « quête de rendement », en particulier dans le segment BBB. Le potentiel de compression additionnelle des <i>spreads</i> est limité et les investisseurs sont invités à sécuriser leurs gains là où ce potentiel de resserrement est limité. L'accent sur la qualité et la liquidité doit être maintenu.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=		Les <i>spreads</i> ne se resserreront pas de manière homogène sur tous les segments. La sélectivité est donc plus importante que jamais et les investisseurs sont invités à recourir à la recherche pour équilibrer les rendements et la qualité et éviter les signatures de très faible qualité.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous maintenons notre vision favorable de la dette émergente, mais continuons à percevoir un meilleur rapport risque/rendement dans le HY et bien que les <i>spreads</i> soient plus resserrés, une marge de compression subsiste. Nous ne perdons pas de vue le risque de durée de l'IG en cas de pression supplémentaire sur les bons du Trésor américain.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	+		Nous envisageons la dette libellée en devises locales de manière positive compte tenu des prévisions de faiblesse du dollar américain. Du point de vue des devises, les taux bas du marché mondial, l'inflation modérée, la stabilité de la politique américaine et le contexte de croissance de début de cycle sont autant de facteurs qui soutiennent la dette émergente en devises locales.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Les prix du pétrole ont grimpé au cours du mois dernier, renforçant notre conviction quant à la reprise économique mondiale et à la rotation en cours. Nous confirmons néanmoins notre fourchette cible de 40 à 50 USD/baril pour le WTI en 2021. Nous réaffirmons également notre point de vue constructif sur l'or, malgré la correction récente. L'or bénéficiera du positionnement accommodant prolongé des banques centrales.
	<b>Devises</b>			Bien que l'essentiel de l'écart de sous-évaluation des devises du G10 (par rapport au dollar) ait été absorbé, la transition de « contraction à reprise » suggère que le billet vert dispose encore d'une marge de correction à la baisse, du moins au premier semestre 2021. De plus, notre « scénario central » de reprise mondiale se traduit concrètement par une performance des matières premières en phase avec le PIB nominal, une légère pentification de la courbe des taux et une surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance. Tous ces facteurs sont susceptibles de peser sur le dollar, qui reste encore à environ 3 % au-dessus de sa juste valeur moyenne. Dans ce contexte, la couronne norvégienne, le dollar australien, la couronne suédoise et le dollar canadien présentent les profils de risque/rendement les plus élevés.

## LÉGENDE

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

Source : Amundi, au jeudi 7 janvier 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 31/12/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>Monde</b>	<b>-4,1/-3,5</b>	<b>4,9/5,7</b>	<b>3,5/4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
<b>Pays développés</b>	<b>-5,7/-5,3</b>	<b>3,7/4,5</b>	<b>2,8/3,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>États-Unis</b>	<b>-3,7/-3,3</b>	<b>3,7/4,7</b>	<b>2,4/3,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Japon</b>	<b>-5,6/-5,0</b>	<b>2,3/2,9</b>	<b>1,3/1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>-11,5/-11,1</b>	<b>3,5/4,1</b>	<b>4,4/5,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-7,6/-7,0</b>	<b>4,3/5,1</b>	<b>3,6/4,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-6,1/-5,7</b>	<b>3,0/3,6</b>	<b>2,8/3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<b>France</b>	<b>-9,0/-8,6</b>	<b>5,6/6,4</b>	<b>3,4/4,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>
<b>Italie</b>	<b>-9,3/-8,9</b>	<b>4,2/4,8</b>	<b>2,7/3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Espagne</b>	<b>-11,9/-11,5</b>	<b>4,9/5,7</b>	<b>5,3/5,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** après un repli historique au deuxième trimestre et un rebond tout aussi impressionnant au troisième trimestre, nous anticipons un ralentissement important au quatrième trimestre, notamment en raison de la recrudescence des nouveaux cas de Covid-19. Toutefois, la potentielle faiblesse au premier trimestre 2021 pourrait être en partie contrebalancée par la mise en œuvre d'un nouveau plan de relance budgétaire qui, avec la politique monétaire expansionniste, offrira un soutien essentiel à la croissance économique en 2021. Bien que le lancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19 ait contribué à l'amélioration du sentiment, l'immunité collective ne devrait être atteinte qu'à partir du second semestre. L'inflation devrait continuer à s'inscrire au sein de sa fourchette cible, avec une hausse provisoire en milieu d'année en raison des effets de base.
- Zone euro :** après un rebond particulièrement prononcé au début du troisième trimestre, le PIB devrait à nouveau se contracter au quatrième trimestre (dans une moindre mesure par rapport au deuxième trimestre), alors que la recrudescence des cas de Covid-19 a incité les gouvernements de la zone euro à imposer de nouvelles mesures de confinement. Bien que le lancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19 contribue à l'amélioration du sentiment, l'immunité collective ne devrait être atteinte qu'à partir du second semestre. Nous anticipons alors un déblocage de la demande latente afin de soutenir la croissance supérieure au potentiel, laquelle sera stimulée par un ensemble de politiques monétaires et budgétaires particulièrement accommodantes. L'inflation devrait rester modeste à court terme avant de s'inscrire progressivement à la hausse en 2021, tout en restant largement en deçà de son objectif.
- Japon :** la nouvelle accélération de la pandémie de Covid-19 cet hiver nous a incités à revoir à la baisse nos prévisions de croissance du PIB japonais pour le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021. Toutefois, nous n'estimons pas que l'économie s'inscrira à nouveau en territoire récessionniste, compte tenu du taux relativement faible d'infection et de la détérioration seulement légère des données sur la mobilité. Du fait des incertitudes persistantes à l'égard d'une reprise à l'échelle mondiale et de la propre insuffisance chronique de la demande du Japon, nous n'anticipons pas à un retour aux niveaux affichés avant la pandémie de Covid-19 de l'économie japonaise avant fin 2022. L'écart de production négatif prononcé maintiendra l'inflation à un niveau modeste.
- Royaume-Uni :** l'économie a amorcé un rebond technique au troisième trimestre après le repli historique observé au deuxième trimestre. Toutefois, la recrudescence du nombre de cas de Covid-19 et l'imposition de mesures de confinement supplémentaires entraîneront une nouvelle contraction au quatrième trimestre. Le lancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19 contribuera à l'amélioration du sentiment, mais l'immunité collective ne devrait être atteinte qu'à partir du second semestre, lorsque l'économie devrait retrouver une certaine dynamique. La pression sur le marché du travail est particulièrement forte, avec un niveau élevé de sous-emploi, et ce, malgré de nouveaux programmes de soutien à l'emploi. Les politiques monétaires et budgétaires restent accommodantes, tandis que des mesures supplémentaires ne sont pas à écarter dans l'hypothèse que la situation économique se détériore en raison de l'impact du Brexit.

*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

	05-01 2021	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,11
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,53	-0,50	-0,56
Japon	-0,02	-0,1	-0,06	-0,1	-0,07
RU	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,06

Source : Recherche Amundi

## Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	27 janvier
BCE Conseil des gouverneurs	21 janvier
Banque du Japon MPM	21 janvier
Banque d'Angleterre MPC	4 février

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed a présenté ses orientations prospectives relatives aux achats d'actifs. Ceux-ci se poursuivront au rythme actuel de 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès significatifs aient été réalisés pour atteindre les objectifs de plein emploi et de stabilité des prix. Le taux de chômage devrait tomber à 4,2 % et l'inflation atteindre 1,9 % en fin 2022 et une diminution progressive des achats pourrait être amorcée en 2022. Au vu du faible niveau des taux d'intérêt et des conditions financières particulièrement accommodantes, il est peu probable que la Fed rallonge la maturité des achats à moins d'une dégradation considérable des circonstances. Les taux directeurs devraient rester proches de zéro jusqu'en 2024. Jerome Powell a averti qu'il faudrait du temps avant que l'inflation ne dépasse l'objectif, au vu de la puissance des facteurs désinflationnistes.
- BCE :** le train de mesures adopté récemment prévoit une augmentation du PEPP et sa prolongation de neuf mois, ainsi qu'une prolongation du dispositif de TLTRO, dont la portée a été étendue et les conditions très favorables confirmées. La prolongation plus importante que prévu du PEPP jusqu'au premier trimestre 2022 semble cohérente avec la taille et la durée du plan de relance. La BCE continue à vouloir assurer des conditions de financement favorables le temps que la croissance économique se remette de la pandémie. Dans cette optique, l'augmentation et l'extension du QE impliquent une présence sur le marché et une flexibilité suffisantes pour atteindre l'objectif.
- BoJ :** comme largement anticipé, la BoJ a prolongé son programme spécial de soutien au financement de fin mars à fin septembre 2021. Celui-ci 1) combine le quota d'achat de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises pour un total de 15 000 milliards de JPY et 2) supprime la limite supérieure de 100 milliards de JPY pour les prêts spéciaux accordés par les grands établissements financiers à chaque contrepartie. Par ailleurs, la banque centrale entend examiner l'efficacité et la viabilité de son dispositif d'assouplissement monétaire et en publiera les résultats en mars 2021. Il n'y aura toutefois aucun changement du dispositif de « QQE et de contrôle de la courbe de taux ». En revanche, certains ajustements de la mise en œuvre du programme d'achat d'actifs sont probables.
- BoE :** comme largement anticipé, la Banque d'Angleterre a maintenu son dispositif de relance monétaire inchangé, dans l'attente de la suite des négociations relatives au Brexit et compte tenu du train de mesures déjà présenté lors de la réunion précédente, qui avait surpris le consensus par l'ampleur de l'extension de son programme de QE tant en taille qu'en durée. La question du commerce constitue le principal moteur d'un potentiel changement d'orientation politique, l'absence d'accord posant un risque évident de besoin de relance supplémentaire. Si, en revanche, un accord commercial était conclu, le dispositif accommodant actuel ne devrait probablement pas changer dans l'avenir proche.

## PAYS ÉMERGENTS

## Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 31/12/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>Monde</b>	-4,1/-3,5	4,9/5,7	3,5/4,3	2,6	2,7	2,8
<b>Pays émergents</b>	-2,9/-2,2	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,6	3,7
<b>Brésil</b>	-4,5/-4,0	3,0/4,0	1,3/3,3	3,2	4,6	3,4
<b>Mexique</b>	-9,0/-8,5	4,1/5,1	1,6/3,6	3,4	2,9	3,3
<b>Russie</b>	-4,0/-3,5	2,5/3,6	1,5/3,0	3,4	3,85	3,83
<b>Inde</b>	-8,5/-7,5	8,4/9,6	5,0/6,4	6,7	5,8	5,1
<b>Indonésie</b>	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
<b>Chine</b>	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
<b>Afrique de Sud</b>	-8,0/-7,0	2,3/3,3	1,7/2,7	3,0	3,7	4,3
<b>Turquie</b>	0,4/1,4	3,4/4,4	4,0/5,0	12,3	13,7	10,1

Source : Recherche Amundi

- Chine :** la publication de données haute fréquence en novembre ainsi que la hausse présumée de la demande en électricité dans le sud de la Chine en décembre semblent indiquer que la croissance du PIB au quatrième trimestre devrait s'inscrire au-delà de nos prévisions de 5,5 % sur un an. Dans le contexte de l'accélération de la pandémie de Covid-19 à l'étranger, la production industrielle et les exportations chinoises ont mieux résisté qu'attendu. Par ailleurs, la reprise intérieure est généralisée, désormais tirée par la demande privée et le secteur des services. L'inflation globale a été pénalisée par la baisse des prix du porc et restera provisoirement en territoire négatif jusqu'en mars 2021. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée et demeure positive.
- Inde :** au début du quatrième trimestre 2020, les conditions économiques restaient favorables, bien qu'un léger ralentissement ait été observé en octobre/novembre (la production d'électricité, les ventes de véhicules et les exportations ayant ralenti). En ce qui concerne l'inflation, le pic à court terme en octobre (7,6 % sur un an) est passé et les prix convergent désormais vers l'objectif de la banque centrale indienne (RBI), qui devrait être atteint en décembre 2020. Toutefois, l'inflation conservera une trajectoire dynamique en 2021 (au-delà des prévisions officielles), tutoyant la fourchette haute de l'objectif de 6,0 %, ce qui devrait inciter la RBI à adopter un ton plus neutre selon nos estimations.
- Turquie :** la banque centrale turque (CBRT) a de nouveau augmenté ses taux d'intérêt de 200 pb, le taux directeur s'établissant désormais à 17 %. Alors que les marchés anticipaient un resserrement moins prononcé (150 pb), la CBRT vise clairement à asseoir sa crédibilité et à faire part de son intention d'adopter une politique monétaire orthodoxe. Cette décision devrait limiter les pressions inflationnistes et ancrer les anticipations d'inflation. Elle a déjà porté ses fruits puisque la livre turque s'est appréciée. Le taux directeur pourrait avoir atteint un pic, mais devrait rester inchangé en 2021, les prévisions d'inflation s'établissant en moyenne à environ 15 % sur un an en raison des dépréciations passées du change et de l'inertie des prix. Le président Erdogan pourrait mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire afin de soutenir l'économie.
- Afrique du Sud :** le PIB réel s'est replié de 6 % sur un an au troisième trimestre (contre une baisse de 17 % au deuxième trimestre), mettant ainsi en évidence l'ampleur des pertes de production au deuxième trimestre en raison des mesures de confinement. La recrudescence du nombre de cas de Covid-19 se traduit par la mise en œuvre de nouvelles restrictions qui pourraient pénaliser la reprise et peser davantage sur les indicateurs budgétaires. Une hausse des dépenses publiques, afin de contrebalancer l'impact négatif de l'épidémie de Covid-19 sur la santé et l'économie, pourrait limiter le resserrement du déficit public attendu l'an prochain ainsi que la possibilité de stabiliser le ratio dette/PIB, ratio qui est déjà remis en question par les marchés.

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

## PAYS ÉMERGENTS

## Prévisions de taux directeurs

	28-12 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
<b>Chine</b>	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
<b>Inde</b>	4	4	3,8	4	3,8
<b>Brésil</b>	2	2	2,15	2,75	3,2
<b>Russie</b>	4,25	4	4,05	4	4,05

Source : Recherche Amundi

## Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 janvier</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>5 février</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>20 janvier</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>12 février</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la Conférence centrale annuelle sur le travail économique (16-18 décembre) suggère que la Chine continuera sa normalisation politique en 2021 tout en évitant une interruption brutale des mesures de relance. L'augmentation de la masse monétaire et du financement social total restera « en phase » avec la croissance économique nominale, alors qu'elle était qualifiée de « nettement supérieure » au premier semestre 2020. Compte tenu de la normalisation progressive des politiques, nous n'anticipons pas de hausse des taux pour 2021 dans l'immédiat. Dans l'hypothèse d'un ratio de levier macroéconomique globalement stable, nous tablons sur un ralentissement de la croissance du financement social total de 13,7 % fin 2020 à 11,6 % fin 2021, soit un rythme qui reste supérieur aux 10,7 % enregistrés avant la crise du Covid.
- RBI (Inde) :** le 4 décembre, la RBI a décidé de maintenir son taux des prises en pension inchangé à 4,0 % et de conserver son ton accommodant aussi longtemps que nécessaire pour soutenir l'économie. Les perspectives d'inflation ont finalement été revues à la hausse, le taux d'inflation global revenant bientôt dans les limites de l'objectif de la banque centrale, à partir de décembre 2020. Les perspectives officielles d'inflation à court terme restent cohérentes avec nos prévisions internes à l'approche de l'exercice 2021-2022, mais nous tablons sur une inflation globale plus élevée (entre 5,5 % et 6,0 %) et par conséquent, sur l'absence de nouvel assouplissement de la RBI.
- BCB (Brésil) :** la BCB a décidé à l'unanimité de maintenir ses taux au niveau ultra-accommodant de 2 %, mais a indiqué que les conditions de ses orientations prospectives pourraient bientôt ne plus s'appliquer. De fait l'horizon de référence de la politique monétaire se déplace de plus en plus vers 2022, où les prévisions d'inflation sont proches de la cible. Pour autant, cela ne signifie pas que des hausses de taux suivraient immédiatement, malgré les pressions inflationnistes de moyen terme, que la banque centrale estime être passagères, car l'économie nécessite toujours un niveau d'accommodation monétaire exceptionnel et la Fed n'est pas non plus pressée de renormaliser. Nous continuons à penser que la BCB ne reviendra sur les baisses d'urgence que progressivement à partir de la deuxième partie de l'année.
- CBR (Russie) :** la banque centrale russe a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 % lors de sa réunion du 18 décembre, adoptant un ton moins accommodant. La CBR table sur une inflation de l'ordre de 4,6 à 4,9 % en fin 2020, soit plus que prévu, en raison, notamment de l'impact de la dépréciation du rouble. L'inflation de décembre a atteint 4,9 % en variation annuelle mais devrait décroître en 2021. Les facteurs inflationnistes à court terme plus importants et les anticipations de reprise plus rapide de l'économie mondiale ayant réduit les risques désinflationnistes pour 2021, la CBR va évaluer si une nouvelle baisse de son taux directeur s'avère être nécessaire. Compte tenu de ces différents facteurs, nous nous attendons à une réduction de 25 pb au premier semestre 2021.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

## Prévisions macroéconomiques

(31 décembre 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
<b>États-Unis</b>	-3,7/-3,3	3,7/4,7	2,4/3,0	1,3	1,9	2,0
<b>Japon</b>	-5,6/-5,0	2,3/2,9	1,3/1,9	0,0	0,1	0,2
<b>Zone euro</b>	-7,6/-7,0	4,3/5,1	3,6/4,2	0,2	0,9	1,4
Allemagne	-6,1/-5,7	3,0/3,6	2,8/3,4	0,5	1,4	1,4
France	-9,0/-8,6	5,6/6,4	3,4/4,0	0,5	0,9	1,5
Italie	-9,3/-8,9	4,2/4,8	2,7/3,3	0,0	0,5	1,4
Espagne	-11,9/-11,5	4,9/5,7	5,3/5,9	-0,5	0,6	1,3
<b>Royaume-Uni</b>	-11,5/-11,1	3,5/4,1	4,4/5,0	0,9	1,7	1,9
<b>Brésil</b>	-4,5/-4,0	3,0/4,0	1,3/3,3	3,2	4,6	3,4
<b>Mexique</b>	-9,0/-8,5	4,1/5,1	1,6/3,6	3,4	2,9	3,3
<b>Russie</b>	-4,0/-3,5	2,5/3,6	1,5/3,0	3,4	3,85	3,83
<b>Inde</b>	-8,5/-7,5	8,4/9,6	5,0/6,4	6,7	5,8	5,1
<b>Indonésie</b>	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
<b>Chine</b>	1,4/2,0	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,4	2,2
<b>Afrique du Sud</b>	-8,0/-7,0	2,3/3,3	1,7/2,7	3,0	3,7	4,3
<b>Turquie</b>	0,4/1,4	3,4/4,4	4,0/5,0	12,3	13,7	10,1
<b>Pays développés</b>	<b>-5,7/-5,3</b>	<b>3,7/4,5</b>	<b>2,8/3,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>-2,9/-2,2</b>	<b>5,7/6,5</b>	<b>3,9/4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>Monde</b>	<b>-4,1/-3,5</b>	<b>4,9/5,7</b>	<b>3,5/4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>

## Prévisions de taux directeurs

## Pays développés

	05/01 2021	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,11</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,11</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,53</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,56</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,07</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,10</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,06</b>

## Pays émergents

	28/12 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
<b>Chine</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>
<b>Inde</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3,8</b>	<b>4</b>	<b>3,8</b>
<b>Brésil</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2,15</b>	<b>2,75</b>	<b>3,2</b>
<b>Russie</b>	<b>4,25</b>	<b>4</b>	<b>4,05</b>	<b>4</b>	<b>4,05</b>

## Prévisions de taux longs

## Taux 2 ans

	05/01 2021	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10/0,3</b>	<b>0,19</b>	<b>0,10/0,3</b>	<b>0,26</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,702</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,77</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,78</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,105</b>	<b>-0,20/-0,10</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,20/-0,10</b>	<b>-0,12</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>-0,134</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,10</b>

## Taux 10 ans

	05/01 2021	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>1,05</b>	<b>0,8/1</b>	<b>1,16</b>	<b>1,1/1,2</b>	<b>1,27</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,60/-0,40</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,50/-0,30</b>	<b>-0,46</b>
<b>Japon</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,10/0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0/0,2</b>	<b>0,11</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,24</b>	<b>0,20/0,4</b>	<b>0,35</b>	<b>0,3/0,5</b>	<b>0,42</b>

## Prévisions de change

	22/12/2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
<b>EUR/USD</b>	<b>1,22</b>	<b>1,25</b>	<b>1,22</b>	<b>1,23</b>	<b>1,23</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>104</b>	<b>103</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>104</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,90</b>	<b>0,91</b>	<b>0,90</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,08</b>	<b>1,12</b>	<b>1,09</b>	<b>1,12</b>	<b>1,11</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>10,63</b>	<b>10,23</b>	<b>10,40</b>	<b>10,18</b>	<b>10,20</b>
	22/12/2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
<b>EUR/SEK</b>	<b>10,14</b>	<b>9,90</b>	<b>10,10</b>	<b>9,88</b>	<b>10,00</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,29</b>	<b>1,24</b>	<b>1,28</b>	<b>1,25</b>	<b>1,27</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,75</b>	<b>0,77</b>	<b>0,75</b>	<b>0,78</b>	<b>0,77</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,70</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>	<b>0,70</b>	<b>0,73</b>
<b>USD/CNY</b>	<b>6,54</b>	<b>6,30</b>	<b>6,46</b>	<b>6,40</b>	<b>6,41</b>

Source: Recherche Amundi

## PUBLICATIONS RÉCENTES

## MARKET OUTLOOK


**Perspectives d'investissement 2021 Des rotations de marché dans un contexte de reprise inégale (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe - MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe avec la contribution des équipes de recherche, les pôles d'investissement - équipes dirigeantes et l'équipe Investment Insights

## INVESTMENT TALKS


**A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

**Georgia Senate runoff to determine future of Biden presidency (18-12-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Private markets: a strong value proposition that may emerge reinforced after the crisis (16-12-2020)**

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimangement - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure

**The US election and Covid-19 vaccines: implications for the economy and markets (11-12-2020)**

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management

## THEMATIC PAPERS


**Asset Class Return Forecasts - Q4 2020 (30 10 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst - Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

## INSIGHTS PAPERS


**Sustainability-linked bonds: nascent opportunities for ESG investing (11-12-2020)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager

**Responsible investing expands further with green convertible bonds (11-12-2020)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - KUNG Julia, Portfolio Manager, Global Convertible Bonds

**Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)**

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

## WORKING PAPERS


**Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

**Facts and Fantasies about the Green Bond Premium (08-12-2020)**

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research - DA FONSECA Dany, Credit Portfolio Management - MAHTANI Vivek, Alpha Fixed-income Solution

**Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)**

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

## PUBLICATIONS RÉCENTES

## DISCUSSION PAPERS

**Creating resilient pension portfolios post Covid-19 (18-11-2020)**

Prof. Amin Rajan

**Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the Covid-19 Crisis (18-11-2020)**

BEN SLIMANE Mohamed - SEKINE Takaya, Quantitative Research - DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

**Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

## THE DAY AFTER

**The day after #13 -****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

**The day after #12****Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

**The day after #11****Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer



## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](http://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 Investment Yield Real Estate  
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.msicbarra.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](mailto: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](http://www.amundi.com)

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

#### 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**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**BRECHT David**, CFA, Analyste obligataire

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

#### 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

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

**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

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

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

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sosi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**WANE Ibra**, Stratégiste Actions Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit