LE THÈME DU MOIS

MONICA DEFEND
Responsable de la Recherche Groupe

LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche Cross Asset

Le troisième trimestre a été marqué par un fort rebond technique après l'effondrement de l'activité et de la confiance au deuxième trimestre. La perte de production n'a toutefois pas encore été compensée

Contraction > Reprise > Fin de cycle : la boucle du cycle se confirme Advanced Investement Phazer : évaluation top down

- **La reprise économique et le redressement des résultats des entreprises se poursuivent selon une trajectoire ascendante progressive de rattrapage, où la vitesse et la composition de la croissance seront déterminantes pour passer à un « régime financier de relance » d'ici la fin de l'année.**
- **La transition vers ce nouveau régime financier va se poursuivre dans un contexte parsemé de rechutes de l'économie réelle, où les mesures de relance s'avéreront essentielles, faisant office de bascule entre notre scénario central et notre scénario baissier.**
- **Durant les 3 à 6 prochains mois, il convient d'effectuer une rotation progressive des risques du HY américain vers les actions fortement sous-évaluées/cycliques, tout en maintenant inchangé la taille du budget risque. L'IG monde reste soutenu par les programmes d'achat des banques centrales et offre des rendements appréciables. Enfin, l'or sera soutenu par les politiques monétaires expansives et son caractère de valeur refuge.**

Bilan de fin de trimestre : ce qui nous a surpris et ce à quoi s'attendre

La reprise mondiale se poursuit avec des disparités en termes de rythme et de moteurs selon les régions. Les politiques jouent un rôle déterminant dans les différentes trajectoires de reprise, influant sur les modalités de reprise des acteurs du marché et rétablissant la confiance.

Dans ce contexte d'incertitude mondiale, nous pensons qu'il est utile de faire le point sur ce qui nous a le plus surpris au cours du trimestre :

1. **Aux États-Unis, le rebond technique du troisième trimestre par rapport au deuxième a dépassé nos attentes en termes de PIB, de chômage et de marché du logement, même si ce rebond ne suffit pas à compenser les pertes de production.**
2. Un certain ralentissement des statistiques à haute fréquence en fin d'été ne devrait pas compromettre le rebond du troisième trimestre, mais mérite d'être surveillé, car la vitesse à laquelle les économies aborderont le quatrième trimestre sera cruciale pour prolonger la reprise en 2021. L'an prochain, la croissance mondiale sera fortement influencée par des effets de base exceptionnels qui viendront compenser les pertes sans précédent du deuxième trimestre 2020.
3. Aux États-Unis, la politique budgétaire est plus diffuse qu'attendu, avec notamment peu de visibilité sur la phase 4 de l'accord républicains et démocrates.
4. La vitesse à laquelle les nouvelles mesures et le nouveau cadre budgétaire ont été mis en place dans la zone euro (budget intégré plus important de l'UE, avec notamment le plan de relance, la suspension temporaire des contraintes budgétaires au niveau national pour permettre le déploiement de politiques expansionnistes et le renforcement des mesures de politique monétaire non conventionnelle).

La reprise suivra donc une **trajectoire de rattrapage ascendante et progressive**. **L'économie réelle sera confrontée à un certain nombre de rechutes et nous nous attendons à des interventions politiques, dès que nécessaire, pour permettre de continuer à progresser.**

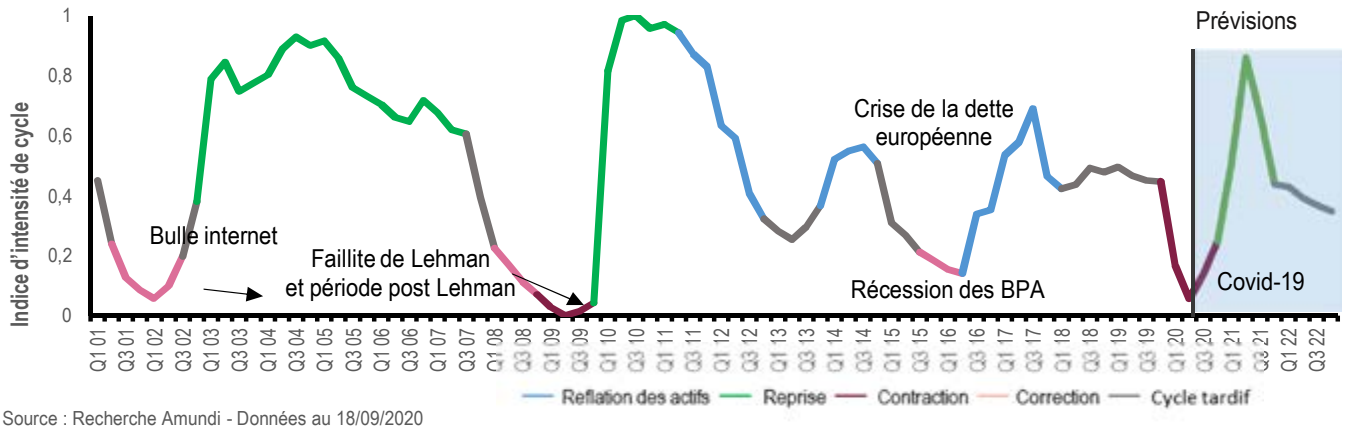
Dans notre scénario central, cela se traduit par plusieurs trimestres en moyenne avant que les niveaux pré-crise ne soient atteints, excepté en Chine. Un vaccin, qui devrait être disponible d'ici mi-2021, éviterait que des dommages provisoires ne se transforment en dommages plus durables et permettrait de dynamiser la reprise grâce à une hausse de la confiance des ménages et des entreprises. Notre conviction vis-à-vis de notre scénario central est aujourd'hui plus

LE THÈME DU MOIS

forte qu'au trimestre dernier (probabilité de 70 %) et nous soulignons l'asymétrie des scénarios alternatifs (scénario baissier à 20 %, scénario haussier à 10 %).

Au cours du trimestre, l'inflation a été un autre sujet d'actualité (mais pas un facteur déterminant), la Fed présentant son nouveau dispositif de cible d'inflation moyenne (*Average Inflation Targeting* ou AIT) au moment où les taux d'inflation de l'UE étaient proches de leurs plus bas historiques (c'est-à-dire -0,2 % en variation

1/ Prévisions à moyen terme : Investment Phazer prospectif



Source : Recherche Amundi - Données au 18/09/2020

Cartographie des régimes financiers d'après l'« Investment phazer »

Régimes financiers	Comportement des paramètres macroéconomiques				Conséquences en matière d'investissement	
	Croissance	Inflation	Politique monétaire	Conditions financières	Conclusions Cross Asset	Préférences Cross Asset
Ralentissement	• Croissance inférieure à la tendance • Croissance des BPA inférieure à la tendance	• IPC, IPP inférieurs à la tendance • Chute en GA du CSU	• Politique monétaire souple conventionnelle • Croissance du bilan des BC aux niveaux tendanciels	• Les conditions financières commencent à devenir plus dures	• Actions mondiales pénalisées • Préférence pour le crédit IG plutôt que HY • L'or constitue une bonne couverture • Hausse de la volatilité	• Emprunts d'État • Or • Investment Grade
Contraction	• Croissance nettement inférieure à la tendance • Chute des BPA	• Inflation nettement inférieure à la tendance	• Banques centrales très accommodantes • Croissance excessive du bilan des BC	• Conditions financières durcies	• Crédit et actions mondiales peu attractifs • Refuge dans la qualité • Manque de confiance • Volatilité élevée	• Liquidités • Or • Emprunts d'État
Reflation des actifs	• Croissance en phase avec la tendance • Croissance des BPA supérieure à la tendance	• Inflation inférieure à la tendance	• Banques centrales très accommodantes • Croissance excessive du bilan des BC	• Conditions financières souples	• Hausse des actions internationales • Chute des rendements obligataires • La plupart des actifs se comportent bien • La volatilité reste faible	• Actions internationales • Haut rendement • Matières premières
Reprise	• Croissance nettement supérieure à la tendance • Forte croissance des BPA	• IPC, IPP supérieurs à la tendance • Croissance du CSU en GA supérieure à la tendance	• Politique monétaire conventionnelle sévère	• Conditions financières souples	• Les actifs risqués sont les plus attractifs • Rebond des matières premières et des actions émergentes • Volatilité élevée	• Haut rendement • Métaux de base • Actions ME
Cycle tardif	• Croissance légèrement supérieure à la tendance • Consolidation des BPA	• L'inflation se rapproche de la cible	• Correction des Banques centrales (moins accommodantes)	• Conditions financières souples	• Hausse des rendements obligataires • Consolidation des actions internationales • Rotation du HY vers les actions • Hausse de la volatilité	• Actions MD • Investment Grade • Haut rendement

LE THÈME DU MOIS

annuelle en août). Toute velléité d'ancrer les anticipations d'inflation à des niveaux plus élevés nous semble prématurée.

Inflation volatile à court terme, qui tend à la hausse et pourrait flamber de façon ponctuelle l'an prochain.

L'inflation pourrait connaître une volatilité inhabituelle dans les mois à venir dans les marchés développés, à mesure que les distorsions induites par les dispositifs de confinement se corrigent. Tant que les écarts de production ne seront pas comblés, les forces déflationnistes mondiales et locales pourraient contenir l'inflation, tandis que la dissipation des effets de base défavorables liés au pétrole poussera l'inflation à la hausse au cours des 12 prochains mois. Dans les **marchés développés**, l'inflation devrait selon nous rester faible à court terme, mais elle devrait repartir à la hausse l'année prochaine en raison de la combinaison a) de la disparition des effets de base défavorables dans l'énergie, b) de la hausse des prix des intrants et des pressions haussières sur les coûts et c) de la dissipation des effets de base là où il y a eu des réductions de TVA. Dans les **marchés émergents**, l'inflation a également commencé à grimper en juillet, principalement sous l'effet des chocs sur l'offre. Les biens et les denrées alimentaires, en particulier, continuent de jouer un rôle important dans les paniers d'IPC. **La situation devrait rester globalement favorable, ramenant l'inflation globale dans les limites des cibles des banques centrales**, toutefois, la dynamique des prix mérite d'être suivie de près, compte tenu des politiques très accommodantes déployées par la plupart d'entre elles.

Les politiques monétaires devraient rester accommodantes

Les politiques monétaires devraient rester accommodantes, les principales banques centrales jouant un rôle déterminant via leurs dispositifs de QE quasi illimité, couvrant les importants besoins budgétaires et assurant la liquidité des marchés et du système financier. Dans les marchés développés, comme attendu, les principales banques centrales réévaluent leurs orientations prospectives à long terme, tenant compte de leur difficulté persistante à atteindre leurs objectifs d'inflation et autorisant donc des périodes prolongées d'accommodation même en cas de légère hausse de l'inflation. Dans les marchés émergents, les autorités monétaires cherchent plutôt à mieux équilibrer leurs politiques en tenant compte de la diversité de leurs dynamiques d'inflation. Si, à court terme, nous observons des politiques monétaires encore très expansionnistes avec un ton légèrement accommodant chez les retardataires (Colombie, Mexique et Malaisie), nous nous attendons à ce que celles-ci gagnent en stabilité par la suite à la faveur d'une reprise graduelle.

L'heure est à la rotation des risques

La réponse budgétaire visant à contenir les difficultés économiques a été considérable dans la plupart des économies avancées et de nombreux marchés émergents ont également commencé à envisager un soutien budgétaire important pour les secteurs les plus durement touchés. **Ces mesures vont faire augmenter les ratios dette/PIB de près de 20 % dans les pays avancés du G20** en 2020, en raison de la combinaison de ratios dette/PIB plus élevés (supérieurs à 10 %) et d'une contraction sans précédent des PIB. **La BCE et la Fed jouent un rôle clé dans l'absorption du volume considérable de nouvelles émissions, tout en gérant la taille des dispositifs de QE et la duration des actifs achetés.**

Advanced Investment Phazer : conséquences à moyen terme

Nous avons décrit tous les composants de notre indicateur de cycle, l'Advanced Investment Phazer, sur lequel se fonde notre vision à moyen terme. La « reprise » est notre scénario central, c'est pourquoi la croissance et les déterminants macroéconomiques restent primordiaux. Selon notre indicateur, la « contraction » se limite au premier semestre 2020, le rebond technique du troisième trimestre sera de courte durée et la trajectoire de convergence de la croissance économique vers ses niveaux d'avant-crise sera lente et irrégulière. Les BPA sont plus résilients et seront plus rapides à renouer avec leur niveau d'avant-crise (aux États-Unis, nous prévoyons même que les niveaux de décembre 2019 seront dépassés en 2021). La dynamique des prix devrait évoluer après l'actuelle phase de désinflation qui a poussé l'inflation en dessous des objectifs des banques centrales, avec d'éventuelles flambées liées aux effets de base de certaines composantes (pétrole). Les politiques de relance soutiennent les actifs risqués, mais aboutissent à une

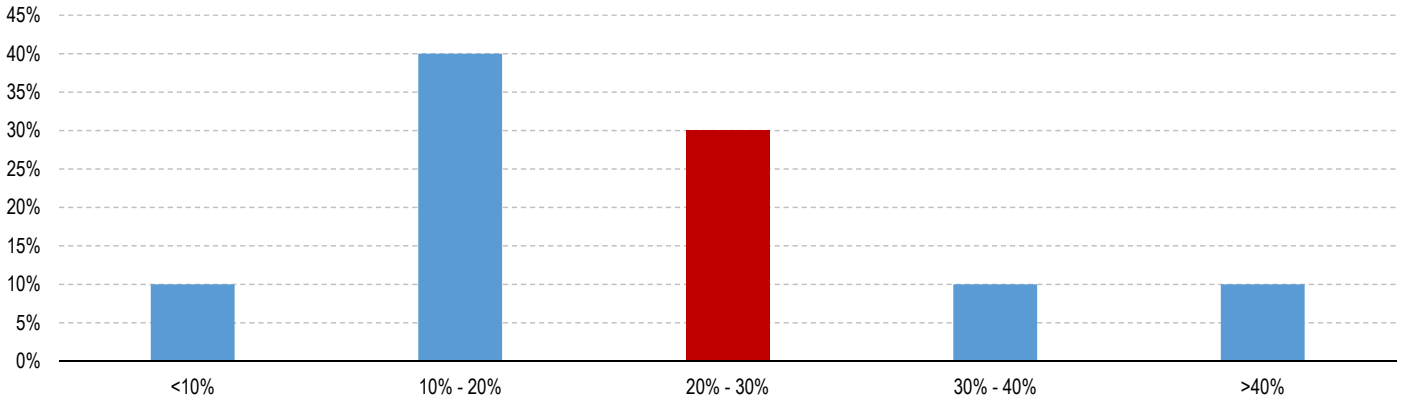
LE THÈME DU MOIS

déconnexion de la valeur de ces actifs par rapport à leurs fondamentaux, ce qui augmente les risques baissiers.

Notre scénario central reste celui d'une reprise en 2021, mais les risques sont toujours davantage orientés à la baisse en raison de l'incertitude entourant la pandémie et le déploiement de mesures fiscales, principalement dans les pays développés. Jusqu'à présent, les banques centrales ont pu gagner du temps et laisser les gouvernements préparer une politique budgétaire adaptée. Leur mise en œuvre sera décisive pour affermir la trajectoire du retour à la croissance. La vigueur de la reprise dépendra également de l'évolution du Covid-19 et d'éventuels reconfinements si l'épidémie venait à s'intensifier durant l'automne.

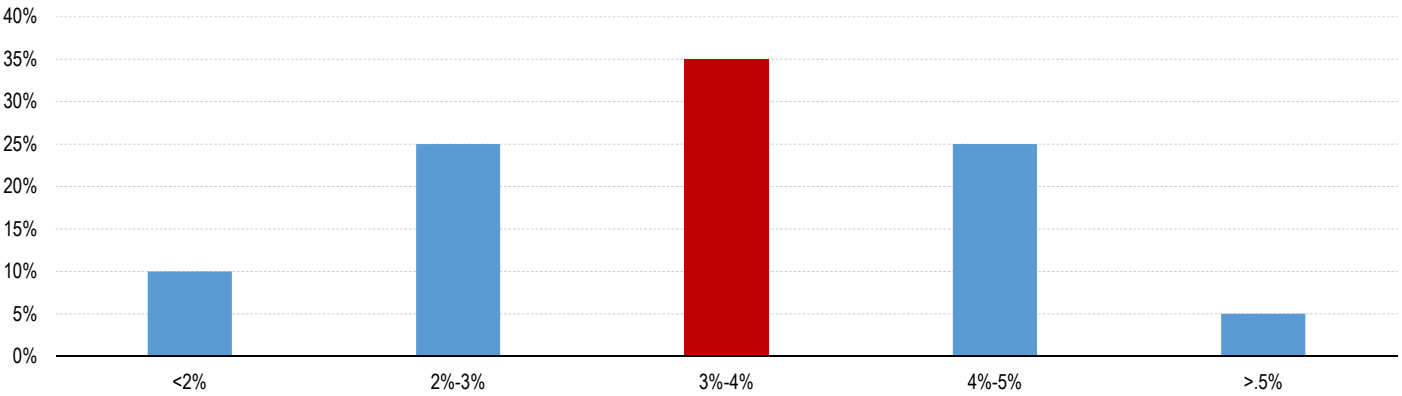
Dans ce contexte, la quête de rendement reste d'actualité, mais exige une plus grande diversification. Les marchés émergents mondiaux, avantagés par la faiblesse du dollar, pourraient offrir de belles opportunités. De plus, les banques centrales de la région compriment les *spreads* artificiellement à des niveaux peu élevés. Nous confirmons notre préférence

3/ Distribution des probabilités de bpa anticipés pour le S&P500 (en rouge scénario central)



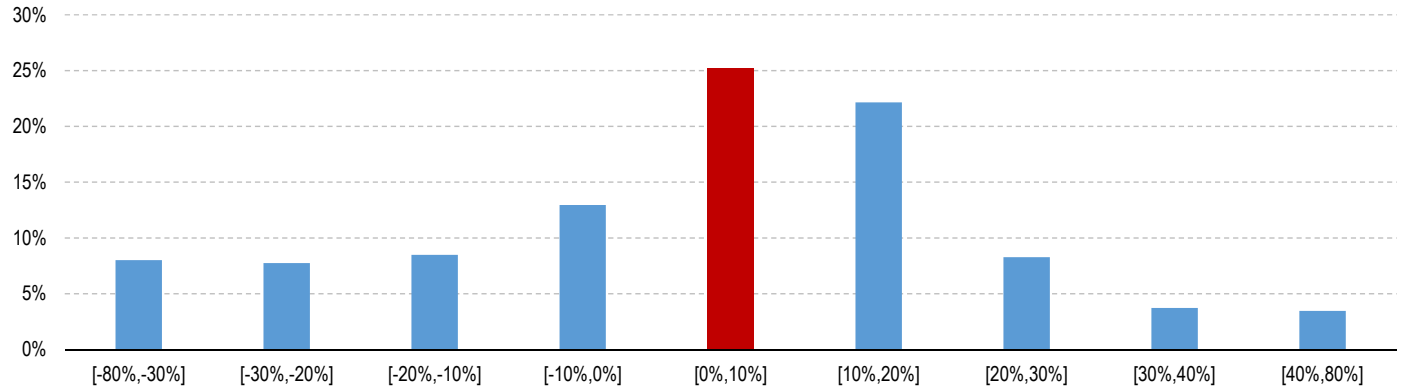
Source: Standard&Poor Website, Amundi Research - Data as of 18/09/2020

4/ Distribution des probabilités de croissance annuelle du PIB réel des USA en 2021 (en rouge scénario central)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 18/09/2020

5/ Distribution de probabilités des rendements anticipés pour le S&P500 en 2021 (en rouge scénario central)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 18/09/2020

LE THÈME DU MOIS

pour les obligations indexées sur l'inflation par rapport aux emprunts d'État, dans la mesure où les prévisions d'inflation sont extrêmement faibles, mais qu'elles devraient augmenter à l'avenir.

La résilience des bénéfices et le sentiment des marchés devraient aider les actions à enregistrer de nouveaux records en 2021-2022 sans pour autant trop étirer les valorisations. Les PER devraient converger vers leur médiane historique. Les marchés actions seront donc attractifs en termes de valeur relative, tandis que les taux d'intérêt devraient rester bas aidant le crédit à offrir des performances ajustées du risque acceptables.

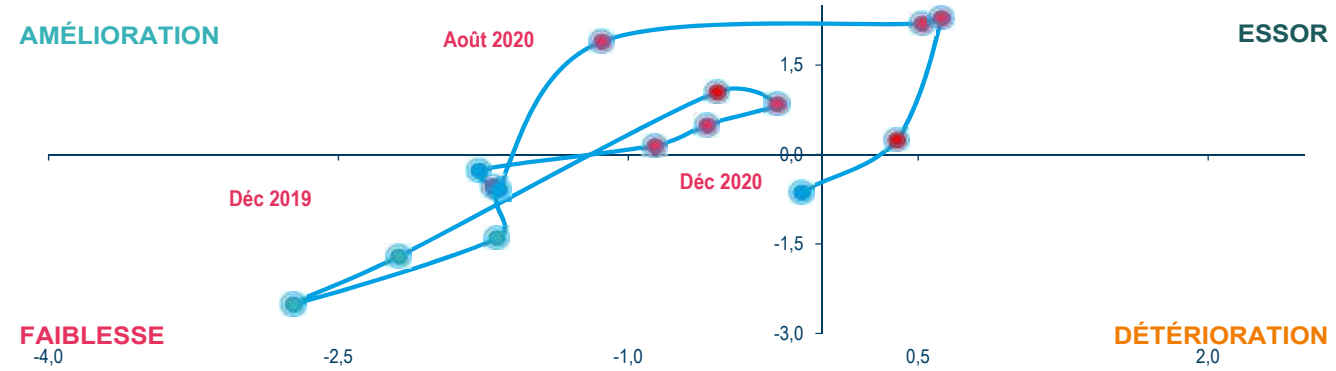
Au cours du quatrième trimestre, les garanties et soutiens financiers accordés par les États au secteur privé devraient progressivement disparaître, laissant renaître les craintes de faillite parmi les entreprises américaines et européennes. Une brusque hausse des taux de défaut pourrait pénaliser le segment du haut rendement dont les *spreads* sont actuellement soutenus par les banques centrales. Dans un tel scénario, nous attendons des banques centrales qu'elles s'attachent à prévenir tout effet boule de neige sur le reste de l'univers des obligations d'entreprises.

Compte tenu de ces considérations, nous estimons qu'il est temps de procéder à une rotation des actifs risqués, en passant progressivement du haut rendement (émetteurs moins bien notés) aux actions (actions fortement sous-évaluées, valeurs cycliques).

Dans ce contexte, la croissance, les taux d'intérêt, l'inflation, les politiques monétaires et budgétaires sont étroitement imbriqués. Le décalage d'un seul d'entre eux pourrait affecter l'ensemble. Si les conditions financières restent aussi accommodantes qu'elles le sont actuellement, il est peu probable que la Fed propose un nouvel assouplissement. Les marchés devront donc composer avec les statistiques économiques, les mesures de relance budgétaire américaines, les élections américaines, le Brexit et, bien sûr, l'actualité relative au Covid-19.

Achevé de rédiger le 23/09/2020

6/ L'indicateur global de momentum économique devrait rebondir au T3 2020 soutenant les actifs risqués



Source: Bloomberg, Datastream, Recherche Amundi - Données au 02/09/2020

7/ Ratio cours/bénéfice du S&P500 (historique et objectifs)

Source : Standard&Poor Website, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 22/09/2020

Pour plus de précision sur les graphiques 6 et 7 voir notre édition de mai 2020

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Octobre 2020 # 10

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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.mscibarra.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 règlementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Suriyapong Thongsawang

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Responsable de la Recherche Taux et Change*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
HUANG Claire, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
MIJOT Eric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*
LETORT Valérie, *Stratégiste Taux*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*

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*
LICCARDO Giovanni, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

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