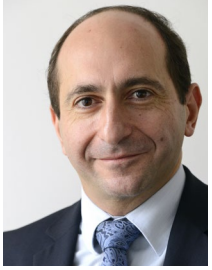
THÉMATIQUE

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



BOROWSKI Didier
Responsable Global Views

PERRIER Tristan
Analyste Global Views

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

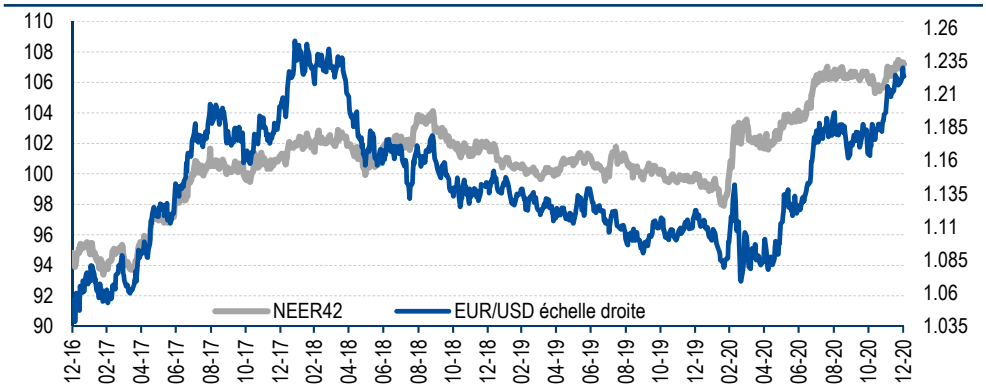
Les années 2010 ont été marquées par des événements perçus par les marchés comme de sérieux défis pour l'intégrité de l'UE et de la zone euro : la crise de la dette souveraine de 2011-2012, puis la crise de la dette grecque en 2015, la saga du Brexit, la relative nervosité autour des élections françaises 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

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 !

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.

Achevé de rédiger le 07/01/2021

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Janvier 2021 # 01

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.

Amundi Asset Management, 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 - typhoonski

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, *Stratégiste Senior Taux*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
BRECHT David, *CFA, Analyste obligataire*
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*
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*

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