



Novembre 2020

# PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

## Des rotations de marché dans un contexte de reprise inégale

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

« Confrontée à la plus grave récession de l'histoire moderne, 2020 a été une année sans précédent. Alors que la pandémie mondiale se poursuit, nous abordons 2021 avec une vision légèrement optimiste de la reprise à venir, nous partons néanmoins du principe que le retour de la croissance à ses niveaux d'avant-crise suivra un parcours à la fois long et incertain.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent se tenir prêts à jouer les rotations de marché, en privilégiant les thèmes cycliques tout en restant très attentifs à la qualité. »

---

## Sommaire

<b>Le mot des CIO</b>	<b>3 - 4</b>
<b>Contexte général</b>	<b>5 - 6</b>
<b>Thèmes mondiaux</b>	<b>7 - 10</b>
<b>Risques à surveiller</b>	<b>11</b>
<b>Convictions</b>	<b>12 - 21</b>
Tableau des classes d'actifs	12
Gestion diversifiée	13
Actions	14
Gestion factorielle	15
Obligations	16
Marchés émergents	17
Matières premières	18
Devises	19
Actifs réels	20-22
<b>Point ESG</b>	<b>23</b>
<b>Prévisions</b>	<b>24 - 25</b>

# PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

## Des rotations de marché dans un contexte de reprise inégale

### Le mot des CIO



**Pascal BLANQUÉ**  
CIO Group

La pandémie de Covid-19 a provoqué un effondrement sans précédent de l'activité économique au premier semestre. Cet effondrement fut suivi d'un rebond désynchronisé et d'une reprise inégale dont la trajectoire a été dictée par le cycle du virus. Nous pensons que les dégâts causés à l'économie mondiale perdureront bien au-delà de 2021. L'héritage de la pandémie se caractérisera par des pertes de production et de revenus des ménages, un creusement des inégalités et certaines perturbations sectorielles. Attendre d'un vaccin qu'il dissipe ces effets en quelques mois semble exagérément optimiste. Les espoirs de mesures budgétaires et monétaires supplémentaires continueront de se renforcer dans les mois à venir tandis que la menace d'une réapparition du virus restera présente. C'est ce qui déterminera le sentiment des marchés financiers, selon la maxime « *mauvaise nouvelle pour l'économie, bonne nouvelle pour les marchés* » qui a sauvé la mise des investisseurs en cette année dramatique que fut 2020. Les performances des actifs risqués ont fortement rebondi grâce aux politiques de soutien. Malgré cela, les détenteurs de portefeuilles équilibrés traditionnels ont été confrontés à un doublement de la volatilité par rapport aux dix dernières années, à un assèchement brutal de la liquidité du marché et à une corrélation accrue des actifs risqués. Ces caractéristiques auront une incidence sur la construction des portefeuilles en 2021 et au-delà.

**Nous envisageons cinq grands thèmes pour la gestion des portefeuilles en 2021.**

**Effectuer une rotation du crédit (*High Yield*) vers les actions, dans une perspective de gestion diversifiée.** Les actions présenteront probablement un meilleur profil risque-rendement que le *High Yield* dans une phase de reprise modérée et de rebond des bénéfices en 2021. **Les investisseurs devraient renforcer leur exposition aux valeurs cycliques, aux titres de type « Value » de qualité et aux thèmes ESG post-Covid-19.** Nous pensons qu'une diversification géographique traditionnelle devrait revenir à l'ordre du jour dans un contexte où le commerce mondial n'est plus le moteur de la croissance mondiale et où on assiste à la relocalisation des chaînes de valeur et à la désynchronisation des cycles. Dans le même temps, les disparités sectorielles deviendront encore plus évidentes, offrant des opportunités de diversification supplémentaires.

**Passer de « rendements fixes » à des « rendements intelligents ».** Compte tenu des niveaux quasi records de la dette à rendement négatif et des taux d'intérêt qui devraient rester bas à court terme, les investisseurs doivent développer des sources de revenus en recherchant des opportunités dans l'ensemble des classes d'actifs et en explorant notamment la dette émergente, la dette privée, les actifs réels (infrastructure, immobilier) et les actions à dividende élevé. Les marchés de crédit offrent toujours des opportunités, mais le thème dominant pour 2021 est ce que nous appelons « **la grande divergence** ». Les actifs sains et chers vont devenir encore plus chers. Certains segments du marché devraient se détériorer davantage, l'abondance des liquidités injectées par les banques centrales masquant un affaiblissement de leurs fondamentaux. La sélectivité sera primordiale en 2021.

**Envisager les obligations d'État comme instruments de liquidité.** Les investisseurs devraient envisager d'allouer une partie de leur portefeuille aux obligations d'état « core », quelles que soient leurs valorisations, notamment pour se protéger d'éventuelles pénuries de liquidité.

**Jouer la reprise avec les marchés émergents.** Dans un contexte encore très incertain en termes de virus et de cycle économique, **les économies chinoise et asiatiques** apparaissent comme les plus résilientes, celles-ci ayant su gérer efficacement leurs épidémies. Jusqu'à présent, la Chine est le seul pays à avoir retrouvé son niveau de PIB d'avant-crise. Les perspectives pour les pays émergents d'Amérique latine devraient également s'améliorer courant 2021, car la situation épidémique s'améliore dans cette région. Ces tendances devraient soutenir les thèmes régionaux des pays émergents ainsi que les obligations émergentes en devises locales.

**Intégrer de « vrais » diversificateurs.** Dans un monde de forte corrélation entre les actifs risqués, l'intégration de sources de rendement non corrélées peut contribuer à équilibrer les allocations. **Les approches de type performance absolue, les stratégies de volatilité et de couverture ainsi que l'or** peuvent contribuer à améliorer la diversification d'ensemble des portefeuilles. Il en est de même pour les **actifs réels, les marchés privés et les titres assurantiels (« insurance-linked securities »)**. Ces classes d'actifs sont moins corrélées aux classes d'actifs traditionnelles et certaines, comme l'immobilier et les infrastructures, peuvent servir de couverture contre l'inflation.

À moyen terme, **le principal risque pour les investisseurs sera le désancrage des taux réels et des anticipations d'inflation** du fait des mesures de relance budgétaire massives, de la monétisation des déficits publics, du rééquilibrage du soutien social et politique en faveur de l'emploi et du recul du commerce mondial. Les marchés ne tiennent pas encore compte de ce risque dans leurs prix, mais les investisseurs devraient commencer à envisager les stratégies à adopter en cas de retour de l'inflation.

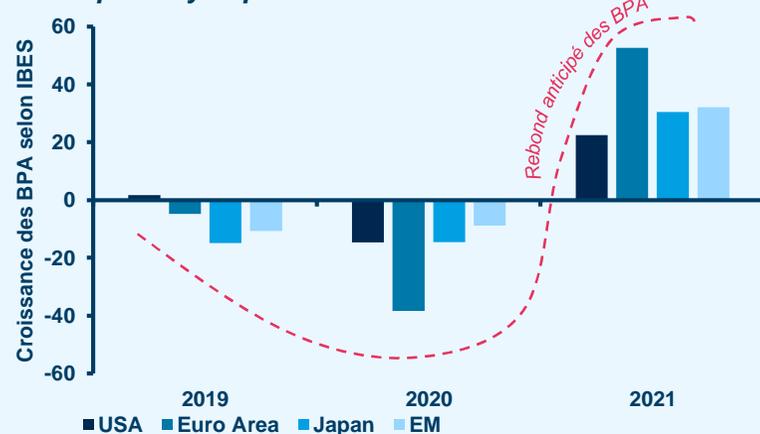
# PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

## Des rotations de marché et dans un contexte de reprise inégale

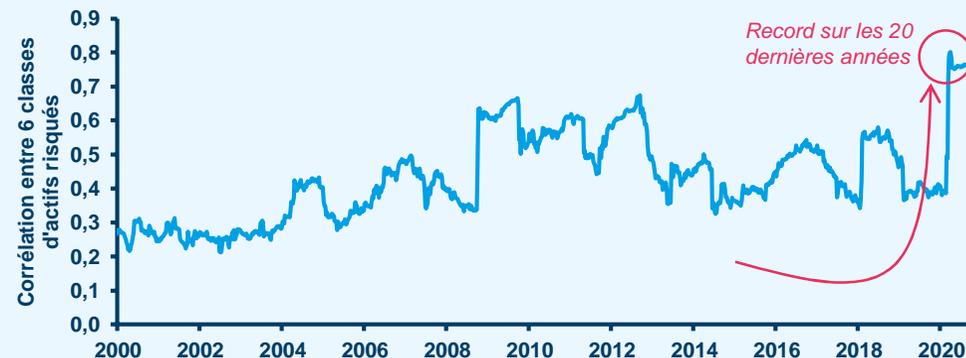
### Les thèmes d'investissement des CIOs

THÈMES MONDIAUX

#### Une reprise cyclique...



#### ... Une volatilité élevée et une forte corrélation au sein des actifs risqués



#### Taux bas et quête persistante de revenus



**1. Considérer les obligations d'état « core » pour leur liquidité.** Inclure des obligations souveraines d'état « core » afin de maintenir un coussin de liquidité et une couverture adéquats durant les phases de marchés baissiers

**5. Jouer la reprise avec les marchés émergents.** La résilience de la Chine et de l'Asie soutiendra la reprise des actifs des marchés émergents, en particulier les actions et les obligations en devises locales



**4. Intégrer de « vrais » diversificateurs.** Équilibrer l'allocation des risques en incluant une poche de diversification visant des sources de rendements décorrélés (performance absolue, stratégies de volatilité, or, actifs réels)

**2. Effectuer une rotation du risque crédit (HY) vers les actions.** Renforcer l'exposition aux actions avec un biais vers les cycliques (certains marchés émergents, secteurs, thèmes liés aux matières premières) les actions de type « Value » et les thèmes ESG post-Covid

**3. Passer de « rendements fixes » à des « rendements intelligents ».** Explorer toutes les opportunités en pratiquant une sélection rigoureuse : high yield, obligations émergentes, dette privée, infrastructure, immobilier et actions à dividende élevé

IDEES D'INVESTISSEMENT POUR 2021

65 %

#### SCÉNARIO CENTRAL – reprise pluriannuelle et à plusieurs vitesses

- Processus pluriannuel pour rétablir l'ordre dans le monde
- 2021 pourrait être marquée par des phases de crise économique, des pics épidémiques, des confinements localisés et des mesures de relance (notre hypothèse est que les vaccins/traitements seront disponibles au second semestre 2021)
- Faible croissance, faible inflation, taux bas : poursuite des politiques monétaires « non conventionnelles ». Engagement politique fort pour une prédominance budgétaire dans les économies avancées, mais sa mise en œuvre constitue un risque important
- Le ratio commerce mondial/PIB mondial devrait poursuivre son recul
- La crise du Covid-19 exacerbe les inégalités de revenu et de richesse et s'accompagne d'une hausse des tensions sociales

#### IMPACT SUR LE MARCHÉ

- Faible pentification de la courbe de taux aux États-Unis
- Rotation du crédit HY vers les actions
- Maintien de poches de rendements : obligations émergentes, Investment Grade (IG)
- Les thèmes actions sont spécifiques aux secteurs et davantage portées par les marchés domestiques
- Favoriser l'or du fait de l'incertitude généralisée, de la déflation et des craintes de récession

25 %

#### SCÉNARIO BAISSIER – Stagnation séculaire

- Ralentissement économique prolongé
- En raison de l'incertitude, les multiplicateurs politiques existants sont faibles. À mesure que les conditions financières se durcissent, la liquidité ne se répercute pas sur l'économie réelle et le marché du travail continue de se détériorer
- La crise économique se transforme en crise financière, ce qui oblige les décideurs politiques à aller davantage en terrain inconnu (nationalisations, taux négatifs, monétaire hélicoptère, etc.)
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur. La croissance mondiale potentielle est affectée et des poches d'inflation apparaissent

#### IMPACT SUR LE MARCHÉ

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain
- Privilégier l'or, le CHF et JPY
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum (minimum variance)

10 %

#### SCÉNARIO HAUSSIER – Reprise en forme de V

- Développement rapide et distribution à grande échelle de vaccins/traitements sûrs et efficaces. Les nouveaux pics épidémiques sont évités
- La productivité est stimulée par les nouveaux développements numériques/verts ou par une normalisation plus rapide de la reprise. L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant ainsi le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- Reprise durable et diminution de la nécessité de nouvelles mesures de relance (budgétaire)

#### IMPACT SUR LE MARCHÉ

- Pentification des courbes américaines du fait de la reprise économique et d'un certain retour de l'inflation
- Privilégier les actifs risqués
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et l'or à des fins de couvertures contre l'inflation

## Chercher des antidotes contre l'incertitude au cœur d'une reprise économique inégale

Plusieurs années seront nécessaires pour rétablir l'ordre mondial en termes de PIB et de revenu par habitant. Un accroissement des inégalités et des divergences sectorielles à long terme sont à prévoir. Par ailleurs, ces changements s'accompagneront d'une monétisation de la dette qui pourrait à terme (peu probable en 2021) entraîner une hausse de l'inflation.

L'année 2021 approche à grands pas tandis que la Covid-19 poursuit sa propagation avec une multiplication des nouveaux cas. Si les progrès en matière de tests et de traitements se poursuivent, nous ne nous attendons pas à une mise au point rapide ou à la diffusion à grande échelle d'un vaccin sûr et efficace avant le deuxième semestre de 2021. **Les évolutions liées au Covid-19 resteront donc le thème central autour duquel s'articuleront nos scénarios de gestion pour 2021.**

L'incertitude et l'instabilité continuent de caractériser les perspectives et, en définitive, ce sera la durée de l'épidémie (une variable exogène) qui déterminera la forme de la reprise. L'utilisation et l'abus des verbatim de description de l'épidémie peuvent, à notre sens, être trompeurs à ce stade. Cela augure donc d'un **profil de croissance erratique à court terme et tend finalement à confirmer notre scénario central d'une reprise lente, inégale et à plusieurs vitesses selon les pays et les secteurs.**

La formulation de nos prévisions repose sur des hypothèses spécifiques, à la fois raisonnables et prudentes en tenant compte de facteurs qui sont intrinsèquement difficiles à prévoir. Dans ce contexte d'incertitude fondamentale liée à la pandémie, nous pensons que **la principale avancée consistera à passer d'une dominance monétaire à une dominance budgétaire** qui, contrairement aux années 1960/1970, **n'entraînera probablement pas d'inflation en 2021**. En effet, les banques centrales du monde entier sont suffisamment armées et autonomes pour éviter les flambées d'inflation à court terme tout en aidant les gouvernements à apporter les réponses adaptées à la crise actuelle en fournissant les liquidités nécessaires pour permettre aux réserves de sécurité d'absorber les pertes éventuelles et pour assouplir les conditions financières.

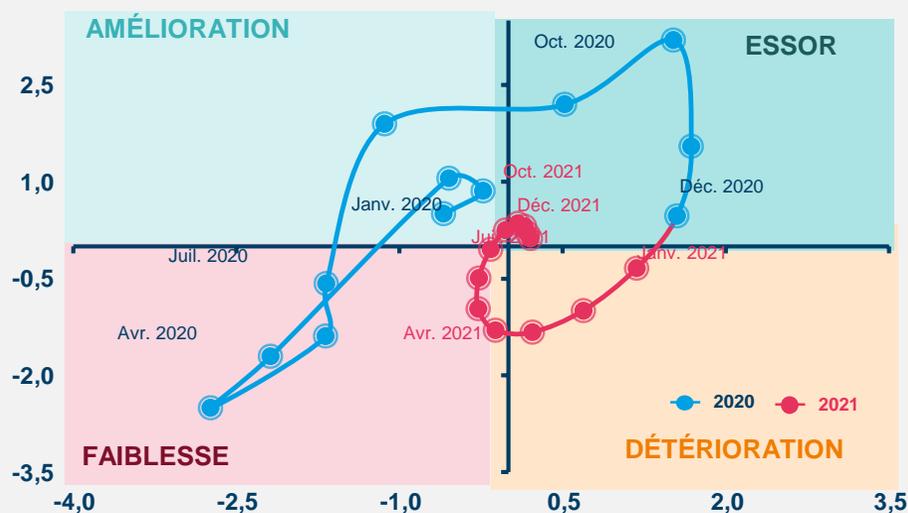
Ce soutien marque en outre un changement important des mentalités et nous devrions voir les **gouvernements s'orienter vers une gestion budgétaire plus flexible** grâce à une évolution (voire une révolution) de leurs cadres politiques. Nous pensons que **plusieurs années seront nécessaires pour rétablir l'ordre mondial en termes de PIB et de revenu par habitant**. Ce rétablissement exacerbera les disparités existantes, entraînant **une aggravation des inégalités et des divergences sectorielles persistantes** que nous surveillons (détails à suivre dans les pages suivantes).

Nous nous attendons à ce que les facteurs macroéconomiques continuent à influencer la dynamique des marchés, la liquidité, la croissance, l'inflation, les taux, la dette et les disponibilités monétaires étant les principaux facteurs autour desquels nous articulerons les scénarios d'investissement pour l'année prochaine.

La faiblesse de la croissance, les taux bas, l'inflation modeste et les politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes permettront de contrebalancer le fardeau croissant de la dette et les inégalités croissantes de revenus et de richesses.

Dans ce contexte incertain, les investisseurs devront porter un regard tactique sur les opportunités de rotation. Les améliorations de la dynamique économique sont notamment susceptibles de favoriser une rotation vers des classes d'actifs risquées (plus cycliques) en 2021.

### La dynamique économique mondiale devrait rebondir au T4 2020, soutenant tactiquement les actifs risqués



L'indice composite du dynamisme économique mondial est un indicateur propriétaire d'Amundi basé sur quatre paniers régionaux (États-Unis, zone Euro, Japon et ME) et sur les variables suivantes : révisions des bénéfices, taux d'intérêt à 10 ans, indicateurs avancés, IPC en glissement annuel, enquêtes PMI, indice de surprise économique et indice de surprise de l'inflation. Nous tenons compte du niveau et de la dynamique (variation) de l'indice afin de définir quatre cycles économiques : **essor** : niveau en hausse et dynamique positive ; **détérioration** : niveau en hausse et dynamique négative ; **faiblesse** : niveau en baisse et dynamique négative ; **amélioration** : niveau en baisse et dynamique positive. Source : analyse d'Amundi Research, Bloomberg. Données au 26 octobre 2020.

### 1 Une mondialisation plus équilibrée offrira de nouvelles opportunités d'investissement



La croissance débridée du commerce extérieur devrait graduellement perdre en vigueur, à mesure que la demande intérieure gagne en importance dans le cycle économique. **Nous nous attendons à ce que le commerce mondial reste faible et inégal**, les régions et les pays les plus dépendants des secteurs fortement touchés (tourisme, loisirs, voyages) étant particulièrement vulnérables. **Nous anticipons des cycles économiques plus décorrélés** que dans le passé entre les pays et les régions, ce qui implique davantage d'**opportunités de diversification** dans un contexte de fragmentation et de divergences géographiques et sectorielles accrues.

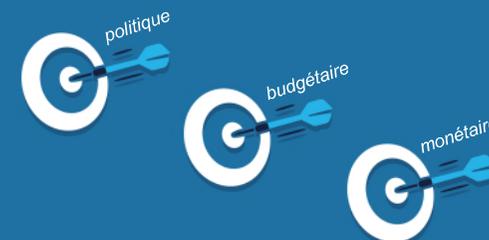
### 2 Grandes divergences des moteurs de croissance: marche/arrêt au gré des flambées épidémiques



La chronologie et l'extension de la pandémie, les flambées épidémiques et les mesures de confinement ciblées détermineront les trajectoires économiques et **exacerberont encore les divergences**. L'Asie est la première région à être entrée et sortie de la crise, grâce à des mesures efficaces de relance politique et de contrôle du virus et nous anticipons donc une **domination des pays asiatiques sur la scène macro-financière**. Par conséquent :

- les anticipations d'inflation seront probablement plus élevées dans les pays émergents que dans les pays développés
- les devises émergentes devraient s'apprécier par rapport au dollar
- la dislocation *croissance/value* devrait atteindre un point de bascule

### 3 Trilogie politique, budgétaire et monétaire pour un « triplé gagnant »



Le défi à relever pour éviter toute aggravation de la crise du Covid-19 est de taille et consiste à passer d'une domination politique à une domination budgétaire pour 2021 et au-delà. Nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent d'affiner leurs mesures d'assouplissement, en fournissant des crédits à un large éventail d'emprunteurs. **Cet effort mondial pluriannuel alimentera une hausse des niveaux d'endettement**. La composition, le montant et le remboursement de la dette susciteront un débat animé sur la fiscalité pour éviter tant la répression financière que l'hyperinflation ou les défauts. Il est peu probable que la dette constitue la plus grande vulnérabilité pour 2021, même si nous envisageons cette possibilité.

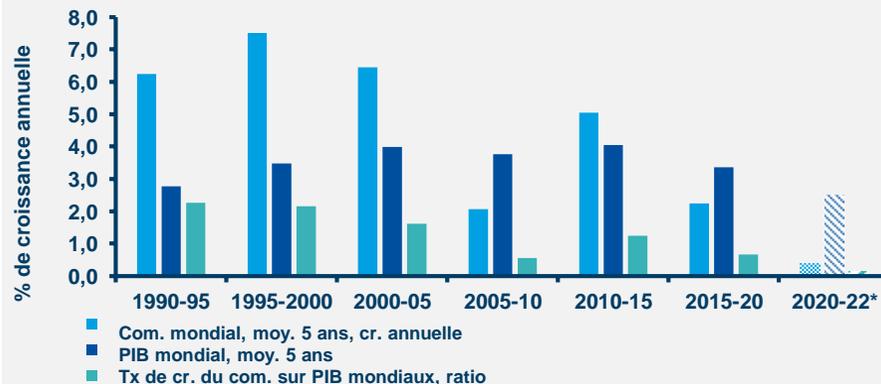
# Une mondialisation plus équilibrée pourrait offrir de nouvelles opportunités

La crise de la Covid-19 pourrait s'avérer être le catalyseur d'une troisième vague de mondialisation, au cours de laquelle les acteurs économiques, plus conscients de la vulnérabilité du système actuel, modifient leur comportement dans un souci de plus grande résilience. Cela pourrait se traduire par un ralentissement de la croissance des échanges, une réorientation des flux commerciaux et une décorrélation accrue des cycles économiques.

## Une troisième phase de mondialisation a débuté

D'un point de vue historique, il y a eu jusqu'à présent deux grandes phases de mondialisation et la crise de la Covid-19 nous a peut-être fait entrer dans une troisième phase. La première vague a débuté au XIXe siècle et s'est achevée avec le début de la Première Guerre mondiale. Jusqu'en 1870, les exportations mondiales représentaient moins de 10 % de la production mondiale, tandis qu'aujourd'hui, la valeur des biens exportés est proche de 25 % au niveau mondial. Cela signifie que, dans l'intervalle, le commerce s'est développé plus rapidement que la croissance du PIB. La deuxième vague a commencé après la Seconde Guerre mondiale. Elle a été rendue possible par la technologie et notamment la réduction des coûts de transaction. Cette réduction des coûts a eu un impact non seulement sur les volumes échangés, mais aussi sur les types d'échanges possibles. Depuis les années 1990, l'intégration économique s'est renforcée grâce aux chaînes de production globalisées (étapes du processus de production distribuées à travers différents pays ou régions) de sorte qu'aujourd'hui, environ 30 % de la valeur des exportations mondiales proviennent d'intrants étrangers (contre 25 % en 1990). Le commerce mondial a atteint un pic en 2010-2012 après deux décennies de croissance ininterrompue. Mais ce fut la fin de la « grande phase de mondialisation » au cours de laquelle le commerce mondial augmenta deux fois plus vite que le PIB mondial. Après la crise financière de 2008, le commerce mondial connut un ralentissement jusqu'à la crise de la Covid-19 qui ramena la croissance du commerce mondial à un niveau plus proche de celle du PIB mondial.

### Croissance moy. du PIB et du commerce mondial depuis les années 1980



Source : Amundi Research, Datastream, données au 20 octobre 2020.

## Fin de la mondialisation débridée et début d'une mondialisation durable

Le commerce est à présent une composante fondamentale de l'activité économique dans le monde entier et il est difficile d'imaginer qu'il puisse être brusquement interrompu. Le système économique mondial actuel permet aux pays d'échanger non seulement des produits finaux, mais aussi des intrants intermédiaires, créant ainsi un réseau complexe d'interactions économiques au niveau mondial. Les processus de production sont désormais étroitement imbriqués avec des chaînes de production de biens et de services toujours plus complexes et globales. **Il n'existe aucune volonté de revenir en arrière sur les acquis de la mondialisation** (le commerce génère des gains d'efficacité et, via la concurrence/les économies d'échelle/les processus d'apprentissage et d'innovation, crée un cercle vertueux de croissance, la libéralisation du commerce entraînant également des gains de productivité).

**Toutefois, de nouvelles dynamiques se mettent en place à mesure que la crise met en évidence des vulnérabilités sous-estimées qui poussent les acteurs économiques à renforcer leurs capacités de résistance. Les gouvernements** pourraient embrasser certains principes de **souveraineté économique, stratégique et sanitaire**, tandis que **les entreprises** ont pris conscience de la nécessité d'évaluer soigneusement leur **vulnérabilité** face à un certain nombre de risques (risques géographiques, risques de cybersécurité, différends commerciaux et risques liés aux chaînes de valeur longues et difficilement contrôlables). **Les consommateurs** quant à eux, en particulier la jeune génération, sont en train de modifier leurs habitudes en faveur de **produits locaux plus transparents, plus équitables et plus écologiques**. À moyen terme, une reconfiguration des chaînes de production pourrait entraîner une évolution des flux commerciaux par rapport à leurs schémas actuels. Pour donner une idée des volumes concernés, une étude McKinsey a montré que 16 à 26 % du commerce mondial pourrait, à terme, se déplacer vers différents pays, ce qui représente l'équivalent de 2 900 à 4 600 milliards de dollars d'exportations chaque année.

## Conséquences pour l'économie et les investissements

Un « facteur commun » qui a dynamisé la croissance mondiale (la croissance débridée du commerce) risque de disparaître laissant une place de plus en plus importante à la demande intérieure dans le cycle économique. Or, les fondamentaux de la consommation des ménages et ceux de l'investissement des entreprises varient considérablement d'un pays à l'autre. **Par conséquent, les cycles économiques nationaux et régionaux devraient à l'avenir être de plus en plus en décorrélés, ce qui, en termes de gestion de portefeuille, implique davantage d'opportunités de diversification du portefeuille par la sélection des valeurs.**

# Répercussion des divergences macroéconomiques sur l'allocation sectorielle

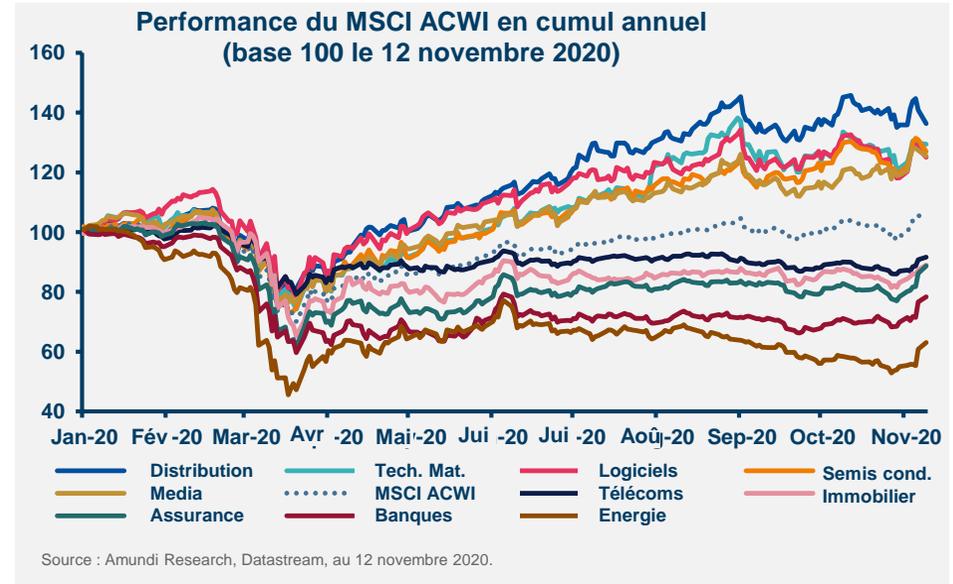
Les divergences en matière de croissance vont se poursuivre, avec des périodes de marche-arrêt conditionnées par les flambées épidémiques et les dispositifs de confinement ciblés. Les divergences sectorielles ont des répercussions géographiques et de style sur la gestion.

## Croissance médiocre et inégale en attendant les vaccinations à grande échelle

Le rebond mondial synchronisé, avec de petites divergences locales liées à l'entrée en crise et à la durée de la pandémie, a entraîné une **dynamique de croissance de plus en plus divergente à l'échelle des pays** celle-ci étant conditionnée par des périodes de « marche-arrêt » (flambées épidémiques et confinements localisés). **La divergence la plus manifeste est celle de la Chine par rapport au reste du monde**, la Chine ayant mieux maîtrisé la deuxième vague et étant revenue plus rapidement à ses niveaux pré-crise. En Europe, les pays les plus vulnérables sont les pays périphériques, où les secteurs les plus affectés par le confinement et les couvre-feux (hôtellerie, loisirs, voyages, tourisme) représentent une part plus importante de la valeur ajoutée brute. Seule une vaccination à grande échelle (à partir de mi-2021) pourra permettre une synchronisation des trajectoires économiques divergentes, une reprise de la mobilité et un rebond du secteur des services. **La reprise économique de 2021 devrait être modeste** par rapport à celle observée récemment et s'accompagnera d'importantes pertes de production. 2021 sera une année de transition vers une économie post-pandémique qui sera marquée par une contraction des secteurs à haut niveau de contact commercial au profit de la numérisation et par un effort massif de reconversion de la main d'œuvre. Une trajectoire d'inflation modérée se dessine, avec une reprise progressive en 2021 par rapport à 2020 en raison du ralentissement de l'économie. L'inflation dans les marchés développés (MD) ne dépassera la cible que passagèrement aux États-Unis, tandis qu'elle restera en-dessous en Europe. Les composantes non essentielles, telles que les prix des denrées alimentaires, entraîneront une hausse de l'inflation dans les marchés émergents (ME) en raison des perturbations de l'offre et des restrictions sur les exportations alimentaires liées à la pandémie.

## Définir le bon dosage macroéconomique : caractéristiques et calendrier

Le maintien d'un dosage macroéconomique très accommodant est capital. Dans les marchés développés, l'accent est résolument mis sur les mesures de politique monétaire non conventionnelles, tandis que les banques centrales émergentes utiliseront principalement les outils non conventionnels les plus courants pour gérer et renforcer la liquidité. Côté budgétaire, aux États-Unis et en Europe, nous nous attendons à une relance de la croissance grâce aux trains de mesures budgétaires, dont l'effet multiplicateur sera toutefois plus faible en raison des règles de distanciation sociale en vigueur. La politique budgétaire chinoise, qui réduira son soutien aux investissements en infrastructures, sera moins expansionniste qu'en 2020. Dans l'ensemble, **les niveaux d'endettement resteront à des niveaux records l'an prochain et le retour à une trajectoire plus durable sera au mieux retardé**, notamment dans les pays où la dynamique de croissance est modérée et les coûts d'emprunt plus élevés.



## Disparité sectorielle sans précédent, avec des répercussions géographiques et de style

L'effondrement des résultats du deuxième trimestre 2020 marquera sans doute le point bas du cycle. À ce stade, de fortes disparités sectorielles ont été constatées, tant en termes de résultats que de performances. Seuls deux secteurs, la santé et les technologies de l'information sont parvenus à enregistrer une croissance positive de leurs résultats. Ces secteurs sont surpondérés dans les indices de style *growth*, ainsi que dans les indices nationaux et régionaux tels que le S&P 500 et le MSCI Emerging Asia. La divergence de ces secteurs vis-à-vis des secteurs plus en retard est extrême, notamment par rapport à ceux qui ont été le plus affectés par la pandémie (transports, loisirs, automobile, etc.) et par rapport au secteur de l'énergie (négligé en raison de son caractère non ISR). **Un rebond des secteurs les plus touchés est attendu en 2021.** La performance des indices de style et des indices régionaux devrait donc évoluer en sens inverse. Dans les pays développés, les marchés européens et japonais devraient bénéficier de cette évolution, du moins temporairement, de même que les pays émergents d'Amérique latine et de la région EMOA. Il faudra ensuite faire le tri entre les gagnants à court terme et ceux à long terme et à ce jeu, l'Asie et les États-Unis n'ont peut-être pas dit leur dernier mot.

## Trilogie politique, budgétaire et monétaire pour un « triplé gagnant »

La réaction à la crise de la Covid-19 sera caractérisée par le rôle prépondérant et interconnecté des politiques budgétaires et des acteurs politiques. La politique monétaire s'adaptera non seulement aux besoins de financement, mais aussi en fonction des délais nécessaires au déploiement des soutiens budgétaires. L'expansion en taille et en durée des programmes d'assouplissement quantitatif sera un élément clé pour les marchés financiers et les valorisations.

### D'une domination politique à une domination budgétaire : un défi majeur pour 2021

2020 restera dans les mémoires comme l'année de la **croissance record de la dette publique mondiale**, en raison de la réponse budgétaire sans précédent nécessaire pour contrer la crise provoquée par le Covid-19. Toutefois, si les efforts nécessaires pour éviter une nouvelle aggravation du choc étaient importants jusqu'à présent, ils le sont encore plus aujourd'hui avec la seconde vague épidémique qui s'accompagne de risques supplémentaires pour la reprise qui était déjà lente et inégale. En outre, durant l'été, de grands espoirs se sont formés aux États-Unis et dans la zone euro, autour d'un plan budgétaire pour le quatrième trimestre aux États-Unis et d'un projet commun dans l'UE, mais après l'été, la progression de ces deux projets s'est ralentie. Aux États-Unis, la volonté de parvenir à un accord préélectoral massif et bipartite a perdu de sa vigueur avec la reprise économique, tandis que dans l'UE, des désaccords entre États sont apparus sur plusieurs points de l'accord. Pour l'année prochaine, si le plan de relance américain voit le jour, comme nous l'anticipons, il est probable qu'il jouera un rôle dans la première partie de 2021, tandis que pour Next Generation EU (NGEU), à l'exception de certains paiements initiaux, nous pensons que la majeure partie des financements ne sera pas décaissée avant 2022. En Europe, bien que certains dispositifs, tels que SURE, puissent aider les finances publiques à court terme, le soutien budgétaire aux acteurs économiques se fera donc encore principalement par le biais de plans nationaux dans un premier temps, avec le risque que les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire réduite et plus vulnérables aux chocs économiques soient laissés pour compte. Néanmoins, l'intensification de la deuxième vague pandémique pourrait amener les autorités politiques européennes à faire davantage d'efforts pour lancer NGEU de manière rapide et efficace.

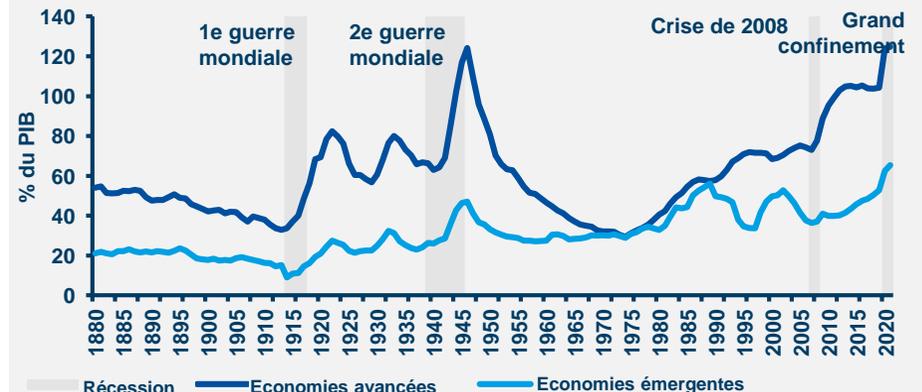
### Prépondérance de la politique budgétaire et soutien de la politique monétaire

Nous pensons que cette lutte budgétaire acharnée à l'échelle mondiale durera de nombreuses années et se terminera par une hausse des niveaux d'endettement. La composition, le montant et le remboursement de cette dette **susciteront un débat animé sur la fiscalité pour éviter tant la répression financière que l'hyperinflation ou les défauts**. Il est peu probable que la dette constitue la plus grande vulnérabilité pour 2021, même si nous estimons devoir envisager cette possibilité. **L'année prochaine, nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent d'affiner leur dispositif au-delà de la seule question de l'échelle**, afin d'aider et d'encourager les dépenses budgétaires (et une accumulation impressionnante de dettes), à la fois en termes de volumes et de calendrier, en permettant l'octroi de crédits à un large éventail d'emprunteurs tout en soutenant le sentiment.

### La politique monétaire reste clé pour les marchés financiers et les valorisations

Le contrôle des taux d'intérêt par les banques centrales, qui empêche tout pic sur le segment à long terme de la courbe, a plusieurs incidences tant sur le plan diversifié qu'obligataire. En effet, des taux bas apporteront notamment un soutien aux primes de risque des actions, malgré le marché haussier qui dure depuis 11 ans et la récente récession. De plus, les PER ajustés en fonction de l'expansion des bilans des banques centrales suggèrent une hausse potentielle avoisinant les 10 % tandis que les taux bas préservent l'environnement favorable aux marges et aux BPA. Ce contexte est de bon augure pour le facteur *growth* même si, selon notre scénario central, il devrait sous-performer le facteur *value*. Un autre sujet intéressant sur ce thème est celui des matières premières, car, selon nos estimations, les conditions financières et les nouvelles politiques monétaires des banques centrales sont devenues un puissant moteur pour celles-ci et en particulier pour les métaux précieux. Nous réaffirmons par conséquent notre appréciation positive de l'or, qui demeure l'instrument de couverture le plus pertinent, compte tenu des taux d'intérêt ultra bas.

### Évolution historique de la dette publique



Source : FMI au 20 octobre 2020. Selon la base de données des dettes publiques historiques, la base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, le projet de base de données Maddison et les calculs des services du FMI Note : la série agrégée dette publique/PIB pour les économies avancées et émergentes se fonde sur un échantillon constant de 25 et 27 pays respectivement, pondéré par le PIB en parité de pouvoir d'achat. WWI : Première Guerre mondiale. WWII : Seconde Guerre mondiale.

NGEU = Next Generation EU. PER = Cours/Bénéfice. BPA = Bénéfices par action.

# PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

## Rotations de marché et reprise disparate

### RISQUES À SURVEILLER

#### RISQUES ET PROBABILITÉS

20 % **Instabilité financière liée aux multiples vagues épidémiques**

#### ANALYSE

De multiples vagues de Covid-19 pourraient déclencher une forte correction des marchés et porter atteinte à la stabilité financière. Bien que les perspectives économiques soient encore incertaines, les acteurs du marché restent convaincus que l'action politique sera énergique en cas de rechute économique. Plus la crise se prolonge, plus les doutes sur l'efficacité marginale des nouvelles mesures et la capacité des autorités à les mettre en œuvre seront grands. Les conditions financières se resserreraient. L'ampleur de la récession aggraverait les risques de solvabilité indépendamment de l'action des banques centrales et des systèmes de garantie gouvernementaux et malgré le renforcement des fonds propres des banques.

#### IMPACT DE MARCHÉ

- Positif pour les bons du Trésor américain, les Bunds et l'or
- Négatif pour le pétrole, les matières premières, les devises des pays exportateurs de matières premières, les obligations émergentes

20 % **Crise financière**

Les pénuries de liquidités, l'augmentation du nombre de défauts et les dégradations dégénèrent en faillites et en défaillance du secteur financier. L'ampleur de la récession accroît les risques de solvabilité, quelles que soient les mesures prises par les banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements. Les fonds propres des banques sont plus importants, mais les défauts d'entreprises et les créances douteuses se multiplient à mesure que les soutiens publics disparaissent et que la période de « grâce » prend fin (commerce de détail et immobilier commercial). Une crise financière entraînant une détresse généralisée et un désendettement est un risque pour les pays qui étaient déjà en position de faiblesse au début de la crise.

- Négatif pour les actifs à risque
- Dégradation des titres US IG BBB et hausse des défaillances dans les segments EUR et US HY B-CCC
- Positif pour l'USD, la dette souveraine des MD et l'or

20 % **Brexit dur**

Un Brexit sans accord sur fond de confinement partiel pourrait plonger le Royaume-Uni dans une profonde récession, dont l'impact déborderait sur l'UE. Avec ou sans accord, le Royaume-Uni sortira de l'UE en 2021. Une phase d'ajustement à ce nouveau cadre débutera alors. Le Royaume-Uni tentera de conclure des accords commerciaux en dehors du marché unique à des conditions potentiellement plus avantageuses, ce qui pourrait créer des tensions entre les membres de l'UE ayant des priorités économiques similaires.

- Négatif pour l'EUR et le GBP

10 % **Période post-électorale américaine, tensions avec la Chine et l'UE**

Il est peu probable que le résultat des élections américaines entraîne une modification du positionnement américain à l'égard de la Chine. La 5G, les participations étrangères, la situation à HK, les éventuelles sanctions américaines sur les banques chinoises et une phase 2 de l'accord commercial sont autant de sujets qui feront leur retour en force en 2021. Cette « guerre froide » pourrait également s'étendre à l'Europe. L'UE a reçu le feu vert de l'OMC pour imposer 4 milliards de dollars de surtaxes aux États-Unis dans le contexte de l'affaire Airbus/Boeing et la France a instauré une taxe visant les géants du numérique.

- Ancre du HKD en péril
- Négatif pour les actions chinoises et le CNY
- Positif pour l'USD, le JPY, les bons du Trésor US et l'or
- Plus les tensions augmentent, plus les actifs risqués sont affectés.

10 % **Surprises en matière d'inflation**

Les programmes de QE pourraient se révéler être une source de problèmes durant la phase de reprise lorsque l'inflation entrera dans l'équation. Dans les ME, l'inflation se trouve à un point d'inflexion. Les réponses des gouvernements des MD à la montée des inégalités et de l'instabilité sociale pourraient modifier la dynamique de l'inflation. La fonction de réaction inconnue des banques centrales confrontées à un choc positif sur l'inflation (ou sur les anticipations d'inflation) pourrait être une source d'incertitude. Ce risque est très faible pour l'année à venir, mais devrait augmenter avec le temps.

- Positif pour les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) et l'or
- Positif pour les actions, rotation des valeurs de croissance vers des titres décotés sélectionnés et des secteurs disposant d'un pouvoir de fixation des prix et axés sur l'investissement
- Négatif pour les bons du Trésor US à long terme et les Bunds

10 % **Crise financière dans les ME**

La crise sanitaire et économique est susceptible de provoquer des tensions géopolitiques et de l'instabilité dans les pays émergents. Aucune crise « systémique » ayant un impact sur le marché n'a été identifiée à ce jour, mais plusieurs situations doivent être surveillées, comme la Libye, la Grèce/Turquie, le Liban, la Biélorussie, les manifestations en Russie orientale et le conflit frontalier entre l'Inde et la Chine. En ce qui concerne la Turquie, qui se trouve déjà dans une situation particulièrement délicate avec des déséquilibres intérieurs significatifs, les obstacles économiques représentent autant de risques supplémentaires.

- Négatif pour les actions émergentes et la dette en devises locales
- Positif pour les bons du Trésor US
- Positif pour l'or, l'USD et le CHF

# PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2021

## Rotations de marché et reprise disparate

### CONVICTIONS AMUNDI POUR 2021

	Classe d'actifs	Opinion 2021	Fondement des perspectives 2021
ACTIONS	États-Unis	=	L'économie américaine devrait retrouver ses niveaux de 2019 vers la mi-2022, soit après la Chine mais avant l'Europe. La pentification de la courbe des taux et l'affaiblissement du dollar devraient aider les marchés plus cycliques/décotés à rebondir en premier, mais les États-Unis, qui abritent de nombreuses sociétés innovantes seront avantagés par la faiblesse de leurs taux ce qui constituera l'autre partie de l'équation en 2021.
	Europe	=/+	En 2020, le fonds de relance de l'UE a redonné de l'attractivité à l'Europe. En 2021, la corrélation étroite entre les rendements obligataires de l'UEM et du MSCI World devrait permettre à la région de bénéficier tactiquement d'une pentification de la courbe des taux. Le Royaume-Uni, plus défensif, qui est également un substitut pour le secteur de l'énergie (peu favorable à l'ESG) par rapport aux valeurs industrielles (parmi les gagnants du prochain cycle) devrait rester à la traîne.
	Japon	+	Le Japon est l'un des marchés les plus cycliques, avec la plus forte concentration (20 %) de valeurs industrielles - qui seront les gagnantes du cycle à venir - et la deuxième plus forte concentration (18 %) de valeurs de consommation discrétionnaire. Le pays est donc bien placé pour profiter de la reprise. Le plus grand obstacle serait un fort rebond du yen, ce que nous n'anticipons pas dans la mesure où les risques mondiaux devraient se dissiper l'an prochain.
	Obligations émergentes	+	Les marchés émergents offrent une combinaison intéressante de secteurs liés à la technologie avec du potentiel à long terme (technologies de l'information, services aux consommateurs et services de communication), principalement en Asie du Nord et de secteurs cycliques plus traditionnels (finances et matériaux), notamment dans les pays d'Amérique latine et de la zone EMOA. L'Asie a fait preuve de vigueur en 2020. Une dépréciation du dollar serait un catalyseur de surperformance plus généralisée des marchés émergents.
OBLIGATIONS	Govies États-Unis	=	À mesure que la reprise se poursuit, la tendance à moyen terme sera marquée par un raidissement progressif du segment à très long terme de la courbe. L'étendue de cette pentification dépendra de l'évolution de l'épidémie et des différentes mesures de relance budgétaire déployées après les élections. La prime d'inflation sur le segment long de la courbe américaine devrait continuer à augmenter de manière modérée.
	Obligations d'entreprise IG US	=	Nous restons optimistes sur l'IG américain du fait du (1) soutien des banques centrales et (2) de la quête de rendement. La courbe s'est raidie sous l'effet des achats de la Fed et le point idéal est le segment de 7 à 10 ans.
	Obligations d'entreprise HY US	=	Nous nous attendons à une fragmentation croissante du HY américain autour de deux axes : (1) les entreprises qui maintiennent des niveaux de trésorerie élevés pour faire face aux imprévus vs celles qui dépendent pour subvenir à leurs besoins et (2) l'écart croissant entre les secteurs (tourisme, énergie) qui ont subi une forte baisse de leurs revenus vs ceux qui ont enregistré une hausse de leur chiffre d'affaires (technologie). Pour les investisseurs, cela signifie que les risques idiosyncratiques et de défaut ne sont pas correctement pris en compte et que la compression des spreads ne sera pas uniforme. La sélection et la qualité sont donc primordiales.
	Govies Europe	-/=	Nous maintenons un positionnement prudent sur les obligations d'État 'core', compte tenu de leurs valorisations peu attractives et des perspectives de stabilité des rendements. En revanche, en ce qui concerne la dette périphérique, nous restons optimistes dans un contexte de soutien marqué de la BCE, qui sera encore renforcé en 2021 par des achats supplémentaires et le soutien à venir de l'UE, en commençant par le programme SURE.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+	Bien que l'essentiel de la compression des spreads ait été réalisée, les entreprises notées IG et surtout celles notées BBB sont toujours ciblées par les investisseurs en quête de rendement et paraissent résistantes grâce au dispositif de QE de la BCE. Nous continuons à privilégier l'IG en euros par rapport à l'IG en dollars, en raison de l'endettement plus faible de celui-ci, en nous concentrant sur les obligations financières et subordonnées qui offrent un potentiel de rendement supplémentaire.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=	En ce qui concerne le HY européen, nous recommandons le segment de meilleure qualité (titres BB en particulier), afin de combiner la nécessité de réduire la volatilité et de profiter du potentiel de portage restant. Le HY libellé en euros continue de résister davantage au risque de défaut que le HY américain, grâce à sa meilleure qualité de crédit et à son exposition sectorielle. Pour autant, le besoin de sélection et de réserves de trésorerie reste élevé.
	ME Dette devise forte	=/+	Si le potentiel de resserrement des spreads des obligations émergentes est limité pour 2021 compte tenu de leur évolution en 2020, nous pensons que la classe d'actifs pourrait encore bénéficier des flux entrants d'investisseurs en quête de portage dans un contexte de taux bas. Parmi les actifs émergents, c'est cette classe d'actifs qui serait la plus résistante en cas de dégradation des perspectives.
	ME Dette devise locale	+	Dans un scénario de reprise économique, la faiblesse des rendements dans les MD et la faiblesse du dollar seraient des facteurs de soutien de la dette émergente en devises locales et les devises devraient en bénéficier en 2021. Toutefois, la sélection restera importante, car certains pays sont encore vulnérables dans l'environnement incertain actuel.
AUTRES	Matières premières		En 2021, les matières premières seront soutenues par la reprise du cycle économique et par les conditions financières encore favorables. Le WTI devrait rester dans une fourchette de 40 à 50 USD/baril au premier semestre 2021 et les métaux de base devraient également se redresser. L'or bénéficiera lui aussi des politiques accommodantes des banques centrales et profiterait d'un prolongement de l'incertitude.
	Devises		Le passage d'une phase de contraction à une phase de reprise est susceptible de mettre le dollar sous pression. Une dépréciation importante du dollar est à prévoir, mais compte tenu de leur plus grande flexibilité politique et de leur lien direct avec la Chine, nous pensons que les monnaies liées aux matières premières seront les gagnantes parmi les devises du G10. Pour ce qui est des devises émergentes, la volatilité se maintiendra tout au long de 2021, mais une certaine appréciation est à prévoir.



Source : Amundi, au 12 novembre 2020. 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 = obligations d'entreprises investment grade. HY = Entreprises de qualité high yield. Dette ME DF/DL = Dette émergente libellée en devises fortes/locales WTI= West Texas Intermediate.

## Gestion diversifiée : jouer la rotation (complexe) du HY vers les actions

Notre scénario central est celui d'un dégel de l'économie mondiale, c'est pourquoi le thème de la croissance reste essentiel, bien que ses caractéristiques soient différentes de celles d'une reprise « normale ». Les investisseurs devront se mettre en quête de rendement dans tous les segments du crédit et privilégier les obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations d'État, les secteurs cycliques et, de manière sélective, les actifs émergents.

### Cap à suivre dans l'environnement fragile de la relance

La deuxième vague épidémique se concrétise et, bien qu'elle fasse peser de nombreux risques sur l'activité économique et qu'elle s'accompagne de nombreuses incertitudes, notre scénario central reste celui d'une reprise. **Selon nos projections macroéconomiques, le rebond des bénéfiques devrait être vigoureux et atteindre environ 30 %, bien que ce chiffre soit inférieur au consensus de 40 %** en raison des risques de queues de distribution épaisses (la probabilité de phases de correction et de contraction dans notre outil propriétaire, l'Advanced Investment Phazer, est de 20 %). **Toutefois, les prévisions actuelles de bénéfiques devraient être suffisantes pour entraîner une réévaluation du risque multi-actif en 2021, en se concentrant sur les classes d'actifs de croissance telles que les actions, les obligations HY et la dette émergente.** La timidité de la reprise incite toutefois à ne pas trop jouer les marchés à bêta plus élevé et à se concentrer plutôt sur la qualité et sur des thèmes plus défensifs. C'est pourquoi nous privilégions les actions des marchés développés et la dette des marchés émergents. Dans un monde à faible rendement, nous préférons le crédit IG aux emprunts d'État pour des considérations de portage ajusté du risque. Une exposition en obligations indexées sur l'inflation pourrait contribuer à atténuer tout impact négatif en termes de durée causé par des hausses de taux liées à des pics d'inflation dans notre scénario haussier. Pour ce qui est des matières premières, les métaux de base sont généralement les plus performants. Pourtant, à l'heure actuelle, l'or devrait également être considéré comme un moyen de couvrir les allocations multi-actifs compte tenu de la probabilité élevée du scénario baissier et du ton ultra-accommodant des banques centrales.

### Jouer le thème de la croissance dans un contexte de reprise inédit

La récession sévère provoquée par la pandémie a conduit à une situation sans précédent dans laquelle les spreads du high yield sont artificiellement proches de leurs plus bas historiques. Précédemment, durant les récessions, les spreads du high yield des marchés développés se maintenaient à environ 1 000 points de base, l'effet de dislocation provoqué par les interventions des banques centrales est donc considérable. Il est ainsi **peu probable qu'au cours de cette crise, le high yield surperforme les actions dans notre scénario central ou notre scénario haussier.**

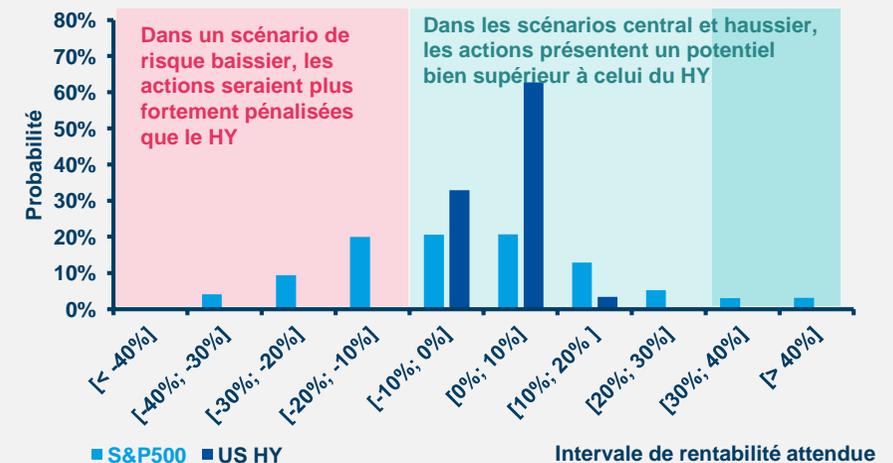
Selon nos estimations de la juste valeur, les distributions de rendements attendues sont fortement déséquilibrées à la baisse en raison de la combinaison néfaste des risques de queue de distribution épaisse, de croissance anémique et de valorisations chères résultant des interventions des banques centrales. Néanmoins, le potentiel haussier du high yield est plafonné en raison de la faible marge de resserrement des spreads, tandis que les actions ont le champ libre pour surperformer en cas de surprise à la hausse des bénéfiques.

### Bénéfices et déploiement des mesures de relance budgétaire

Un des (rares) risques haussiers est celui d'un déploiement rapide et complet d'un plan de relance budgétaire aux États-Unis (et en Europe), ce qui augmenterait nos prévisions de croissance des bénéfiques de 10 à 15 %. Dans ce scénario, les actions seraient encore plus intéressantes.

Dans un scénario baissier, en revanche, la vulnérabilité des entreprises constitue le principal risque à surveiller. Dans un tel scénario négatif, les actions seraient davantage malmenées que le high yield, car les banques centrales se sont avérées plus efficaces pour contrôler les marchés de la dette et toute réduction des risques passerait donc probablement par des ventes d'actions.

### Selon nos calculs de la juste valeur, les actions ont plus de potentiel haussier que le HY en cas de surprise à la hausse de la reprise.



L'outil de calcul de la juste valeur est un modèle propriétaire d'Amundi qui permet de réaliser des simulations en fonction de nos prévisions macro-financières internes et des probabilités des régimes financiers économiques fournis par l'Advanced Investment Phazer. Les distributions conditionnelles prévisionnelles sont ensuite calculées par l'intermédiaire d'une estimation par noyau des résultats des simulations.

Source : Analyse Amundi Research, Bloomberg, site internet S&P. Données au 20 octobre 2020.

## Actions MD : portefeuille diversifié à partir de convictions pro-cycliques et de qualité

Même si elle est lente, irrégulière ou différée, la reprise économique finira par s'imposer et même si la courbe des rendements se raidit, les taux resteront bas encore longtemps. Ces facteurs invitent les investisseurs à envisager un positionnement procyclique, tout en privilégiant la qualité. La répartition géographique qui en résulte est assez diversifiée.

### Malgré de nombreuses difficultés à surmonter, le cycle est en passe de se retourner

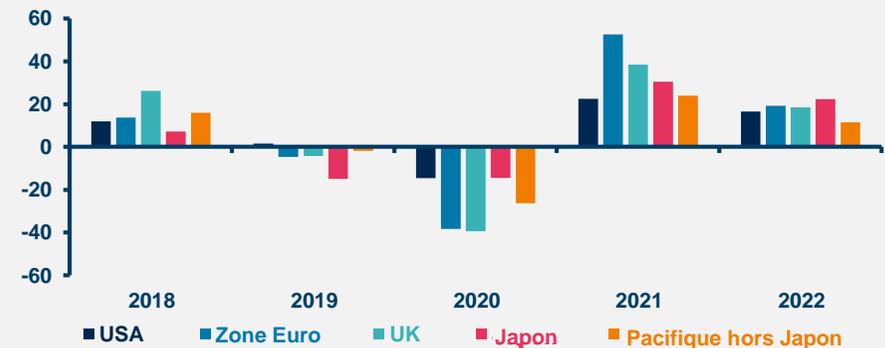
**2020 a été une année hors du commun.** La reprise du secteur manufacturier, qui avait commencé à prendre forme au début de l'année, s'est transformée en récession brutale. Les bénéfices ont touché le fond au deuxième trimestre. Les fortes baisses de taux, la chute des cours du pétrole et, aux États-Unis, l'affaiblissement du dollar, sont de bon augure pour **une reprise cyclique en 2021 et un redressement proportionnel des bénéfices.** Pour l'instant, IBES anticipe un niveau de bénéfices par action en 2021 à peu près équivalent à celui de l'année record de 2019 aux États-Unis et dans la zone euro. L'ampleur réelle de la reprise dépendra du rétablissement de la confiance des consommateurs, qui est elle-même liée à la maîtrise de la Covid. **Les faux départs ne peuvent être exclus,** mais la détermination des gouvernements, combinée à celle des banques centrales, qui interviendront à nouveau en cas de chocs additionnels, finira par dissiper les doutes des consommateurs, ce qui dans un horizon de 12 mois devrait finir par profiter aux actions cycliques.

### Trois spécificités du nouveau cycle

- 1) Un niveau historiquement bas des taux d'intérêt :** si les valorisations absolues du marché des actions (PER) sont tendues, les primes de risque des actions restent attractives. Les actions semblent donc constituer une alternative incontournable pour les investisseurs (TINA).
- 2) Une rupture :** la pandémie a accéléré certaines transitions qui étaient déjà en cours et a créé de fortes divergences entre les secteurs « porteurs d'innovations de rupture », soutenus par des tendances de long terme et bénéficiant d'une croissance supérieure de leurs revenus et d'un faible taux d'actualisation et les secteurs « perturbés » dont les perspectives sont limitées. Ces divergences sont telles que les performances géographiques sont désormais essentiellement tributaires de la composition sectorielle des indices.
- 3) La combinaison de ces deux facteurs a fortement bénéficié à certaines valeurs de croissance, si bien qu'une bulle pourrait être en train de se former, ce qui est inhabituel en début de cycle.** Dans les années 1990, la bulle des valeurs technologiques est apparue en fin de cycle et a amplifié la tendance haussière du reste du marché, tandis qu'aujourd'hui ces valeurs divergent par rapport au reste du marché. De plus, les bulles n'éclatent généralement que lorsque les banques centrales cessent d'injecter des liquidités, ce qui ne sera pas à l'ordre du jour avant de nombreux trimestres. Une forte surestimation des valeurs à forte croissance reste donc un scénario crédible pour 2021, au-delà d'un rebond cyclique dans un premier temps.

PER = ratio cours/bénéfices. TINA = acronyme anglais signifiant « il n'y a pas d'alternative » (aux actions, car tous les autres investissements semblent moins rémunérateurs).

### Croissance des BPA selon IBES



Source : Refinitiv, Amundi Research. Données au 26 octobre 2020.

### Positionnement diversifié, mais procyclique avec un biais qualitatif

D'un côté, la reprise économique imminente invite à **privilégier les valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives** mais de l'autre, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt pourrait, à terme, pousser les actions bénéficiant d'innovations de rupture à des niveaux déraisonnables. Dans les deux cas, **le facteur qualité doit être privilégié.** Le secteur industriel est peut-être celui qui répond le mieux à tous ces critères. **Au niveau régional, cela se traduit par un portefeuille plutôt diversifié, mais de nature procyclique.** En tant que marchés procycliques, l'Europe hors Royaume-Uni et le Japon devraient être les premiers à rebondir lors de la reprise. Toutefois, **les États-Unis pourraient reprendre le dessus, si une bulle continuait à se former.** Bien que très bon marché, le marché britannique, qui est plutôt défensif et qui est représentatif du ratio énergie/industrie, devrait à nouveau sous-performer celui de la zone euro en 2021. La région du Pacifique hors Japon (riche en valeurs financières et très exposée au commerce mondial) pourrait temporairement faire mieux que le Japon pendant la première phase de reprise, mais devrait à plus long terme sous-performer le Japon (riche en valeurs industrielles).

**En 2021, les investisseurs devraient être prêts à jouer la reprise en mettant l'accent sur les valeurs cycliques de qualité, tout en restant attentifs à d'éventuelles formations de bulles.**

## Investissement factoriel : préférence sélective pour les facteurs taille, *value* et qualité

*La reprise économique qui s'annonce en 2021 sera atypique (ruptures et taux historiquement bas), il sera donc nécessaire de trouver un compromis entre les valeurs procycliques et les gagnants de long terme.*

### La phase actuelle du cycle invite à se concentrer sur le facteur taille

En début 2020, après un cycle haussier de dix ans, nous avons suggéré le maintien d'un positionnement plutôt défensif, en privilégiant le facteur volatilité faible et en renforçant progressivement les facteurs procycliques, à mesure que se dessinaient les premiers signes de reprise du secteur manufacturier. En définitive, la pandémie déclencha une récession et c'est la prudence qui fut récompensée.

Pour 2021, nous envisageons un appétit plus important pour le risque. La réponse conjuguée inédite des banques centrales et des gouvernements à la crise crédibilise le scénario d'une reprise économique. Le calendrier et le rythme de cette reprise restent inconnus, mais toute rechute économique constituera un argument pour renforcer les mesures de relance monétaire et/ou budgétaire. De plus, au-delà d'éventuels faux départs, nous estimons que les facteurs procycliques doivent être pris en compte.

Les petites et moyennes capitalisations qui sont généralement plus cycliques se portent souvent bien en début de cycle. Nous privilégions ce thème, notamment en Europe. Aux États-Unis, si cet univers offre également des opportunités, la performance relative des indices de petites et moyennes capitalisations dépendra avant tout du comportement plus incertain des méga-capitalisations, qui sont déjà très chères mais bénéficient d'innovations de rupture et des taux très bas. Le facteur volatilité faible doit, en revanche, être évité.

### Préférer les facteurs *value* et qualité aux facteurs croissance et *momentum*

Les écarts de valorisation entre les facteurs *value* et croissance n'ont jamais été aussi importants, même pendant la bulle internet. À l'époque, parier sur une normalisation semblait un choix évident, d'autant qu'une légère pentification de la courbe des rendements sur les échéances plus longues était logique dans le contexte d'une reprise économique. La situation actuelle serait donc en principe favorable au facteur *value*.

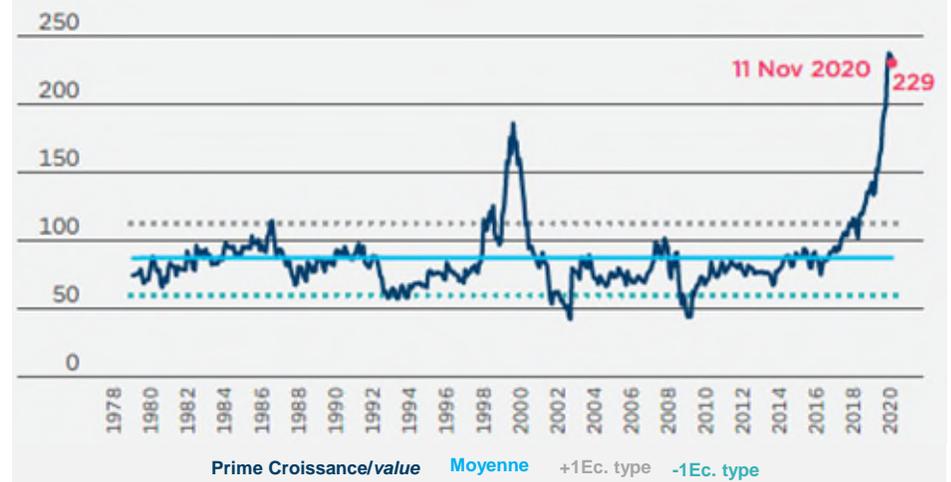
Toutefois, la situation d'aujourd'hui diffère sensiblement de celle de la bulle Internet. En effet, à la fin des années 1990, le facteur croissance avait exacerbé une tendance haussière du marché en fin de cycle, tandis qu'aujourd'hui, le cycle ne fait que commencer et le facteur croissance s'écarte déjà du facteur *value* (un phénomène récemment décrit comme une reprise en K). La reprise économique pourrait donc, à un moment donné, relancer le facteur *value*,

mais il n'est pas exclu que dans un contexte de taux bas plus longtemps, le facteur croissance ne finisse par intensifier cette hausse malgré ses valorisations.

Ainsi, au-delà d'un rebond en faveur du facteur *value*, la prudence impose aux investisseurs de se prémunir contre une éventuelle exagération à la hausse plus durable du facteur croissance (bulle ?). Dans ce contexte, le facteur qualité, qui tient compte de la durabilité de la croissance et permet en même temps d'éviter les actions d'entreprises surendettées doit occuper une place centrale, notamment par rapport aux facteurs croissance et *momentum* qui sont plus spéculatifs.

*Nous entendons jouer la reprise cyclique de 2021 par le biais des petites et moyennes capitalisations (européennes) dans un premier temps, tandis que nous surveillerons l'évolution des marchés en vue d'étendre de manière sélective notre exposition procyclique au style *value*, tout en maintenant un biais structurel pour la qualité au niveau mondial. Nous éviterons le facteur volatilité faible.*

Prime composite du MSCI World croissance vs Value (cours/bénéfices, cours/valeur comptable, rendement du dividende)



Source : Analyse d'Amundi Research, Datastream. Données au 12 novembre 2020.

# Obligations : poursuite de la quête de rendement, mais attention aux entreprises vulnérables

Les banques centrales s'apprêtent à poursuivre l'expansion de leurs bilans, les obligations devraient probablement bénéficier des mesures de relance monétaire. La quête de rendement dans les marchés développés, à la fois par le biais des spreads (principalement en Europe) et de la durée (davantage aux États-Unis) devrait rester essentielle en 2021 et offrir des opportunités dans un contexte de rendements plus faibles pour plus longtemps.

## Poursuite de l'assouplissement mondial qui soutiendra les marchés obligataires

Les banques centrales continueront à **élargir leurs bilans** l'an prochain pour soutenir les politiques budgétaires, en maintenant des coûts de financement faibles et en couvrant l'essentiel des émissions nettes supplémentaires. **Les politiques de taux zéro (ZIRP) et de taux négatifs (NIRP) devraient, en parallèle, se maintenir encore longtemps.** En Europe, l'élargissement et la prolongation des achats nets d'actifs et des réinvestissements dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif devraient en définitive continuer à soutenir la quête de rendement. Aux États-Unis, la Fed maintiendra ses achats d'au moins 80 milliards de dollars par mois jusqu'en fin 2021. La Fed peut facilement adapter la taille et la composition de ses achats (en augmentant la maturité) en cas de liquidation désordonnée d'obligations ou d'affaiblissement de l'économie américaine. Nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent d'absorber une grande partie du surplus des émissions souveraines limitant ainsi le risque de pentification résultant du surplus d'offre. La Fed veut s'assurer que les rendements obligataires à long terme restent modérés en raison des niveaux élevés de la dette publique et privée. La Fed et le Trésor devraient probablement maintenir les dispositions de l'article 13(3) destinées à soutenir les marchés du crédit et qui serviront de filet de sécurité aussi longtemps que les risques baissiers liés à la pandémie persisteront.

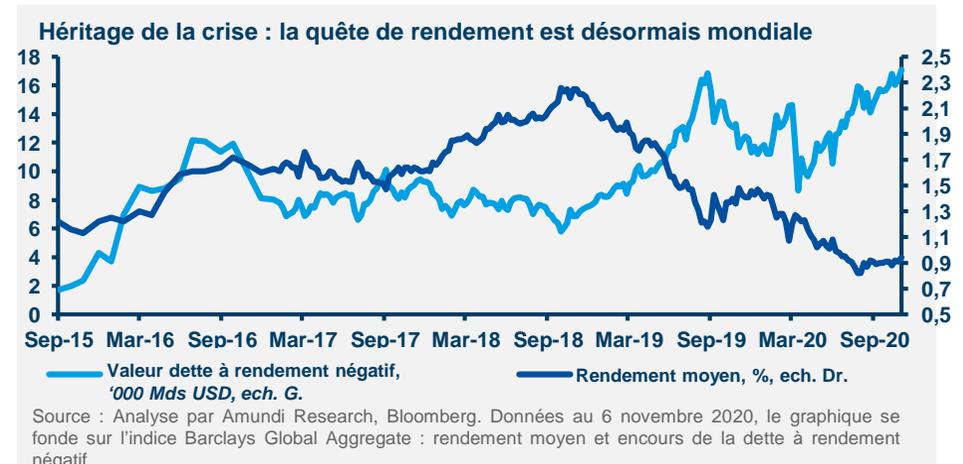
## Obligations d'État : vers une pentification de la courbe américaine. En zone euro, privilégier les obligations périphériques

Une **légère pentification de la courbe des taux aux États-Unis** serait cohérente avec un scénario de reprise économique. À mesure que la reprise se poursuit, la tendance à moyen terme sera celle d'une pentification progressive de la courbe, en effet, les rendements à 10 ans et 30 ans devraient progresser par rapport à leurs niveaux actuels au cours de l'année prochaine. **Le calendrier de cette pentification dépendra de l'évolution de l'épidémie et des différentes mesures de relance budgétaire déployées** après les élections. La hausse à l'extrémité très longue de la courbe devrait être tirée tant par les rendements réels que par les points morts. La **prime d'inflation** sur le segment long de la courbe américaine devrait continuer à augmenter de manière modérée, la grande question désormais, étant de savoir si une période prolongée, combinant relance budgétaire et monétaire et la nouvelle cible d'inflation moyenne parviendront à modifier le paysage de l'inflation. Dans la **zone euro**, nous maintenons notre préférence pour les obligations périphériques par rapport aux obligations du cœur de la zone, les obligations italiennes fournissant l'essentiel du peu de rendement positif qui reste, notamment sur les segments les plus longs de la courbe des taux, où les alternatives disponibles en dette non cotée sont plus limitées.

L'accord sur le fonds de relance, le dispositif SURE et les injections de QE et de liquidités de la BCE ont consolidé la demande de **dette périphérique** ce qui a permis d'en améliorer les facteurs techniques. Malgré une forte tension sur les valorisations, une certaine marge de compression des primes de risque est envisagée pour la dette périphérique. Sur les **marchés du crédit**, nous privilégions toujours les titres IG en euros qui bénéficient du soutien significatif à la fois du CSPP et du PEPP, de l'intensification de la quête de rendement, de leur endettement moins élevé que celui de leurs équivalents américains et de leur résilience aux pics de volatilité à court terme.

## Ces conditions sont très favorables au crédit

L'actualité récente concernant la mise au point d'un vaccin nous rend confiants quant aux perspectives de croissance économique. En attendant, les politiques monétaires et budgétaires resteront favorables dans tous les pays développés et les taux resteront bas plus longtemps par rapport au cycle de reprise précédent. La quête de rendement restera un thème majeur en 2021. **Nous préférons la dette notée BBB et la dette subordonnée dans le segment IG, tandis que dans le segment HY, nous nous attendons à ce que les spreads se resserrent au gré de la reprise économique.** Les taux de défaut devraient culminer au premier trimestre, mais à des niveaux bien inférieurs aux estimations initiales, grâce à la coordination de l'action monétaire et budgétaire. Les défauts se concentreront dans certains secteurs spécifiques, parmi les entreprises notées CCC et aux États-Unis.



# Marchés émergents : perspectives positives pour 2021

Les perspectives sont constructives pour les marchés émergents en 2021. Les obligations émergentes disposent encore d'une certaine marge en termes de valorisation et bénéficieront probablement de la quête de rendement. Pour ce qui est des actions émergentes, dès que la reprise se fera plus vigoureuse, nous assisterons à une rotation de la croissance vers le 'value'. L'Asie sera préférée dans la première phase de reprise des bénéfiques.

## Actions émergentes

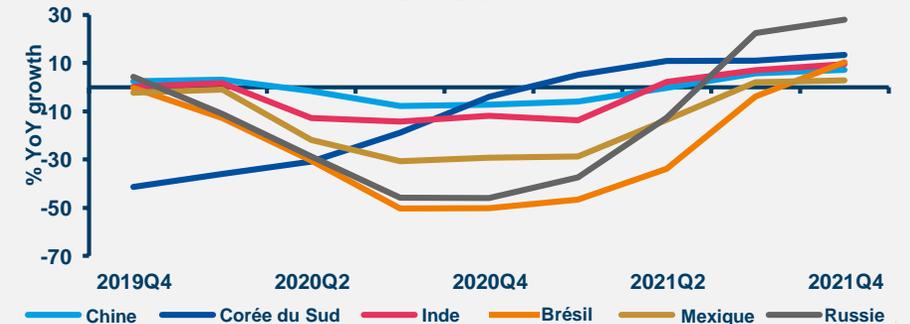
Les valorisations des actions envoient des signaux différents selon les régions. Les marchés actions asiatiques paraissent chers, car ils ont déjà beaucoup progressé depuis mars, tandis que ceux d'Amérique latine et de la région EMOA accusent un retard considérable par rapport à leurs niveaux d'avant-crise. Les divergences en termes de bénéfiques sont très importantes aussi, les bénéfiques cumulés de l'indice MSCI EM (en USD) se situant actuellement à -19 % en glissement annuel, contre seulement -9 % pour l'indice EM Asie, la Chine, quant à elle, n'est que légèrement en recul. La reprise après le confinement a été plus rapide en Chine et la maîtrise du virus y a été bien plus efficace. En outre, la Chine, et l'Asie émergente en général, ont profité du fait que leurs indices présentaient une concentration plus importante dans les secteurs qui ont pu réaliser des bénéfiques durant cette période difficile, notamment la santé, les technologies de l'information, les services de communication et le commerce de détail (qui fait partie du secteur de la consommation discrétionnaire et comprend certaines valeurs de commerce électronique telles qu'Alibaba). Pour 2021, nos prévisions internes tablent sur une reprise cumulée à deux chiffres (+13 % en USD) des bénéfiques du MSCI EM, grâce en particulier au fort rebond du commerce mondial, aux exportations des pays émergents et à une hausse légère mais positive des matières premières. **La croissance des bénéfiques au cours du premier semestre 2021 se concentrera davantage sur l'Asie émergente**, qui est bien plus avancée dans la reprise mais qui est également davantage impliquée dans le secteur en plein essor du commerce électronique. Les retardataires, comme les **pays d'Amérique latine et de la zone EMOA, ne devraient afficher des résultats positifs en variation annuelle qu'au second semestre 2021**. À court terme, la solidité de la reprise étant encore sujette à caution et le risque de nouveaux confinements étant toujours présent, principalement en Amérique et en Europe, les pays émergents d'Asie devraient continuer à surperformer (à l'exception de certains retardataires comme l'Indonésie). À mesure que nous progresserons en 2021, **nous assisterons à une transition progressive de la croissance vers le 'value' pendant que les pays bon marché hors Asie devraient bénéficier d'une dynamisation de leurs bénéfiques et d'une augmentation de leurs flux**. Dans ce contexte, la préférence devrait aller aux pays bon marché de la zone EMOA qui offrent des perspectives attractives de rendement des dividendes et sur lesquels les positionnements sont faibles, comme la Pologne et l'Afrique du Sud. L'Amérique latine pourrait suivre, mais les valorisations y sont moins attractives et beaucoup dépendra de l'évolution des prix des matières premières.

## Dettes émergentes

Les perspectives pour les obligations émergentes restent légèrement positives. L'environnement actuel de rendements faibles pourrait attirer des flux sur cette classe d'actifs, à condition que la croissance de l'économie mondiale se raffermisse.

En ce qui concerne les obligations émergentes en devises locales (GBI), notre scénario est compatible avec une nouvelle compression limitée des rendements, tant en termes nominaux que réels. L'écart entre les rendements réels des pays émergents et des pays développés reste favorable aux émergents. Les politiques monétaires des banques centrales des pays émergents resteront assez variées, celles-ci étant encore accommodantes dans certains pays, mais se préparant déjà à un certain durcissement des conditions financières dans d'autres. **Les devises émergentes ont déçu lors de la phase de retournement de cette année et devraient rester volatiles, mais pourraient néanmoins apporter une contribution positive par la suite**. La sélectivité est essentielle : Les pays d'Amérique latine et la Russie devraient bénéficier d'une hausse des prix du pétrole et d'une monnaie bon marché et pourraient donc attirer davantage de flux en 2021. Pour ce qui est des obligations émergentes en devises fortes, **les spreads de l'indice EMBI diversifié paraissent serrés au vu des conditions actuelles** et semblent déjà anticiper la reprise que nous envisageons pour 2021. **Nous tablons sur une stabilisation proche de 390 du spread de l'EMBI diversifié au cours de l'année** à la faveur d'une reprise continue du PIB des pays émergents, de leur écart de PIB positif par rapport aux pays développés (même si celui-ci se réduit au second semestre 2021), d'une stabilisation de la volatilité et de perspectives favorables pour les matières premières. Côté négatif, la dette devrait augmenter, mais la liquidité et le soutien des institutions resteront très élevés, de sorte que les risques de défaut seront maîtrisés. Nous envisageons **encore une certaine marge de compression dans le HY, mais l'IG reste cher**.

Rebond des BPA dans certains ME en 2021



Source : Analyse d'Amundi Research, IBES. Données au 31 octobre 2020.

## Devises : Les devises émergentes et celles liées aux matières premières gagnantes l'an prochain

*Le dollar a perdu son avantage de croissance et de taux en 2020 et reste cher par rapport à ses fondamentaux. Nous anticipons une correction d'envergure mais maîtrisée du dollar dont les devises liées aux matières premières seront les gagnants relatifs.*

### La transition de contraction à reprise devrait mettre le dollar sous pression

Comme nous l'avons décrit dans les pages précédentes, **nous anticipons une transition en 2021 de la phase de contraction à une phase de reprise**. Ce scénario n'est pas favorable au dollar, qui **reste surévalué de 7 %** par rapport à ses fondamentaux. Nous considérons que la surperformance relative des actifs américains et les coûts de couverture trop élevés sont les principales raisons de l'écart persistant, ces derniers temps, du dollar par rapport à ses fondamentaux.

Toutefois, le Covid-19 a fait basculer cet équilibre hors des États-Unis, ce qui laisse penser que **les investisseurs vont tenter de se repositionner sur des actifs moins détenus et plus disloqués**.

En effet, le dollar a perdu deux de ses principaux moteurs cycliques du passé récent, sa prime de croissance par rapport aux autres pays du G10 s'étant effondrée en 2020 et la Fed ayant presque entièrement éliminé l'avantage de taux du dollar. Or ce sont ces deux facteurs qui faisaient du billet vert une opportunité d'investissement à la fois rentable et défensive. Dans ce contexte, **nous anticipons une convergence du dollar avec ses fondamentaux en 2021**.

Il existe cependant certains indices clés qui suggèrent qu'un retour complet à la moyenne est peu probable. Tout d'abord, la dynamique des devises des pays du G10 reste fortement liée au sentiment des investisseurs et à la performance des actifs risqués. La dynamique « aversion/appétit » n'a jamais été abandonnée et une inversion imminente de cette tendance nous semble peu probable. Deuxièmement, bien qu'en l'absence de vague démocrate aux États-Unis le plan de relance budgétaire devrait être moins important, son impact sur la croissance américaine ne doit pas être sous-estimé. Or, si nous pensons que l'impact à court terme serait négatif pour le dollar (en raison de l'amélioration du sentiment de risque), celui-ci pourrait entraîner une nouvelle cyclicité en faveur du billet vert. Ceci pourrait donc limiter le potentiel de correction du dollar même si un durcissement monétaire est encore loin des préoccupations de la Fed.

### Devises du G10 : correction importante mais maîtrisée du dollar dont les devises liées aux matières premières seront les bénéficiaires

L'accord relatif au fonds de relance de l'UE a changé la donne en renforçant la solidarité budgétaire et en créant une alternative sérieuse aux bons du Trésor américain pour les investisseurs obligataires.

Toutefois, les risques inhérents à son déploiement restent élevés et il est essentiel de confirmer que la reprise économique se poursuit au rythme anticipé par les marchés. Une dépréciation importante du dollar est à prévoir, mais compte tenu de la plus grande flexibilité politique et du lien direct avec la Chine des monnaies liées aux matières premières **nous pensons que celles-ci seront les gagnantes parmi les devises du G10, le dollar néozélandais enregistrant les moins bonnes performances**.

### Devises émergentes : volatilité maintenue en 2021 malgré une appréciation

De nombreuses devises émergentes ont perdu leur potentiel de portage. La classe d'actifs restera volatile mais, dans l'ensemble, notre **scénario interne est cohérent avec une hausse de 2 % en moyenne sur un horizon à douze mois**. De plus, la reprise attendue des prix des matières premières sera potentiellement **très favorable aux devises sous-évaluées telles que les monnaies d'Amérique latine ou le rouble**. Le différentiel de taux encore attractif, l'environnement de croissance relativement plus favorable et l'ouverture du marché obligataire devraient **soutenir le renminbi en 2021**.

L'ancrage des taux nominaux et la hausse des anticipations d'inflation ont fait chuter les taux réels américains par rapport aux autres devises du G10



Source : analyse d'Amundi Research, Bloomberg. Barclays au 26 octobre 2020.

## Matières premières : bonnes perspectives malgré la timidité de la reprise

Les perspectives des matières premières sont prometteuses malgré la fragilité de la reprise, car les conditions financières sont désormais plus propices à leur dynamique et devraient rester favorables.

**Matières premières mondiales : au-delà du cycle économique, les conditions financières sont désormais un élément d'évaluation essentiel.**

Dans le passé, les matières premières ont toujours été conditionnées par la croissance économique, l'offre et la demande et les anticipations relatives aux cycles des stocks. Pourtant, au cours des 20 dernières années, la mondialisation et les conditions financières ont également eu un impact sur cette classe d'actifs, ainsi que sur d'autres.

Par conséquent, **outre le cycle économique, les monnaies et, plus récemment, la reflation financière provoquée par les politiques monétaires des banques centrales, sont devenues des facteurs déterminants dans les perspectives d'évolution des matières premières** (en particulier celles de l'or et des métaux précieux). De manière générale, malgré la faiblesse de la reprise, les conditions financières restent favorables aux matières premières, car nous anticipons une dépréciation du dollar par rapport à l'euro, au yen et au renminbi, tandis que les banques centrales devraient continuer à élargir leurs bilans.

**Maintien du WTI dans une fourchette de 40 à 50 \$/baril au premier semestre 2021 grâce à la reprise progressive de la demande et à la gestion active de l'offre par l'OPEP+.**

Les pays de l'OPEP+ ont réussi à réduire leur grave excédent d'offre survenu au lendemain des confinements. Les efforts continus d'ajustement de l'offre et de la demande contribuent à faire entrer le pétrole dans la fourchette que nous attendons pour 2021. La consommation mondiale devrait se redresser de 6 % pour atteindre 99 millions de barils par jour en 2021, soit un niveau proche de ceux observés avant la crise du Covid-19. En outre, les conditions financières devraient être favorables, car **les prix de l'énergie sont très sensibles aux taux de change et nous tablons sur une dépréciation du dollar.**

**Poursuite du rétablissement des métaux de base en 2021 dans le sillage de la croissance chinoise et du rebond de l'industrie manufacturière.**

La pandémie a gravement affecté les métaux de base en 2021. **L'aluminium, le cuivre, le plomb et l'étain semblent notablement sous-évalués** au regard de notre scénario central de reprise progressive en 2021. La deuxième vague épidémique et une nouvelle paralysie de l'économie mondiale concentrent les principaux risques baissiers.

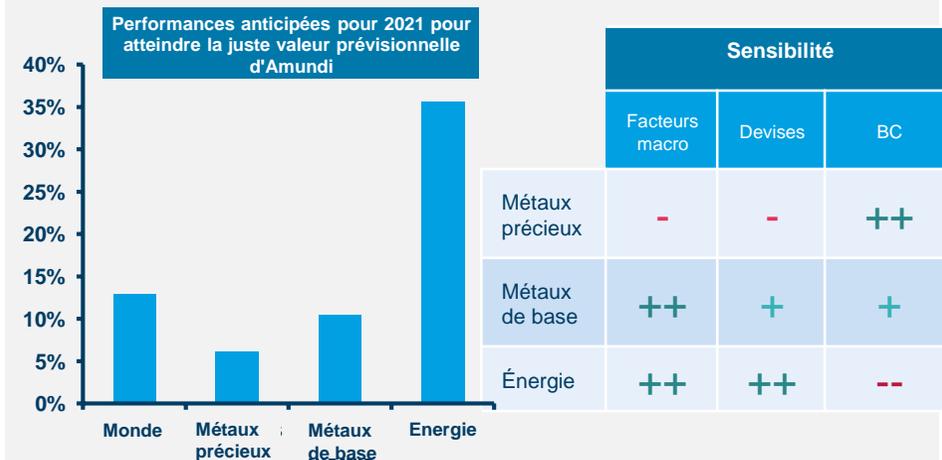
Les conditions financières restent également favorables aux métaux de base, mais pas assez pour compenser le risque de ralentissement économique.

**La souplesse des banques centrales et l'incertitude économique sont de puissants moteurs favorables à l'or et aux métaux précieux.**

L'or et les métaux précieux sont les actifs qui profitent le plus du nouveau paradigme de la politique monétaire. Ce sera là le principal facteur à surveiller en 2021, le scénario le plus probable étant celui de banques centrales ultra-accommodantes. Un tel environnement devrait aider les taux réels à rester proches des niveaux actuels, ce qui pourrait entraîner l'or à la hausse. La faiblesse du dollar, la fragilité de la reprise et la vigueur relative du renminbi sont trois autres facteurs favorables.

**Pour toutes ces raisons, nous réaffirons notre recommandation d'une exposition structurelle à l'or et de ne pas envisager ce métal uniquement dans une optique de couverture.**

### Perspectives pour 2021 des matières premières



Source : analyse d'Amundi Research, Bloomberg, ministère de l'Énergie des États-Unis (Department of Energy - DoE). Données au 13 novembre 2020. Note méthodologique : la juste valeur des matières premières est calculée selon une équation tenant compte des conditions économiques réelles (croissance, taux réels, surcapacité de l'offre de crédit), des devises (USD, EUR, JPY et CNY) et des bilans des banques centrales (FED, BCE, BoJ).

## Marchés privés : une proposition de valeur solide qui pourrait se voir renforcée à l'issue de la crise

*La Covid-19 a provoqué des difficultés en matière de performances et de collecte à court terme, mais les perspectives à plus long terme restent prometteuses et le transfert des capitaux vers les actifs réels va se poursuivre. En 2021, les actifs réels sont plus que jamais susceptibles d'offrir des performances ajustées du risque attractives.*

La crise du Covid-19 a provoqué des perturbations importantes sur les marchés non cotés, les levées de fonds et les opérations étant fortement affectées depuis le début de 2020. Bien que l'activité ne soit plus aux niveaux records constatés ces dernières années, **les fonds continuent de lever des capitaux et les gérants investissent, car l'appétit des investisseurs pour les actifs réels ne faiblit pas.** Les marchés mondiaux du non coté ont dépassé la barre des 10 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion en octobre 2020 et devraient atteindre 17 200 milliards d'ici 2025, selon Preqin. La plupart des investisseurs renforcent leur exposition aux marchés du non coté par le biais d'apports réguliers, indépendamment des conditions du marché. Pour les investisseurs soucieux de trouver le bon timing de marché, il convient de noter que la crise de 2008 a montré que les fonds spécialisés dans le non coté et qui avaient investi des capitaux tout au long de la crise ont figuré parmi les plus performants. Toutefois, la crise de 2008 et la crise du Covid-19 sont différentes à bien des égards. À l'heure actuelle, les liquidités sont abondantes et les banques centrales ont été bien plus accommodantes qu'elles ne le furent entre 2008 et 2011. Les levées de fonds bénéficieront de cette abondance de liquidités et l'activité du marché sera soutenue par le niveau élevé de capitaux disponibles. Compte tenu des circonstances actuelles, caractérisées par les taux bas, voire négatifs et les marchés actions volatils, les actifs réels offrent parmi les meilleures performances ajustées du risque dans l'univers des actifs investissables. Pour saisir les différentes primes inhérentes à l'investissement en actifs réels, une sélectivité renforcée est indispensable et seuls les actifs de la plus haute qualité ne doivent être envisagés à savoir les actifs core et core plus dans les secteurs de l'immobilier et de l'infrastructure, les instruments seniors garantis dans le domaine de la dette non cotée, le capital de croissance et les investissements LBO dans les secteurs gagnants du capital-investissement. Les marchés du non coté présentent de fortes disparités sectorielles et une opposition marquée entre les secteurs sains avec des prix et des volumes de transactions stables et les secteurs fortement touchés par la crise où les transactions sont quasi inexistantes. Il est indispensable de distinguer clairement les premiers des seconds afin de préserver les sources de revenus qu'offrent les actifs réels. **La diversification des expositions et la sélection des actifs sont les éléments clés permettant aux investisseurs de long terme de tirer profit des marchés du non coté.**

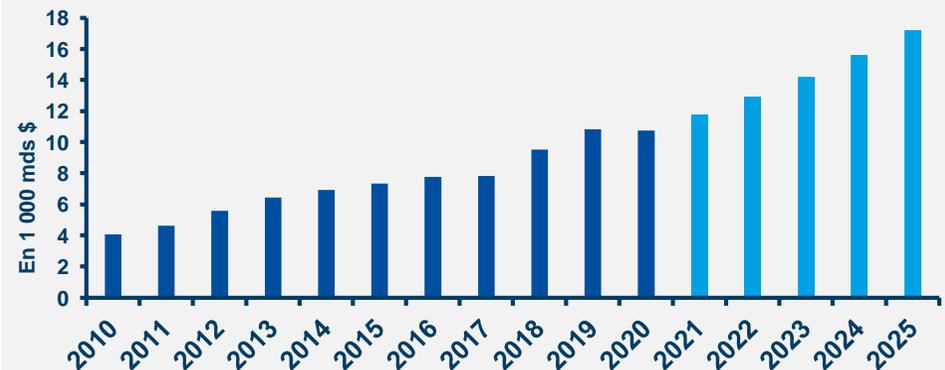
*Les actifs réels sont essentiels dans l'allocation stratégique des actifs, car ils permettent de diversifier les portefeuilles et d'en atténuer la volatilité.*

*Compte tenu de leur nature de long terme, il faut éviter de se précipiter tactiquement sur ces actifs et se montrer sélectif afin de bénéficier des diverses primes inhérentes à l'investissement en actifs réels.*

### Capital-investissement

Le marché du capital-investissement envoie des signaux difficiles à interpréter, car les valorisations ont relativement peu chuté et il se trouve dans une situation similaire à celle du marché des actions cotées, qui n'a pas vraiment chuté non plus. Toutefois, pour les marchés des actions cotées et non cotées, cela s'accompagne de fortes divergences sectorielles, la crise exacerbant le déséquilibre entre gagnants et perdants. **Nous voyons des entreprises qui se portent bien et qui disposent de flux de trésorerie satisfaisants, certaines étant même renforcées par la crise, par opposition à d'autres qui se portent moins bien mais qui sont susceptibles d'offrir de bonnes opportunités en termes de prix d'entrée.** Malgré les perturbations, 2020 aura été une nouvelle année chargée pour le secteur du capital-investissement, tant au niveau mondial qu'en Europe. Le capital-investissement européen a levé environ 50 milliards d'euros au premier semestre 2020, ce qui est en phase avec le premier semestre 2019. En outre, les investissements sont restés résilients, avec près de 40 milliards d'euros déployés et plus de 3 000 entreprises soutenues, 50 % des capitaux étant alloués aux secteurs des technologies de l'information, de la santé et des biotechnologies, ce qui illustre le rôle clé du capital-investissement dans l'innovation (le capital-risque européen a connu un semestre record, avec près de 13 milliards d'euros d'investissements).

### Actifs alternatifs sous gestion et prévisions



Source : données et prévisions Preqin au 12 novembre 2020. Les chiffres 2020 sont annualisés sur la base des données de janvier à octobre.

# Dettes non cotées : vers des stratégies plus seniors et plus sécurisées

Malgré le contexte peu favorable, les fonds européens de dette non cotée ont été pris d'assaut et ont collecté quelque 21 milliards d'euros au premier semestre 2020 auprès d'investisseurs désireux de tirer profit d'investissements anticycliques. Dans les mois à venir, nous serons confrontés à des restructurations et à de nombreuses situations difficiles.

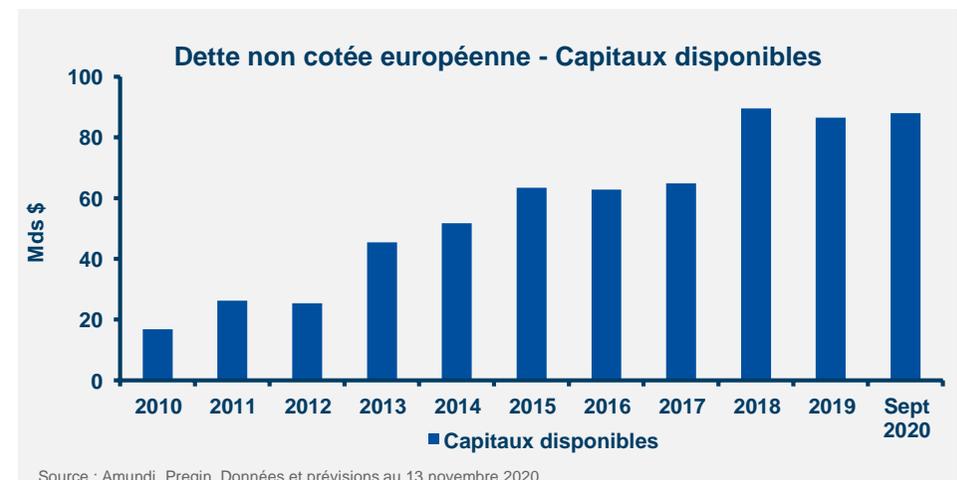
**Nous anticipons une multiplication, dans les prochains mois, des consolidations dans la plupart des secteurs**, car de nombreuses entreprises non cotées sortiront affaiblies de la crise, avec des niveaux d'endettement plus élevés. Les entreprises devront renforcer leur capital, dans certains cas de manière significative, et bon nombre d'entre elles ne trouveront pas de solution de refinancement par le biais de lignes de crédit bancaires. **Beaucoup de petites et moyennes entreprises devront faire appel à des financements privés et, notamment au capital-investissement.** La structuration des fonds propres peut aider les entrepreneurs à traverser la crise, et c'est ce que proposent généralement les fonds de capital-investissement par l'intermédiaire de prises de participation minoritaires, principalement en actions privilégiées.

*Dans l'ensemble, les performances des fonds de capital-investissement devraient progresser au lendemain de la crise de la Covid-19 et nous pensons que la période actuelle est particulièrement propice pour les investisseurs qui sont en mesure de faire face à certaines contraintes de liquidité. Les montants collectés témoignent d'un afflux de capitaux dans la classe d'actifs venant d'investisseurs à long terme tels que des fonds de pension ou des compagnies d'assurance et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive en 2021 avec la poursuite de la crise.*

## Dettes non cotées

Le marché compte actuellement un nombre record de 486 fonds cherchant à collecter un total de 239 milliards de dollars à l'échelle mondiale. Ceci est tout à fait conforme aux intentions des sociétés de capital-investissement qui tablent sur une croissance à moyen terme de la classe d'actifs, avec une allocation médiane actuelle de 2 % contre un objectif de 3 à 4 %. Les sociétés de gestion s'intéressent à la dette non cotée, car celle-ci **offre davantage de diversification, des flux de revenus fiables, des rendements élevés ajustés du risque et une faible volatilité.** De plus, dans l'environnement incertain de la crise du Covid-19, les investisseurs apprécient les options intégrées de la dette non cotée que le crédit liquide traditionnel ne peut pas offrir, à savoir les documentations financières rigoureuses, la possibilité de restructurer les prix ou de négocier les conditions générales, les taux variables, la possibilité de saisir les actifs physiques le cas échéant et la possibilité de sortir *au pair*. En 2021, nous entrerons dans une nouvelle phase de la crise du Covid en ce qui concerne la dette non cotée avec beaucoup de travail réalisé sur les portefeuilles et d'importantes restructurations. En termes de transactions, les opportunités d'investissement pour les fonds de dette non cotée devraient se multiplier au cours des 18 prochains mois, la concurrence bancaire étant moindre et les besoins de financement des émetteurs, considérables. Les bilans des banques ont été fortement mobilisés ces derniers mois avec de nombreux provisionnements et un coût

accru du risque qui a incité les banques à réévaluer leur offre de crédit. Nous devrions assister à une réduction du niveau de souscription des banques pour les opérations de moyenne et grande capitalisation. En ce qui concerne les émetteurs, **la crise du Covid-19 devrait créer des opportunités de fusions-acquisitions et de consolidation.** La crise a également mis en évidence la nécessité d'une adaptation du modèle économique de la plupart des entreprises, notamment en ce qui concerne la longueur et la complexité des chaînes d'approvisionnement ou encore le sous-investissement numérique, ce qui nécessitera des dépenses en capital. Enfin, le ré-endettement des bilans exigera un rééchelonnement des dettes, or ce sur point, la dette non cotée, sans amortissement, pourrait s'avérer être un outil essentiel. Le marché de la dette non cotée est bien plus important que lors de la crise de 2008 et les capitaux disponibles abondent, de sorte qu'une sélection rigoureuse sera essentielle pour que la classe d'actifs soit à la hauteur de ses promesses. Nous nous attendons à une ruée vers la qualité, avec des investisseurs désireux de se positionner sur des stratégies plus seniors et plus sécurisées avec des financements adossés à des actifs. Cette crise sera un test pour certains investisseurs et certaines sociétés de gestion. Nous anticipons une hausse des défauts en Europe, ceux-ci étant concentrés sur certains secteurs (compagnies aériennes, pétrole et gaz, voyages/loisirs, etc.) et certains types d'entreprises (mauvaise gouvernance, PME). **Une large diversification géographique et sectorielle sera primordiale avec des investissements en haut de la structure du capital des entreprises, où les performances ajustées du risque sont les plus attractives.**



## Immobilier : opportunités dans les revalorisations récentes et disparités sectorielles

*Les fondamentaux de l'investissement immobilier sont solides et les investisseurs pourront saisir certaines opportunités liées aux tendances en forte croissance de l'immobilier de bureaux, du commerce de détail et de la logistique. Nous envisageons la crise comme une opportunité d'ajustement de la valeur des biens immobiliers tout en privilégiant les actifs core et la diversification.*

### Immobilier

Dans le contexte inédit et évolutif de la crise du Covid-19, les marchés mondiaux de l'immobilier commercial ont enregistré une baisse du nombre d'opérations sur un an glissant à fin septembre 2020 et une baisse significative de la collecte au troisième trimestre 2020 (sur un an glissant). Toutefois, si certains investisseurs ont privilégié l'attentisme, la réévaluation en cours dans certains segments du marché pourrait attirer de nouveaux engagements. Nous estimons que la ruée vers la qualité observée depuis le mois de mars devrait se poursuivre, compte tenu de l'incertitude actuelle concernant la deuxième vague de la pandémie. Ceci devrait profiter aux actifs *core* et aux propriétés dont les locataires présentent des bilans solides. **Les investisseurs se montrent toujours disposés à effectuer des transactions sur des actifs de première qualité**, car la valeur de ces actifs devrait se révéler plus résistante que celle des actifs de qualité moindre. Jusqu'à présent, **les réévaluations ont affecté les actifs plus risqués et nous nous attendons à voir réapparaître une classification des biens immobiliers en fonction de leur emplacement, de la solidité financière des locataires et des caractéristiques intrinsèques des actifs, ce qui avait tendance à disparaître avant la crise**. Cela vaut particulièrement pour les biens immobiliers situés en périphérie et ceux qui ne sont pas dédiés à un secteur d'activité spécifique. Les investisseurs devraient surveiller de près les marchés de la location et notamment les loyers. La crise a frappé alors que le marché de la location logistique et de bureaux en Europe se portait bien, avec un taux d'inoccupation des bureaux inférieur en moyenne à ce qu'il était avant la crise de 2008. Malgré une hausse au troisième trimestre 2020, les taux d'inoccupation des bureaux restent faibles dans les principaux quartiers d'affaires des grands marchés européens, ce qui limite l'impact sur les loyers. **Les taux d'intérêt bas devraient soutenir la reprise**, à commencer par les primes de risque élevées sur les rendements des biens immobiliers européens de première qualité, dont beaucoup dépassaient les 300 points de base en septembre 2020. Enfin, **l'impact de la pandémie n'est pas linéaire et certains secteurs immobiliers sont plus durement touchés que d'autres**.

- Nous nous attendons à ce que l'**immobilier de bureaux** se recentre sur les actifs *core* et que les actifs de meilleure qualité ne soient pas trop fortement impactés. Le marché se compose de nombreux baux à long terme et de nombreuses entreprises ont su s'adapter à la distanciation sociale et recourent à une main-d'œuvre mobile utilisant la technologie. La tendance au télétravail pourrait se renforcer, mais ne menace pas le travail en présentiel qui stimule la culture d'entreprise, la marque et la cohésion des équipes.
- La **logistique** a bénéficié d'une forte activité liée au commerce électronique, avec un besoin accru d'entreposage industriel et d'installations logistiques, malgré le développement des stratégies de vente multicanal. Or, dans la mesure où les investisseurs considèrent la vente au détail en ligne comme une tendance à long terme, les installations logistiques pourraient devenir coûteuses.

En revanche, les détaillants non alimentaires ont été plus durement touchés par l'essor du commerce en ligne et avec les nouvelles mesures de confinement en Europe, certains détaillants pourraient désormais éprouver davantage de difficultés à payer leurs loyers élevés.

- Enfin, le **secteur hôtelier** pourrait subir les effets de la crise plus longtemps si son modèle n'est pas remis en question. Bien que la crise du Covid-19 ait fortement touché le commerce de détail et l'hôtellerie, elle pourrait s'accompagner de quelques opportunités d'investissement à plus long terme, lorsque les fondamentaux du marché se seront rééquilibrés.

### Infrastructure

Peu d'investisseurs étaient exposés aux infrastructures lors de la crise de 2008, la classe d'actifs traverse donc actuellement sa première crise mondiale et les investisseurs apprécient sa capacité à résister aux turbulences du marché. Comme pour la plupart des marchés privés, nous constatons des disparités sectorielles en termes de volumes de transactions et de valorisations. La quantité élevée de capitaux disponibles avant la crise a contribué à fluidifier l'activité dans les secteurs sûrs tels que la santé, la technologie ou les énergies renouvelables, où le nombre de transactions est resté stable. Dans les secteurs les plus touchés, comme les transports ou les énergies « *midstream* », certaines opportunités pourraient se présenter à des prix avantageux, tandis que les actifs des secteurs de la santé ou de la technologie pourraient devenir plus chers, mais dans l'ensemble, les valorisations devraient rester stables. **Cette stabilité confirme une caractéristique essentielle des infrastructures, à savoir, leur horizon à long terme**. Ainsi, les prix sont peut-être plus attractifs dans certains secteurs aujourd'hui, mais cela n'aura pas une grande incidence en termes de performances à long terme, et les stratégies de détention jusqu'à maturité (*buy and hold*) gagnent de plus en plus de terrain. L'infrastructure est une classe d'actifs à facettes multiples qui intègre une cartographie complexe des risques parmi lesquels les risques réglementaires, politiques, de pays et industriels. Nous pensons que pour offrir le profil de performance stable recherché par les investisseurs, la diversification est essentielle dans cette classe d'actifs. Enfin, la crise du Covid-19 devrait déboucher sur un environnement politique et réglementaire favorable, car la pandémie a mis en évidence le besoin d'infrastructures de communication et d'infrastructures sociales, mais aussi de plus d'énergies renouvelables.

*Les projets d'infrastructure devraient être un élément clé de la plupart des plans de relance gouvernementaux et nous anticipons une recrudescence des projets « verts ». Dans ce contexte, les capitaux privés devraient jouer un rôle essentiel, car la crise a fortement pesé sur la dette nationale de la plupart des pays.*

# Investissement ESG : le moment est venu de se tourner vers l'avenir

À mesure que l'analyse ESG évolue d'un simple instantané à une approche plus prospective, une intégration naturelle entre l'ESG et l'analyse financière devient nécessaire. Il en résultera une analyse plus approfondie, une meilleure compréhension des fondamentaux et une amélioration potentielle des performances.

En 2021, l'investissement ESG sera marqué par trois grandes tendances : (1) un focus accru sur les dimensions « E » et « S », (2) une réduction de l'écart entre les États-Unis et l'Europe sur les questions ESG et (3) une importance croissante des « ESG Improvers ».

## Dimensions « E » et « S » en vedette après la crise du Covid-19

Avec son triple impact sur l'éducation, les revenus et la santé, la crise du Covid-19 a exacerbé les inégalités déjà existantes. Selon la Banque mondiale, environ 88 millions de personnes (115 millions dans un scénario pessimiste) pourraient basculer dans la pauvreté extrême en 2020 du fait de la pandémie.<sup>1</sup> Du point de vue de l'investissement, le creusement des inégalités représente une menace pour la stabilité financière et pourrait affecter la valeur des actifs. C'est pourquoi nous pensons que la crise actuelle va renforcer l'intérêt des investisseurs pour le volet « social », même si la dimension « environnementale » restera au premier plan. En plus d'identifier certains risques spécifiques, les investissements verts ou respectueux de l'environnement permettront de soutenir la reprise économique. En Europe, dans le cadre de son fonds de relance de 750 milliards d'euros, l'UE a annoncé un projet d'obligations vertes, destiné à promouvoir les infrastructures vertes, pour une valeur totale de 225 milliards d'euros, soit presque autant que le total mondial de 2019.<sup>2</sup>

## Les États-Unis comblent l'écart avec l'Europe

Pour la toute première fois, le soutien moyen aux résolutions environnementales et sociales proposées par les actionnaires au cours de la récente saison des votes par procuration s'est élevé à un peu plus de 29 % dans les entreprises du S&P 500, ce qui est très proche des niveaux moyens de soutien aux résolutions axées sur la gouvernance.<sup>3</sup> Par ailleurs, si l'Europe reste le leader mondial de l'ESG en termes de politiques climatiques et d'actifs sous gestion, les États-Unis rattrapent leur retard avec une hausse de leurs actifs ESG sous gestion de 96 milliards de dollars en 2017 à 145 milliards en juillet 2020.

## Arguments en faveur des « ESG improvers »

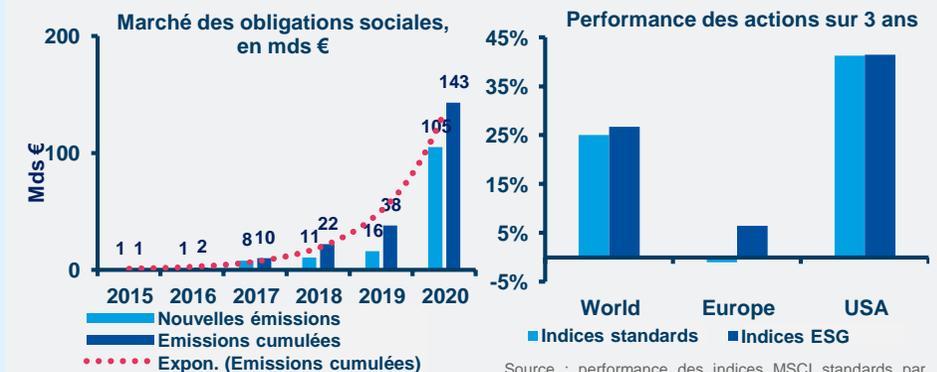
La grande question pour les investisseurs reste de savoir comment tirer profit de cette généralisation de l'ESG. Si investir dans les leaders ESG est un moyen de générer de meilleures performances ajustées du risque, les « ESG improvers » (entreprises dont la dynamique ESG est positive) offrent, à notre avis, des opportunités particulièrement séduisantes de performances encore plus élevées. Les investisseurs pourraient cibler un large éventail d'entreprises qui ne sont pas encore des leaders ESG afin de tirer profit des primes ESG futures en investissant dans les gagnants ESG de demain et ainsi obtenir de meilleures performances ajustées du risque et un meilleur impact ESG.

À notre avis, une combinaison de leaders ESG et d'« ESG improvers » devrait permettre aux investisseurs de dégager de la valeur avant qu'une tendance ne se concrétise et avant que les primes ne soient fixées. Ceci peut être fait par :

- L'identification des facteurs ESG déterminants pour le profil ESG des entreprises. L'empreinte carbone, par exemple, est essentielle pour une entreprise du secteur de l'énergie, mais moins pour une entreprise du secteur des télécommunications.
- L'identification de l'impact financier de ces déterminants grâce à une analyse à la fois ESG et financière.
- La compréhension de l'évolution passée de ces déterminants et l'évaluation de leur évolution future.

*Nous pensons qu'un portefeuille optimal devrait associer ces deux composantes : les leaders ESG comme base de qualité solide et les « ESG improvers » comme source supplémentaire de croissance et de performance potentielles.*

## L'intérêt ESG des investisseurs récompensé par la performance



Source : analyse Amundi de la base de données Bloomberg sur les obligations sociales prévoyant une « utilisation des fonds » spécifique. Données au 11 novembre 2020.

Source : performance des indices MSCI standards par rapport aux indices MSCI des leaders ESG via Bloomberg pour la période du 29 septembre 2017 au 30 septembre 2020. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures.

# Prévisions économiques

Croissance du PIB (GA %), inflation (IPC, GA %) et taux des banques centrales. Prévisions d'Amundi Research, au 17 novembre 2020.

Prévisions macroéconomiques						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel. 1 an glissant en %			Inflation (IPC en GA, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	États-Unis	-4,1 ; -3,5	4,7 ; 5,3	2,6 ; 3,2	1,3	2,0
Japon	-5,1 ; -4,5	2,9 ; 3,5	1,1 ; 1,7	0,0	0,2	0,2
Zone euro	-7,7 ; -7,1	4,7 ; 5,3	3,7 ; 4,3	0,2	0,9	1,5
Allemagne	-6,2 ; -5,6	3,2 ; 3,8	2,8 ; 3,4	0,7	1,3	1,5
France	-9,3 ; -8,7	6,0 ; 6,6	3,6 ; 4,2	0,5	0,9	1,6
Italie	-9,3 ; -8,7	4,4 ; 5,0	2,9 ; 3,5	-0,1	0,5	1,4
Espagne	-12,2 ; -11,6	5,4 ; 6,0	5,4 ; 6,0	-0,5	0,6	1,3
UK	-11,4 ; -10,8	4,8 ; 5,4	3,5 ; 4,1	0,8	1,5	1,8
Brésil	-4,6 ; -4,1	3,0 ; 4,0	1,0 ; 3,0	3,1	3,6	3,4
Mexique	-9,5 ; -9,0	3,6 ; 4,6	1,7 ; 3,7	3,5	3,5	3,3
Russie	-4,0 ; -3,7	2,5 ; 4,0	1,5 ; 3,0	3,2	3,8	3,8
Inde	-8,8 ; -7,8	7,8 ; 9,0	4,7 ; 6,1	6,7	6,0	5,5
Indonésie	-2,8 ; -2,2	3,0 ; 3,8	4,2 ; 5,2	2,0	2,7	3,3
Chine	1,5 ; 2,1	7,9 ; 8,5	4,9 ; 5,5	2,5	1,5	2,1
Afrique du Sud	-9,1 ; -8,1	1,9 ; 2,9	0,8 ; 1,8	3,0	3,8	4,3
Turquie	-5,2 ; -4,2	4,0 ; 5,0	3,5 ; 4,5	11,7	12,8	10,8
<b>Pays développés</b>	<b>-5,9 ; -5,3</b>	<b>4,4 ; 4,9</b>	<b>2,9 ; 3,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>-3,2 ; -2,5</b>	<b>5,5 ; 6,4</b>	<b>3,9 ; 4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>Monde</b>	<b>-4,3 ; -3,7</b>	<b>5,1 ; 5,8</b>	<b>3,4 ; 4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>

Prévisions des taux directeurs des BC					
	6 novembre 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
États-Unis	0,13	0,00/0,25	0,08	0,00/0,25	0,07
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,60
Japon	-0,05	-0,10	-0,06	-0,10	-0,09
UK	0,10	0,00	0,04	0,00	-0,04
Chine	3,85	3,85	3,80	3,85	3,80
Inde	4,00	4,00	3,70	4,00	3,70
Brésil	2,00	2,00	2,00	2,25	2,40
Mexique	4,25	3,75	3,95	3,75\	3,95
Russie	4,25	4,00	4,15	4,25	4,15
Turquie	10,25	11,75	10,80	12,75	10,35
Afrique du Sud	3,50	3,50	3,50	3,75	3,50

# Prévisions de marché

## Rendements obligataires

### Prévisions des taux à 2 ans

	12 novembre 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
États-Unis	0,18	0,10/0,30	0,27	0,10/0,30	0,36
Allemagne	-0,72	-0,70/-0,50	-0,60	-0,70/-0,50	-0,57
Japon	-0,13	-0,20/-0,10	-0,11	-0,20/-0,10	-0,09
UK	0,00	0,00/0,25	0,01	0,00/0,25	0,06

### Prévisions des taux à 10 ans

	12 novembre 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
États-Unis	0,93	0,80/1,00	0,93	1,10/1,20	1,11
Allemagne	-0,52	-0,60/-0,40	-0,35	-0,50/-0,30	-0,25
Japon	0,03	-0,10/0,10	0,02	0,00/0,20	0,03
UK	0,41	0,20/0,40	0,31	0,30/0,50	0,43

## Actions

Niveau indice MSCI	États-Unis	Europe	EMU	UK	Japon	Pacifique ex-Japon	Monde	Monde AC
09/11/2020	3 435	1 545	217	1 738	1 019	470	2 502	600
Fourchette basse	3 350	1 490	200	1 630	1 000	430	2 450	590
Fourchette haute	3 950	1 760	250	1 910	1 120	510	2 870	680

## Taux de change

### Prévisions des taux de change vs

	9 novembre 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	1,18	1,20	1,20	1,21	1,21
USD/JPY	105	104	106	106	106
GBP/USD	1,32	1,31	1,33	1,34	1,34
USD/CHF	0,91	0,91	0,92	0,93	0,92
USD/NOK	9,04	8,74	8,92	8,50	8,68
USD/SEK	8,63	8,57	8,62	8,25	8,28
USD/CAD	1,30	1,30	1,31	1,28	1,30
AUD/USD	0,73	0,74	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,68	0,70
USD/CNY	6,63	6,55	6,70	6,40	6,73

### Prévisions des taux de change vs EUR

	9 novembre 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	1,18	1,20	1,20	1,21	1,21
EUR/JPY	124	124	126	128	129
EUR/GBP	0,90	0,91	0,90	0,90	0,90
EUR/CHF	1,08	1,09	1,09	1,12	1,11
EUR/NOK	10,69	10,44	10,48	10,30	10,25
EUR/SEK	10,19	10,25	10,28	9,99	10,14
EUR/CAD	1,54	1,55	1,57	1,55	1,57
EUR/AUD	1,62	1,62	1,64	1,60	1,61
EUR/NZD	1,73	1,76	1,76	1,78	1,73
EUR/CNY	7,86	7,83	8,04	7,75	8,14

# Définitions

- Programme d'achat d'actifs : mesure de politique monétaire par laquelle les banques centrales achètent des titres sur le marché afin d'accroître la liquidité du marché et encourager les prêts et les investissements.
- Points de base : un point de base est une unité de mesure qui équivaut à 1 centième de 1 %, soit 0,01 %.
- Stratégie d'investissement immobilier « Core plus » : le terme « Core plus » est synonyme de « croissance et revenu » sur les marchés actions et correspond à un profil de risque faible à modéré. Les propriétaires de biens immobiliers « Core plus » sont généralement en mesure d'augmenter leurs flux de trésorerie grâce à de légères améliorations de leurs biens immobiliers, à des gains d'efficacité dans la gestion ou à l'amélioration de la qualité des locataires. Tout comme les propriétés « core », ces biens immobiliers ont tendance à être de première qualité et à être bien occupés.
- Stratégie d'investissement immobilier « core » : le terme « core » est synonyme de « revenu » sur les marchés actions. Les investisseurs en immobilier core sont des investisseurs prudents à la recherche de revenus stables à très faible risque. Les biens immobiliers core ne nécessitent que très peu d'intervention de la part de leurs propriétaires et sont généralement achetés et détenus en tant qu'alternative aux obligations.
- Corrélation : degré d'association entre deux variables ; en finance, il s'agit du degré dans lequel les prix d'actifs ou de classes d'actifs ont évolué l'un par rapport à l'autre. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (jamais d'évolution commune) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours en évolution commune).
- Spread de crédit : écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement des bons du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajustée pour tenir compte des éventuelles options intégrées.
- Pentification de la courbe : une pentification de la courbe des rendements peut résulter d'une hausse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une chute des taux à court terme plus importante que celle des taux à long terme.
- Taux de défaut : pourcentage d'émetteurs qui n'ont pas été en mesure de verser leurs intérêts ou le principal au cours des 12 mois précédents. Les taux de défaut sont basés sur les indices BofA. L'univers est constitué des émetteurs de l'indice correspondant dans les 12 mois précédant la date de défaut. Les indices ICE BofA sont utilisés pour le marché des obligations d'entreprises.
- Diversification : la diversification est une stratégie qui consiste à réunir différents types d'investissements au sein d'un même portefeuille, afin de limiter l'exposition à un seul actif ou risque.
- Capitaux disponibles (ou *dry powder*) : réserves de trésorerie conservées par une entreprise, une société de capital-risque ou un particulier pour couvrir des obligations futures, acheter des actifs ou procéder à des acquisitions. Les titres considérés comme des capitaux disponibles peuvent être des bons du Trésor ou d'autres investissements obligataires de court terme qui peuvent être liquidés à brève échéance afin de fournir un financement d'urgence ou permettre à un investisseur d'acheter des actifs.
- Duration : mesure de la sensibilité du prix (valeur du principal) d'une obligation en cas de variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.
- Devises : désignent les marchés sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- GP : *general partner* ou société de gestion et gérant de fonds qui lève des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels par le biais de structures de fonds ouverts ou fermés ou de véhicules autres que des fonds, mais dont les caractéristiques sont similaires à celles d'un fonds.
- LBO : *leveraged buyout* ou acquisition avec effet de levier. Acquisition d'une autre entreprise en utilisant des capitaux empruntés pour couvrir le coût de l'acquisition. Les actifs de l'entreprise rachetée sont souvent utilisés comme collatéral pour les prêts, en même temps que les actifs de l'entreprise acheteuse.
- LP : *limited partner* ou commanditaire. Investisseur institutionnel qui engage des capitaux dans des fonds privés par le biais de sociétés en commandite.
- MOVE (acronyme de Merrill Lynch Option Volatility Estimate) estime la volatilité des emprunts d'État américains.
- PER : le ratio cours/bénéfice (*Price-to-Earnings Ratio*/PER) est un ratio d'évaluation des entreprises qui compare le prix actuel de leurs actions par rapport à leurs bénéfices par action (BPA).
- Assouplissement quantitatif (QE Quantitative Easing) : l'assouplissement quantitatif est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour relancer l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers.
- VIX : indice de volatilité du CBOE. L'indice VIX mesure les anticipations du marché en matière de volatilité à court terme du S&P 500 (actions américaines).
- Volatilité : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

# Contributeurs

## Pôles d'investissement - Équipes dirigeantes

CARREL-BILLIARD Dominique, Responsable mondial du métier Actifs Réels et Alternatifs

BRARD Éric, Directeur des Métiers Taux et Crédit

ELMGREEN Kasper, Directeur de la Gestion Actions

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

SYZDYKOV Yerlan, Responsable Mondial Marchés Emergents

TAUBES Kenneth J., Responsable des Stratégies US

TROTTIER Laurent, Responsable Mondial de la Gestion Indicielle et Smart Beta

## Équipe Investment Insights

BERTINO Claudia, Responsable Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Expert Investment Insights

PANELLI Francesca, Expert Investment Insights

## Équipe de Recherche

AINOUZ Valentine, Responsable adjointe Stratégie des marchés développés  
BARON Thomas, Analyste Recherche et stratégie – Amundi Immobilier  
BELLAICHE Mickael, Responsable adjointe Stratégie des marchés développés

BERARDI Alessia, Responsable adjointe Stratégie des marchés développés

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

BRADLEY-COOK Sophie, Responsable Marketing institutionnel, Actifs Réels & Alternatifs

BRIERE Marie, Responsable Investor Research Center

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DEFEND Monica, Responsable Recherche Groupe

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DI SILVIO Silvia, Stratégiste Gestion diversifiée

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés Emergents, Economiste Senior

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

LETORT Valerie, Analyste Cross Asset

MIJOT Éric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable Recherche Cross Asset

STRENTA Aurelien, Analyste junior (V.I.E)

USARDI Annalisa, Économiste senior

VANIN Gregorio, Analyste junior

VARTANESYAN Sosi, Marchés Emergents, Analyste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions senior

## Directeurs de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

## Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **12 novembre 2020**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Ce document ne constitue pas une offre ou une sollicitation à l'achat ou à la vente de titres, de parts de fonds ou de services. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change. La performance passée n'est pas une garantie ni un indicateur des résultats futurs. Date de première utilisation : **18 novembre 2020**.

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.msribarra.com](http://www.msribarra.com)). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public – 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. 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. Ce document n'est pas destiné aux résidents ou citoyens des États-Unis d'Amérique ou aux « ressortissants américains » (*U.S. Person*) tels que définis par le « Règlement S » de la Securities and Exchange Commission en vertu de la Loi sur les titres de 1933 (US Securities Act of 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 une 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. En conséquence, ce document est destiné uniquement à être diffusé dans des territoires autorisés et auprès d'individus pouvant le recevoir sans se mettre en infraction avec la loi et la réglementation en vigueur. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document. Les chiffres, opinions et estimations peuvent changer sans préavis. Vous bénéficiez d'un droit d'accès aux données vous concernant. Vous pouvez demander une copie de vos données personnelles à l'adresse mail [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com). Si vous pensez que nous détenons des informations incorrectes sur vous, vous pouvez nous contacter à l'adresse [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Document publié par Amundi, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Crédits photos : iStock, Getty Images - metamorworks ; blackdovfx

Venez découvrir Amundi Investment Insights en visitant

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

