



Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT
Deuxième semestre 2020

Investir en
période de dégel

« À mesure que l'économie mondiale émerge de son hibernation et que les facteurs géopolitiques reprennent de l'importance, il convient de maintenir une exposition mesurée aux actifs risqués, en misant sur les opportunités de valeur relative et les dislocations qui pourraient tirer avantage du dégel du cycle économique. Il convient également de rester attentif aux nouveaux thèmes qui se dessinent ou qui se sont renforcés pendant la crise, comme, notamment, l'ESG. »

Indice

Thèmes mondiaux 4 -10

Risques à surveiller 11

Tableau des convictions d'Amundi 12

Convictions d'investissement 13 -22

Actions	14
Gestion factorielle	15
Obligations	16
Marchés émergents	17
Matières premières	18
Devises	19
Actifs réels	20-21
Actifs transversaux	22

Point ESG 23

Prévisions 24 -25

Le mot des CIOs



Pascal BLANQUÉ
Directeur des Gestions



Vincent MORTIER
Directeur Adjoint des
Gestions

La crise du Covid-19 a entraîné un **gel complet et sans précédent** de l'économie mondiale au cours du premier semestre 2020. **La combinaison de mesures de relance monétaire et budgétaire contribuera au dégel de l'économie mondiale** au cours du second semestre. Comme ce fut le cas pour le cycle du virus, **la reprise sera séquentielle** et impliquera différentes régions à différents moments, selon le principe du « premier entré, premier sorti ». **Elle sera également fonction de l'ampleur de la réponse politique. Avec le redémarrage progressif de l'économie mondiale, les investisseurs s'intéresseront à nouveau à la géopolitique.** Le temps fort de l'année sera **l'élection présidentielle américaine**, dont l'issue semble de plus en plus incertaine. Cette dernière aura des répercussions sur le conflit sino-américain, dont la priorité sera non plus le commerce, mais la suprématie technologique et sanitaire et, plus largement, sur le nouvel équilibre géopolitique et le rôle de l'Europe au sein de celui-ci. En Europe, nous suivons de près le **processus budgétaire** et le plan de relance. Ces éléments pourraient remodeler l'avenir de l'Europe autour d'une croissance plus durable et plus équitable, avec, en perspective, la **fin prochaine de l'ère politique d'Angela Merkel**, le **Brexit** et la **réponse de la BCE à la Cour constitutionnelle allemande attendue pour le mois d'août**.

Du point de vue des marchés financiers, **cette année hors normes a été marquée par l'interconnexion entre trois cycles, celui de la pandémie, celui de l'économie et celui de la finance.** L'aplatissement de la courbe de propagation du virus a permis aux marchés de commencer à chiffrer les effets du soutien politique illimité et de la reprise économique qui en découle. **Selon nous, les actifs risqués se sont redressés trop et trop vite**, les marchés tablant sur un **retour à la normale immédiat** alors que l'économie réelle et les entreprises doivent encore faire face à de nombreux et douloureux ajustements. La deuxième partie de l'année sera ainsi l'occasion de mettre la croissance des résultats des entreprises à l'épreuve de la réalité. **Les investisseurs devront garder à l'esprit que le cycle reste fragile** et que de nombreux facteurs pourraient le faire dérailler, comme, par exemple, une deuxième vague de pandémie, le niveau élevé d'endettement, le risque géopolitique ou les valorisations élevées de certains marchés d'actions. Ces éléments contribueront à maintenir une volatilité importante. **Il faut donc éviter de se précipiter aveuglément sur certains actifs risqués, tout en conservant une exposition modérée à ceux-ci et en jouant sur les thèmes de la valeur relative et des dislocations qui pourraient tirer avantage du dégel du cycle économique.**

Nous voyons quatre grands thèmes pour le second semestre :

- **Quête de rendement dans le crédit de qualité, la dette émergente et les actifs illiquides.** En ce qui concerne la quête de rendement, le second semestre débutera sur de meilleures bases que le premier semestre pour les investisseurs, car les valorisations sont désormais légèrement plus attractives tant pour le crédit que pour la dette émergente et le soutien des banques centrales sera essentiel. La solidité des bilans et la qualité des actifs seront déterminantes et les investisseurs devront se montrer très sélectifs.
- **Prudence côté actions en privilégiant une rotation vers les valeurs cycliques et les nouveaux thèmes structurels.** À mesure que la reprise économique s'affirme, elle devrait s'élargir aux secteurs cycliques, aux petites capitalisations et aux valeurs décotées. La durabilité des bilans et des modèles économiques restera un élément de sélection essentiel. Une fois que la composante cyclique du marché aura rattrapé son retard, l'attention se portera à nouveau sur les bénéfiques, **donnant lieu à un moment de vérité, avec le retour d'une certaine volatilité sur le marché.** Nous pensons que la crise du Covid-19 va également accélérer certains thèmes structurels tels que le passage au numérique, les technologies médicales, l'apprentissage et l'éducation en ligne ou encore l'investissement en infrastructures plus vertes, ce qui pourrait générer des opportunités à long terme pour les investisseurs.
- **« Premier entré, premier sorti » pour les actions émergentes.** La crise du Covid-19 va encore accentuer les disparités entre marchés émergents, certains se montrant plus résistants à la crise que d'autres, confrontés, pour leur part, à des vulnérabilités externes, à une dette élevée ou à une marge de manœuvre politique limitée. **La Chine et l'Asie** sont les principaux candidats sur lesquels miser à l'aube de la reprise. En effet, compte tenu des menaces pesant sur la mondialisation, la relocalisation des chaînes d'approvisionnement et la thématique de la demande intérieure comme vecteur de croissance sont appelées à gagner en importance.
- **Généralisation de l'ESG.** L'investissement ESG a fait preuve de solidité durant la crise, attirant des flux tant sur le segment passif qu'actif. Les tendances préexistantes se maintiendront au premier plan, avec une prédominance des thèmes liés au climat, mais **le volet social devrait gagner en importance à mesure que les questions sociétales à long terme suscitent davantage d'attention.** Du point de vue de l'investissement, nous constatons un passage progressif d'une approche ESG statique, basée sur les notations (investissement dans les leaders ESG actuels), à une approche plus **dynamique axée sur l'amélioration** et s'intéressant aux entreprises susceptibles de s'engager dans une voie vertueuse en matière d'ESG.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT S2 2020

Investir en période de dégel

Nos scénarios de référence et alternatifs s'articulent autour de cinq grands thèmes

1 Nouvelle dimension pour les politiques monétaires et budgétaires



2 Accélération de la démondialisation et géopolitique en ligne de mire



3 Élections américaines plus incertaines



4 Consommation mondiale sous tension



5 Accent sur la viabilité de la dette et la croissance des bénéfices



SCÉNARIO CENTRAL – Reprise lente en forme de U

60%

Analyse

- Rebond à court terme (T3) et convergence vers les niveaux d'avant-crise, avec des divergences de calendrier
- Fragmentation du crédit et multiplication des défauts
- Monétisation de la dette et gonflement du bilan des banques centrales
- Reprise plus rapide dans l'industrie manufacturière que dans les services, reprise lente de la consommation
- Redémarrage du commerce mondial qui reste néanmoins léthargique
- Dépendance accrue du cycle mondial à l'égard de moteurs de croissance locaux

Répercussions sur les marchés

- Après le rallye, la consolidation. Les devises devraient servir de catalyseur pour les scénarios alternatifs.
- Côté obligataire, gérer la durée de manière active (privilégier les ÉU et les obligations indexées sur l'inflation)
- Se montrer sélectif sur le crédit et prudent sur les devises émergentes
- Côté actions, le principe « premier entré, premier sorti » constitue un bon critère de positionnement géographique. Privilégier les gagnants à long terme avec un biais pour les valeurs cycliques
- Miser sur la rotation sectorielle, les petites capitalisations et les stratégies « min vol »
- Privilégier l'or face à l'incertitude généralisée



SCÉNARIO HAUSSIER – Reprise en forme de V

20%

Analyse

- Retour de l'activité économique à ses niveaux d'avant-crise vers la mi-2021 (États-Unis, zone euro), avec une croissance supérieure au potentiel en H2 2020 et H1 2021
- Pandémie pratiquement arrêtée
- Répercussion à venir des mesures de relance monétaire et budgétaire sur l'économie réelle et les marchés financiers
- Reprise visible la demande

Répercussions sur les marchés

- Préférer les obligations indexées sur l'inflation
- Privilégier les actifs risqués et les matières premières (pétrole)
- Prudence à l'égard de l'USD



SCÉNARIO BAISSIER – Stagnation à long terme

20%

Analyse

- Rechute économique (T4/T1)
- Maintien des mesures de relance monétaire et budgétaire, mais les liquidités ne se transmettent pas à l'économie réelle
- Évolution de la crise économique en crise financière
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, au détriment du commerce et des chaînes de valeur mondiales

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain
- Préférer l'or, le CHF, le YEN, le NZD
- Miser sur les stratégies « min vol »

Informations importantes : Les opinions formulées au sujet des marchés et des tendances économiques sont celles des auteurs, mais pas nécessairement d'Amundi, et peuvent changer à tout moment. 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 de la part d'un produit d'Amundi. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions 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. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi. Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service. Amundi est une marque commerciale du groupe de sociétés Amundi Asset Management S.A. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 10 juin 2020. **Source :** Amundi Research, au mercredi 10 juin 2020. **Date de première utilisation :** 22 juin 2020. **Rédigé par :** Amundi Investment Insights Unit.

Directeurs de la publication : Pascal Blanqué et Vincent Mortier.

Réservé aux professionnels de l'investissement

La croissance, seul impératif

Le choc mondial provoqué par la pandémie de coronavirus a bouleversé le déroulement des cycles économiques et financiers en écourtant les délais et en amplifiant les répercussions. La vitesse et la vigueur de la reprise dépendront de la capacité des politiques économiques à freiner une dynamique de récession qui se renforce d'elle-même.

Notre scénario de référence actuel prévoit une profonde récession, un soutien massif de la part des banques centrales et des gouvernements et une hausse du chômage. **Après la période de gel de l'économie du premier semestre 2020, l'activité devrait se redresser progressivement en fin 2021** à des rythmes différents selon les régions – l'Asie (hors pays émergents) devançant les autres régions tout en restant en deçà de ses niveaux de 2019 – tandis que les coûts de main-d'œuvre augmenteront et que les interventions des autorités monétaires et des gouvernements ralentiront. Cette phase se terminera par une fin de cycle ou, peut-être, un régime de déflation des actifs si les banques centrales restent très accommodantes. Le commerce mondial reculera avec l'apparition de lignes de fracture dans les chaînes d'approvisionnement et l'immobilisation d'économies entières. Les autorités monétaires, qui ont retenu les leçons de la crise financière de 2008, ont agi rapidement pour apaiser les marchés. D'insidieux le risque de déflation est devenu réalité avec l'effondrement des cours du pétrole et, même si celui-ci résulte principalement de la guerre des prix que se livrent les producteurs de pétrole, il a par lui-même un impact considérable sur le secteur de l'énergie et de la finance à l'échelle mondiale. Les questions les plus importantes qui se posent désormais concernent les impacts structurels de la crise et c'est à la lumière de ces considérations que nous avons adapté les thèmes d'investissement que nous avons définis au début de l'année.

1. Entrée dans une nouvelle dimension des politiques monétaires et budgétaires

Le concept de « gestion de crise » a fini par se concrétiser, la politique monétaire franchissant de nouvelles frontières et parvenant enfin à se coordonner avec les politiques budgétaires. Les taux à court et moyen terme sont solidement ancrés et devraient rester bas pendant une longue période.

→ *Les taux bas, les tensions sur le marché des changes et l'abondance de liquidités constituent un terreau favorable à une reprise des actions si les investisseurs commencent à intégrer un rétablissement des BPA dans les cours.*

2. Accélération de la démondialisation et géopolitique en ligne de mire

Avant la crise du Covid-19, la dynamique des échanges internationaux faisait déjà l'objet d'une remise en cause qui affectait de manière inégale les régions et les pays, et plus particulièrement les pays émergents. Aujourd'hui, la pandémie a renforcé cette thématique, remettant en question la mondialisation et les idées reçues sur les chaînes d'approvisionnement transfrontalières, la gestion des stocks en flux tendus et la dépendance à l'égard de la demande extérieure pour stimuler la croissance économique.

→ *Des pays émergents au reste du monde, ce sont les scénarios crédibles de croissance intérieure qui verront naître les opportunités.*

3. Élections américaines plus incertaines

La pandémie pourrait avoir modifié les préoccupations des électeurs en attirant l'attention sur de nouveaux thèmes sociaux et économiques sur lesquels les candidats à la présidence devront se positionner et autour desquels ils devront réorganiser leurs campagnes.

→ *La volatilité augmente à mesure que les élections approchent et la nomination en juillet des candidats à la vice-présidence offriront une occasion de se repositionner.*

4. Consommation mondiale sous tension

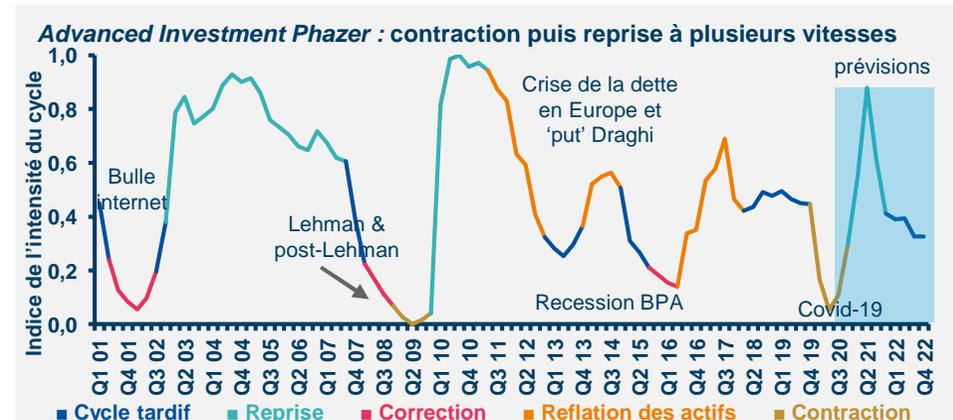
Les mesures de soutien des gouvernements visent à préserver les emplois et les entreprises des répercussions de la pandémie. La capacité de résistance des consommateurs, dont les conditions de départ en termes de bilan et de capacité de remboursement de la dette diffèrent sensiblement d'une région à l'autre, dépendra de la gravité et de la durée du chômage. Or, aujourd'hui comme hier, nous restons convaincus que le comportement des consommateurs sera un déterminant clé de la chronologie de la reprise.

→ *Les investisseurs doivent se montrer prudents dans leur allocation et rechercher des opportunités de qualité.*

5. Viabilité de la dette et croissance des bénéfices plus importantes que jamais

La pandémie a accentué le risque d'endettement élevé des entreprises sur fond de faible croissance des bénéfices. Lorsque la crise sera bien avancée, nous nous attendons à une augmentation du nombre des faillites et des cessations d'activité, qui se traduira par une recrudescence des défaillances, ouvrant un vaste fossé entre les gagnants et les perdants.

→ *Le niveau d'abondance des liquidités dans les bilans devrait être un facteur clé de sélection.*



Source: Amundi Research 29 Mai 2020. Advanced Investment Phazer.

Nouvelle dimension des politiques monétaires et budgétaires pour soutenir la reprise

Avec la crise du Covid-19, les banques centrales et les gouvernements ont, une fois de plus, franchi de nouvelles limites. Si la crise venait à s'aggraver, les banques centrales devraient continuer à explorer de nouvelles pistes pour soutenir les efforts des gouvernements. Il n'existe aucune stratégie de sortie facile. Pour la prochaine crise, nous devons « penser l'impensable » et notamment la monétisation totale de la dette, la monnaie hélicoptère, l'annulation de la dette ou des taux d'intérêt nominaux très négatifs.

Les banques centrales ont franchi de nouvelles limites, mais sont loin d'être à court de munitions

En l'espace de quelques mois seulement, la politique économique a opéré un virage spectaculaire et pendant que les gouvernements sont devenus les acheteurs de dernier recours, les banques centrales assument leur rôle de prêteur de dernier ressort. **Les politiques budgétaires et monétaires sont désormais étroitement mêlées.** Les banques centrales sont, par nature, plus flexibles que les gouvernements.

Invoquant le caractère exceptionnel des circonstances, elles ont non seulement entrepris d'élargir leur bilan à un rythme sans précédent, mais ont également franchi de nouvelles limites. La Fed a ainsi décidé d'acheter des « anges déchus » tandis que la BCE a accepté, si nécessaire, de modifier de manière significative la clé de répartition de ses fonds propres. **Mais elles peuvent faire plus pour soutenir les gouvernements.** Outre les programmes d'assouplissement quantitatif « classiques », les banques centrales disposent encore de nouvelles pistes à explorer :

- **Monnaie hélicoptère.** Ce terme désigne le transfert direct d'argent d'une banque centrale vers des acteurs privés. C'est une forme d'assouplissement quantitatif, mais dont les conséquences sur le bilan de la banque centrale ne sont pas les mêmes. En effet, la monnaie hélicoptère s'apparente à une relance budgétaire financée par une banque centrale, mais l'élargissement du bilan ne correspond plus à une augmentation de la dette du Trésor envers la banque centrale. Par conséquent, les fonds propres de la banque centrale deviennent négatifs et devraient - en théorie - faire l'objet d'une recapitalisation par le Trésor. En pratique, rien n'empêche les banques centrales de fonctionner avec des fonds propres négatifs. Techniquement, une annulation de la dette par la banque centrale s'apparente à de la monnaie hélicoptère avec un transfert permanent vers le Trésor. **Nous estimons qu'un recours à la monnaie hélicoptère est peu probable** en raison des contraintes juridiques qu'il implique.
- **Contrôle de la courbe des taux.** Dans le cadre d'un tel dispositif, les banques centrales cherchent à contrôler un point ou un segment spécifique de la courbe des taux (souvent les rendements à dix ans). Pour ce faire, la banque centrale s'engage implicitement à acheter les quantités d'emprunts d'État nécessaires pour atteindre son objectif, et ce faisant, perd le contrôle de son bilan. Le contrôle de la courbe des taux est une solution tout à fait envisageable lorsqu'il n'existe qu'un seul instrument de dette publique, ce qui n'est pas le cas dans la zone euro où il existe plusieurs courbes de rendement. Or, la BCE n'a aucune légitimité pour évaluer le risque de crédit lié à la dette de chaque État souverain. Il convient de noter qu'un contrôle de la courbe des taux est pratiqué au Japon depuis 2016 et qu'un tel dispositif est envisagé par la Fed.

- **Taux d'intérêt nominaux (très) négatifs.** Les banques centrales ont une marge de manœuvre plus réduite lorsque leur taux directeur approche du « taux plancher zéro ». Pourtant, ce plancher zéro ne constitue pas une loi fondamentale. Entre 2012 et 2016, plusieurs banques centrales ont tenté de se libérer de cette contrainte et la BoE pourrait bientôt rejoindre le club. Pour autant, l'efficacité des politiques de taux d'intérêt négatifs est très controversée. L'opinion dominante est que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent descendre bien au-dessous de zéro en raison du risque de substitution entre dépôts et espèces. Toutefois, des mesures juridiques, réglementaires et fiscales pourraient augmenter le coût de la thésaurisation de l'argent. La monnaie électronique et les progrès technologiques ont ravivé l'intérêt pour les taux directeurs très négatifs. **Une telle option permettrait en définitive de renforcer les anticipations d'inflation et de penfifier la courbe des taux.**

Mise en jeu de la stabilité macro-financière

Toutes ces politiques s'accompagnent d'effets secondaires indésirables. L'expansion illimitée du bilan des banques centrales, conjuguée à l'augmentation des dettes publiques, **pourrait entraîner un effondrement de la valeur extérieure d'une devise et un découplage des anticipations d'inflation.** Les États dont la crédibilité sur la scène internationale est faible, comme c'est le cas pour de nombreux pays émergents, ne peuvent pas mettre en œuvre de telles politiques. En ancrant le taux sans risque à un niveau très bas pendant une longue période, ils faussent les prix du marché et ont tendance à gonfler les actifs risqués, indépendamment de leurs fondamentaux. **À terme, ces politiques peuvent générer des bulles dans un large éventail d'actifs** (par exemple, les obligations d'entreprises, les actions, l'immobilier, les actifs illiquides), mettant en danger la stabilité macro-financière. Des mesures macro-prudentielles seront donc probablement nécessaires.

Points clés à retenir

- **Les obligations indexées sur l'inflation** sont attractives à moyen terme.
- **Les devises** devraient jouer un rôle de plus en plus important, car elles seront les seules variables de marché susceptibles d'absorber les divergences cycliques entre les économies.
- **Les marchés émergents devraient bénéficier indirectement des politiques mises en œuvre dans la plupart des marchés développés, grâce à leur potentiel de croissance plus élevé et à leurs rendements obligataires plus élevés.**
- Avec un taux d'actualisation durablement bas, **la valeur d'équilibre des actifs risqués pourrait être révisée à la hausse au fil du temps.**

Commerce mondial : accélération de la démondialisation et géopolitique au premier plan

Les discriminations commerciales et les politiques protectionnistes se sont intensifiées depuis la crise financière de 2008 et le Covid-19 accélère cette tendance. Le monde s'éloigne d'une approche multilatérale globale au profit d'une approche plus régionale et individualisée. Une sélection tant sectorielle qu'au niveau des entreprises est nécessaire pour miser sur ce thème.

Évolution des rapports de force à l'échelle mondiale

En fin 2019, nous avons déjà pris conscience de l'inversion marquée de la tendance à la mondialisation et de la vigueur de la contribution de celle-ci à la performance économique mondiale. La crise financière de 2008 a constitué un tournant historique pour l'intégration économique mondiale. Depuis lors, le commerce mondial est entré dans une phase caractérisée par l'augmentation des barrières commerciales, le ralentissement des activités à fort impact sur la croissance telles que les investissements, l'augmentation de l'incertitude politique et, plus récemment, les tensions commerciales. **En 2020, le déclenchement inattendu de la pandémie de Covid-19 a donné une nouvelle impulsion à cette tendance amorcée il y a plus de dix ans.**

Pour faire face à la crise sanitaire et économique actuelle, les pays sont en train de redéfinir leurs priorités en termes d'intégration économique, d'interconnexion, d'autonomie stratégique et de souveraineté économique intérieure, tandis que les responsables politiques semblent prendre des mesures délibérées pour renforcer la tendance à la démondialisation. Des pays tels que les États-Unis, qui avaient déjà adopté une attitude plus protectionniste et la Chine, qui a axé ses politiques sur la transformation de son économie nationale, sont susceptibles de poursuivre sur la même voie.

D'autres pays pourraient être incités par la crise du Covid-19 à repenser leur dépendance dans certains secteurs clés tels que la technologie (par exemple, la protection des données, la vie privée et la sécurité nationale). En Europe, la frustration à l'égard des géants technologiques grandit en raison du caractère « imposé » de leurs normes techniques dans la gestion de la crise actuelle. De fait, ce secteur est largement dominé par des entreprises américaines et chinoises et l'absence d'option européenne pourrait pousser l'Europe à adopter une attitude plus défensive et plus réglementée vis-à-vis des entreprises et des pays étrangers. La santé compte parmi les secteurs qui se sont révélés particulièrement sensibles pendant la pandémie. Plusieurs pays ont ainsi pris conscience de leur extrême dépendance vis-à-vis d'entreprises étrangères et ont ressenti le besoin urgent de développer une production nationale suffisante d'équipements médicaux et de produits pharmaceutiques. Les États-Unis, notamment, ont redoublé d'efforts pour renforcer leur secteur de la santé, intensifiant par là même l'un de leurs nombreux axes de confrontation avec la Chine. Certaines initiatives ont permis d'accroître leurs capacités nationales, telles que le budget plus important prévu par la loi CARES et certains prêts spécifiques. Il faudra toutefois beaucoup de temps pour combler les lacunes des capacités nationales.

L'expérience du passé tend à montrer qu'une fois entamé, un tel processus est difficile à arrêter, car lorsqu'un pays restreint le commerce de certaines marchandises, il suscite une réaction similaire de la part de ses partenaires commerciaux. Il pourrait s'avérer difficile de réparer les dommages causés par cette tendance et il faudrait un leadership fort au niveau international pour maintenir une collaboration constructive et le multilatéralisme et éviter de tomber dans une spirale protectionniste. Malgré la polarisation croissante du monde autour de deux puissances antagonistes, l'approche multilatérale globale n'est pas en train de se fracasser en centaines de pays autarciques (isolationnisme). **Une évolution vers des organisations régionales plus spécifiques avec une nouvelle répartition du pouvoir nous semble plus vraisemblable** (ALÉNA 2.0, RCEP et PTPGP pour n'en citer que quelques-unes). À ce stade, nous pensons que la Chine et les États-Unis ont tous deux intérêt à préserver l'accord de phase 1 et à garder les autres domaines de confrontation à part. Toutefois, **la probabilité associée au risque baissier dans ce domaine est, dans l'ensemble, plus élevée aujourd'hui, ce qui pourrait également avoir un impact sur l'accord commercial.**

Repérage des gagnants et des perdants à moyen terme

L'évolution de la dynamique des échanges internationaux affecte les régions, les pays et les secteurs de manière variable. Le secteur des technologies de l'information compte parmi les gagnants, bien qu'il soit à l'origine d'un point de discorde dans la « guerre technologique » et les enjeux géopolitiques considérables qui entourent ce secteur justifient une sélection rigoureuse en termes de pays, de régions et d'entreprises. La création de champions nationaux européens devrait être encouragée afin d'offrir une alternative aux géants technologiques étrangers. Dans un monde où la circulation physique des personnes et des biens diminue, les grands gagnants sont les services et la connaissance numérique (éducation). Et, indépendamment du fait qu'une deuxième vague de pandémie soit intégrée ou non dans le scénario central, les investissements dans le secteur de la santé au niveau national sont fondamentaux.

Les investisseurs pourraient jouer sur les divergences régionales découlant des politiques protectionnistes. L'allocation d'actifs au niveau sectoriel et des entreprises pourrait aider à jouer les thèmes géopolitiques et à se protéger contre les retombées géopolitiques négatives.

Élections américaines plus incertaines

Nous nous attendons à ce que les élections présidentielles de 2020 aient lieu le 3 novembre, comme prévu. Toutefois, il se peut que la pandémie ait altéré les attentes des électeurs, attirant leur attention sur de nouveaux thèmes autour desquels les candidats à la présidence devront réorganiser leur campagne.

Nous nous attendons à ce que les élections présidentielles aient lieu le 3 novembre 2020, comme prévu

Selon la Constitution américaine, seul le Congrès est habilité à fixer la date d'une élection présidentielle. Le choix du jour des élections étant défini en fonction d'un ensemble de lois, il est peu probable qu'il soit différé. Le mandat présidentiel en cours expirera le 20 janvier 2021 à midi. Par conséquent, l'élection doit avoir lieu au plus tard en janvier. Dans le cas peu probable d'un report, le rôle de président par intérim serait assumé par le président *pro tempore* du Sénat des États-Unis, étant donné que le président actuel, le vice-président et le troisième personnage de l'État (le président de la Chambre des représentants) sont tous trois candidats à leur réélection et, de ce fait, ne sont pas éligibles. Dans un tel scénario, les démocrates reprendraient la majorité au Sénat, car les sénateurs candidats à leur réélection ne pourront plus être considérés, or 23 sièges républicains seront remis au vote contre seulement 12 sièges démocrates. Le rôle de président par intérim reviendrait donc au sénateur démocrate Patrick Leahy, le doyen du parti, dans un scénario qui a peu de chances d'être privilégié par l'administration actuelle.

La pandémie pourrait-elle affecter le taux de participation ?

Le recours à des techniques de vote alternatives (par exemple, le vote par procuration, le vote en ligne ou le vote par correspondance) permettrait de trouver un équilibre entre le souci de sécurité et la volonté de voter et ainsi de réduire la dépendance du taux de participation à la propagation du virus. Ce fut notamment le cas pour les primaires du Wisconsin, tenues le 7 avril en pleine phase de propagation de la pandémie, lors desquelles une forte augmentation du nombre de bulletins de vote à distance a été enregistrée. Les systèmes de vote alternatifs autorisés dans chaque État sont donc une variable clé à surveiller.

La pandémie a-t-elle altéré les attentes ou les orientations des électeurs ?

La crise pourrait avoir attiré l'attention sur le besoin d'élire un chef capable

Programmes Trump vs Biden



- Protectionnisme
- Promotion des partenariats public-privé en matière d'infrastructures
- Réduction du prix des médicaments sur ordonnance
- Élargissement du choix, baisse des prix et transférabilité des assurances
- Durcissement de la politique d'immigration
- Réforme 2.0 sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act)



- Lutte contre le changement climatique et retour éventuel aux accords de Paris
- Augmentation des dépenses consacrées aux énergies renouvelables, possibilité d'une taxe carbone
- Modification de l'équilibre entre les réductions d'impôt sur le revenu des particuliers et d'impôt sur les sociétés, avec un écart plus important entre les hauts revenus et les grandes entreprises

En savoir **plus** sur les élections américaines

8 Réservé aux professionnels de l'investissement

de diriger la phase de reconstruction, mais aussi de préparer la prochaine crise. **Deux groupes d'électeurs joueront donc un rôle déterminant**, d'un côté les seniors, qui s'étaient prononcés en faveur de Donald Trump en 2016, de l'autre les électeurs ne se sentant représentés par aucun des deux candidats il y a quatre ans, mais qui finirent par soutenir Donald Trump. Ces groupes représentent environ 20 % de l'électorat et, à ce stade, semblent **peu enclins à confirmer leur choix de 2016**. Les électeurs indécis constituent aussi un facteur clé dans la course.

La pandémie a-t-elle fait évoluer les thèmes de campagne ?

Le paysage économique et social ayant été sévèrement ébranlé par la crise, les deux candidats ont dû adapter leur campagne à cette nouvelle réalité. Si les deux partis doivent adopter une approche bipartite et constructive pour faire face à l'urgence, les deux candidats devront également se concentrer sur les nouvelles priorités économiques et sociales, telles que **la montée des inégalités, qui a été exacerbée par la crise**, comme en témoignent les troubles récents. La capacité de Donald Trump à conserver le soutien de la population dépendra de sa gestion de la crise sanitaire et des retombées socio-économiques. **Si, au début de la crise, il a pu bénéficier d'un certain sentiment d'unité nationale, sa position semble aujourd'hui de plus en plus vulnérable**. Par conséquent, l'incitation à adopter une approche plus modérée tant sur le plan de la politique intérieure qu'extérieure diminue. **Pour Joe Biden, son plaidoyer en faveur de la relance économique dépendra essentiellement de la sélection de son colistier** qui aura un rôle clé à jouer pour attirer les voix des électeurs indécis et des minorités. Il a déjà fait savoir que ce poste serait occupé par une femme dont le rôle sera d'autant plus important en cas de victoire démocrate, que celle-ci représentera le président sortant en 2024, Biden ayant d'ores et déjà exclu la possibilité d'un second mandat.

Points clés à retenir

- **Après le pic d'endettement, l'augmentation des recettes fiscales sera cruciale** : un président démocrate pourrait augmenter les impôts sur les grandes entreprises (taxe numérique), les hauts revenus et le patrimoine financier (gains en capital et dividendes).
- **Après la crise du Covid-19, un certain mouvement de relocalisation pourrait avoir lieu ou s'accélérer dans certains secteurs clés.**
- **Tensions sino-américaines** : **du commerce à la technologie, à la communication et aux infrastructures.**

Consommation mondiale sous tension

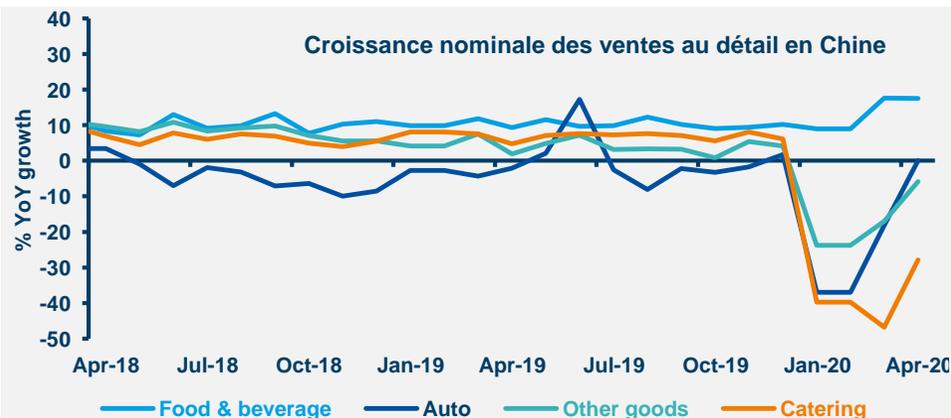
Première à redémarrer son économie, la Chine fait face à une reprise inégale et progressive du secteur de la consommation. Cette situation est appelée à se prolonger dans un contexte de pression persistante sur le marché du travail et de baisse des revenus. Aux États-Unis et en Europe, les perspectives en matière de consommation sont étroitement liées à la dynamique du marché de l'emploi.

Le consommateur américain a abordé la récession avec des fondamentaux solides

À la suite de la crise financière de 2008, un important mouvement de désendettement a fait reculer le niveau d'endettement des ménages américains* de 133,5 % du PIB à 97,1 % au quatrième trimestre 2019. Le coût du service de la dette des ménages est à son plus bas niveau depuis 1980. À 7,7 % en fin 2019, l'épargne* affichait également un bon niveau, avant d'augmenter de façon spectaculaire pendant la pandémie, pour atteindre 33,0 % en avril. Le confinement a pesé lourdement sur la consommation américaine, les ventes au détail illustrant la disparité entre la consommation de biens non durables et la consommation de services, les premières étant en forte hausse et les secondes en chute libre. La levée progressive des mesures de confinement laisse apparaître un secteur des services qui semble bien loin de la reprise. La morosité des consommateurs reflète la faiblesse du marché de l'emploi, avec un taux de chômage en forte hausse, passé de 3,5 % en février à 14,7 % en avril. Il pourrait culminer à environ 15 % et se révéler volatil à court terme. Le soutien massif du gouvernement et la générosité des allocations chômage devraient permettre aux consommateurs de faire face à une récession courte, mais profonde.

Les consommateurs européens sont entrés dans la crise dans des conditions bien différentes

Cette année sera la troisième contraction en douze ans pour certains pays de l'UE, comme en témoigne leur marché de l'emploi. La croissance moyenne des salaires dans la zone euro était de 2,3 % par an en début 2020, mais la situation est contrastée en fonction des pays. Les gouvernements ont mis en place des dispositifs exceptionnels, encourageant le recours au chômage partiel.



Source : Amundi Research, CEIC, NBS. Données au jeudi 4 juin 2020.

plutôt qu'au licenciement. Un succès, au moins partiel, de la mise en œuvre de ces dispositifs permettrait de faire culminer le taux de chômage de la zone euro dans une fourchette de 12 à 14 %. Au niveau national, ce pic se situera dans une large fourchette en fonction de la situation antérieure et de la vulnérabilité de chaque pays. Aux États-Unis comme en Europe, les perspectives en matière de consommation seront étroitement liées à la reprise du marché de l'emploi. C'est pourquoi nous surveillons de près l'ampleur et la durée du chômage.

Reprise inégale du secteur de la consommation en Chine

En avril, deux mois après le pic des nouveaux cas d'infection, la croissance des ventes au détail restait toujours inférieure à la tendance. Les données à haute fréquence indiquent que les chiffres d'affaires dans les secteurs les plus touchés que sont la restauration, les voyages et l'hôtellerie, sont restés bien en dessous de leurs niveaux habituels en mai (-30 % à -40 %) en raison d'une combinaison de facteurs comme la diminution des liquidités des ménages, le maintien de certaines mesures de contrôle de l'épidémie et le comportement prudent des consommateurs. Cela dit, la consommation de biens se redresse plus vite que celle des services, car elle est facilitée par le commerce en ligne. Une hausse de la demande a stimulé les ventes discrétionnaires de biens de consommation, en particulier les ventes d'automobiles. La demande de biens de consommation non cycliques a fait preuve de résistance tout au long de l'épidémie et cette vigueur s'est prolongée durant la phase de redémarrage. Les ventes de produits alimentaires ont été particulièrement dynamiques, passant de 12,7 % au premier trimestre à 18,2 % en avril. Dans un tel contexte, la consommation chinoise devrait peu à peu se rétablir. Si d'emblée les pertes de consommation de services sont définitives, la dynamique des ventes de biens pourrait également ralentir quelque peu une fois que la demande inhibée durant la crise aura été satisfaite.

Points clés à retenir

- Le comportement des consommateurs a été affecté par les mesures de confinement, mais le soutien budgétaire massif qui leur a été accordé devrait les aider à tenir bon jusqu'à la phase de reprise.
- Cette tendance encourage la rotation en cours vers plus de cyclicité dans les actions des marchés développés.
- Plusieurs tendances se dessinent actuellement en Chine : le développement de l'enseignement en ligne, la montée en puissance des acteurs du commerce électronique, l'amélioration de l'efficacité logistique dans l'ensemble des segments et des perspectives prometteuses pour les entreprises de livraison de denrées alimentaires à moyen terme.

* En pourcentage du revenu disponible des ménages.

Résultats vulnérables sur fond de baisse des chiffres d'affaires et d'endettement élevé

Nous anticipons un redressement global progressif des bénéfices par action au cours du deuxième semestre et en 2021. La pandémie ayant frappé de plein fouet les chiffres d'affaires, renforçant l'incertitude des modèles de consommation et de croissance, il devient d'autant plus important de se préoccuper de la stabilité de la dette.

Chiffres d'affaires victimes de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale et volatilité des bénéfices

La récession globale actuelle des bénéfices est le résultat de l'effondrement des chiffres d'affaires provoqué par la mise à l'arrêt de l'économie mondiale. Les conditions financières restent sous contrôle en ce qui concerne les résultats des entreprises des marchés développés et ne nuisent pas à leur capacité à dégager des marges dans un contexte de reprise de la croissance économique et des bénéfices. **Les bénéfices restent néanmoins vulnérables aux coûts de financement et au risque d'insolvabilité** si la reprise s'avérait plus difficile que prévu, notamment aux États-Unis. Le rétablissement des bénéfices sera affecté par la faiblesse des signaux de reprise des PMI manufacturiers et la relative résilience des PMI des services.

Dans les économies émergentes, notre scénario reflète une faiblesse prolongée pour le reste de

	Indicateurs	Dernière valeur	Moyenne en période de récession des bénéfices (34 % du temps)	Moyenne en période de croissance des bénéfices (66 % du temps)	Indicateur de récession des bénéfices
CHIFFRE D'AFFAIRES	PIB nominal en YTD	2,1%	4,1%	5,4%	●
	Consommation personnelle en YTD	-3,8%	4,5%	5,5%	●
	Taux de chômage	14,7%	5,9%	6,0%	●
	Chiffres d'affaires en YTD	-4,9%	-0,5%	6,0%	●
	Commerce en YTD	-4,3%	-1,5%	5,7%	●
	Variation sur 1 an du dollar US pondéré des échanges	6,9%	4,0%	1,6%	●
	Exportations des ME en YTD	-9,1%	-6,1%	18,5%	●
	Indice des directeurs d'achats	41,5	49,1	54,1	●
	Vue d'ensemble du CA				●
RÉSULTAT NET	Coûts salariaux unitaires en YTD	1,4%	2,1%	1,5%	●
	Indice des prix à la production en YTD	-5,3%	0,8%	2,6%	●
	Spread Moody's	1,7	1,21	0,88	●
	Spread entre taux américains à 2 ans et 3 mois	-0,36%	0,05%	0,13%	●
	Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans	6%	5,4%	4,9%	●
Vue d'ensemble du RÉSULTAT NET				●	

Source : Amundi Research, Bloomberg, au vendredi 29 mai 2020. Analyse du marché américain pour la période de 1986 à 2019. Le spread Moody's est le delta entre les rendements Moody's BAA et Moody's AAA. Ce spread s'est avéré être un indicateur adapté du cycle crédit/infrastructure.

2020 et les premiers trimestres de 2021, car le commerce mondial et les exportations des pays émergents, qui sont les principaux générateurs de bénéfices des économies émergentes, sont au rouge. Un début de reprise est attendu à partir du second semestre 2021, lorsque les matières premières et la demande mondiale se rétabliront.

Augmentation du taux de défaut provoqué par la pandémie et amplifié par l'endettement élevé des entreprises

L'augmentation probable des défauts d'entreprises chez les émetteurs HY des deux côtés de l'Atlantique constitue un domaine particulièrement sensible à surveiller. Le nombre des défauts était déjà en hausse et continuera à augmenter en raison d'une combinaison de facteurs multiples. En particulier :

- 1) le niveau élevé d'endettement des entreprises, en particulier aux États-Unis
- 2) le durcissement des conditions financières découlant de l'urgence sanitaire
- 3) les répercussions macro et micro économiques négatives sans précédent causées par la crise du Covid-19
- 4) les répercussions sur le secteur de l'énergie de la chute spectaculaire des prix de l'énergie.

D'après nos modèles top-down et les facteurs bottom-up, **le nombre de défauts d'entreprises aux États-Unis devrait augmenter davantage qu'en Europe** et l'écart entre les États-Unis et l'Europe pourrait atteindre 4 %, le taux de défaut américain dépassant les 10 % et celui du HY européen avoisinant les 8 % d'ici un an. Moins exposé au secteur de l'énergie et bénéficiant d'une qualité de crédit moyenne, le HY européen devrait mieux résister que le HY américain aux événements de crédit. Les mesures de relance monétaire et budgétaire sans précédent font figure de facteurs atténuants avec, outre le coût très faible du financement par rapport aux normes historiques, le soutien de la Fed aux « anges déchus » et les garanties gouvernementales relatives au crédit qui réduiront tous deux les risques extrêmes. De plus, la crise actuelle est survenue à un moment où l'endettement des entreprises était déjà élevé, en particulier aux États-Unis et pourrait avoir des effets prolongés en termes de vulnérabilité des bilans, malgré le soutien des banques centrales qui en réduisent l'impact négatif à court terme. **Nous nous attendons à ce que les entreprises gèrent leur endettement avec davantage de prudence** et qu'elles exploitent le soutien des banques centrales pour se constituer des réserves de liquidités et allonger la maturité de leur dette afin de minimiser tout impact négatif sur leur note de crédit.

Il sera essentiel pour les investisseurs d'évaluer les situations difficiles au niveau des entreprises (endettement, liquidités) et de se concentrer sur les modèles économiques robustes qui sont en mesure de faire face à la crise et de tirer profit du soutien des banques centrales.

Tableau des risques potentiels



Analyse



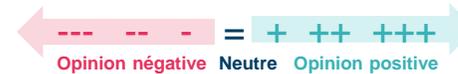
Impact de marché

Probabilité	Risque	Description	Impact de marché
Élevée	25% Tensions sino-américaines	Les fractures entre les États-Unis et la Chine se multiplient, qu'il s'agisse de la réponse à la crise du Covid-19, du commerce ou de géopolitique. La campagne électorale américaine et la violence du discours de Donald Trump pourraient aggraver les tensions et entraîner des retombées négatives. Les sujets tels que la guerre technologique et Huawei, la guerre des capitaux contre les participations étrangères, les relocalisations et l'actualité récente à Hong Kong sont autant de sources de risque pour les marchés. L'accord commercial de phase 1 est maintenu, mais, au vu de la dégradation du contexte économique, la phase 2 pourrait se révéler plus complexe. Dans des circonstances extrêmes, cette « guerre froide » pourrait également impliquer l'Europe.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ancrage du HKD en péril ▪ Négatif pour les actions chinoises et le CNY ▪ Positif pour l'USD, le JPY, les bons du Trésor et l'or
	25% Défaits d'entreprises	À l'aube de la crise du Covid-19, l'endettement des entreprises avait atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise financière de 2008. L'ampleur de la récession exacerbera les risques de solvabilité, quels que soient l'action des banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements. Les taux de défaut pourraient atteindre 15 %, voire même 20 %, impactant les marchés du crédit et le bilan des banques. Une détresse généralisée et une hausse des taux de défaillance imposeraient un désendettement et un recul de l'investissement et de l'emploi, ce qui aggraverait la récession.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Négatif pour les actifs à risque ▪ Dégradation des titres US IG BBB et hausse des défaillances dans les segments EURO et US HY B-CCC ▪ Positif pour l'USD, la dette souveraine des marchés développés et l'or
Moyenne	20% Fragmentation européenne	La crise du Covid-19 a mis en exergue certaines tensions au sein de l'UE, celles-ci étant exacerbées par les déséquilibres économiques (dette publique et croissance). Or, vu que la mise en œuvre du plan de relance de l'UE prendra du temps, les budgets nationaux resteront essentiels pour soutenir la relance. Le PEPP de la BCE fait office de paravent protégeant l'union, mais il est lui-même soumis à la pression de la Cour constitutionnelle allemande et des pays du nord, qui s'opposent au partage des risques. Les prochaines élections nationales, ainsi que les négociations relatives au Brexit, pourraient alimenter de nouvelles tensions. L'Europe se heurte donc à des divergences économiques et politiques, et en définitive à un risque de fragmentation.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Négatif pour les BTP et les actions européennes ▪ Positif pour le Bund et les obligations core ▪ Positif pour l'or et le CHF
	10% 2e vague de Covid-19 et reconfinement mondial	Étant donné que notre capacité à faire face au virus s'est considérablement améliorée (traitement, infrastructure sanitaire, distanciation sociale, masques, tests, etc.), une deuxième vague, qui représente une menace réelle dont la probabilité est nettement supérieure à 10 %, ne devrait pas s'accompagner d'un confinement mondial et d'une chute de l'activité économique aussi sévère qu'au premier semestre 2020. En revanche, l'incertitude entourant le « cycle du virus » nous conforte dans l'idée que la reprise sera lente (pas de reprise en forme de V).	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Positif pour les bons du Trésor américain, le Bund et l'or ▪ Négatif pour le pétrole, les matières premières, les devises des exportateurs de matières premières, les obligations émergentes
	10% Crise de la dette souveraine	Le ratio de la dette publique au PIB augmentera dans la plupart des pays dans les années à venir, en partant de niveaux déjà élevés en Europe, au Japon et aux États-Unis. Cela pourrait représenter un risque à long terme, tandis qu'à court terme, les pays émergents pourraient éprouver des difficultés à faire face à la charge de leur dette. En effet, les marchés émergents et frontières ont attiré des flux de capitaux en provenance des économies avancées, augmentant ainsi leur dette extérieure. Or, la baisse des cours du pétrole, la faiblesse de la demande mondiale, le durcissement des conditions financières et une hausse des taux pourraient compromettre leur capacité à rembourser leur dette, entraînant une crise de la dette souveraine.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Négatif pour la dette émergente en devises fortes et les actions émergentes ▪ Positif pour l'USD et le JPY ▪ Positif sur les principales obligations d'État
Faible	10% Dépression	Une profonde et longue récession mondiale, avec une demande faible en dépit des plans de relance et un niveau de chômage élevé, pourrait compromettre les perspectives économiques à moyen terme. Lorsque la crise sanitaire sera derrière nous, une réponse coordonnée sera plus difficile à mettre en œuvre, entraînant l'économie mondiale vers une stagnation prolongée, voire même une dépression.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Positif pour les bons du Trésor américain, le Bund et l'or ▪ Négatif pour le pétrole et les matières premières

Source : Amundi Research au mardi 24 juin 2020.

Convictions Amundi pour le deuxième semestre 2020

Convictions



	Classe d'actifs	Opinion	Variation par rapport aux perspectives 2020	Analyse
ACTIONS	États-Unis	=		Les actions américaines ont joué un rôle central durant le cycle de 2009 à 2019. Certains marchés plus cycliques pourraient désormais rattraper leur retard, compte tenu de l'incertitude que pourraient susciter les élections américaines. L'abondance des liquidités injectées dans les marchés est appelée à s'y maintenir, de même que les taux bas, qui pourraient à nouveau soutenir les actions de qualité dont est composé, en grande partie, le marché américain.
	Europe	=/+		Les actions européennes ont été malmenées au cours du dernier cycle. Deux facteurs ont relancé l'intérêt des investisseurs internationaux, le projet de Fonds de relance, s'il devait se confirmer, et le rattrapage des valeurs cycliques/dénotées. Ce regain d'intérêt doit encore se renforcer avant de se concrétiser. Le risque est que si les valeurs européennes constituent des paris de type <i>value</i> , la finance et l'énergie, qui sont des secteurs <i>value</i> , sont également des secteurs perturbés, ce qui pourrait en limiter le potentiel de surperformance.
	Japon	+	▲	Le Japon a connu des hauts et des bas au cours du dernier cycle. Étant l'un des marchés les plus cycliques au monde, il bénéficie de l'actuel rattrapage des valeurs cycliques. Les entreprises sont faiblement endettées, et le yen - dont la performance est en corrélation inverse avec celle des actions japonaises - s'affaiblit généralement lorsque la perception du risque diminue. Un regain de risque neutraliserait un tel avantage.
	Marchés émergents	=		Les marchés émergents ont, dans l'ensemble, sous-performé depuis 2011, excepté durant la période 2016-2018. Ils pourraient rattraper leur retard, si le dollar confirme son affaiblissement. L'Asie est potentiellement plus sûre, étant donné, entre autres facteurs, son exposition à la technologie, mais les tensions sino-américaines pourraient constituer un frein.
OBLIGATIONS	États-Unis Obligations d'état	=/+		Nous maintenons notre préférence pour la durée des bons du Trésor américain par rapport aux autres marchés développés, en raison de meilleures valorisations absolues et relatives et de l'importante marge de manœuvre dont dispose la Fed grâce à l'assouplissement quantitatif illimité. Nous nous attendons à ce que la Fed absorbe l'essentiel des nouvelles émissions nettes de bons du Trésor américain au cours des prochains mois.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Malgré leur récent resserrement, les spreads de l'IG américain offrent toujours des valorisations absolues et relatives attractives. Le marché primaire est très actif et bénéficie de la quête de rendement et des flux d'investissement, tandis que la Fed continuera à soutenir la demande pour cette classe d'actifs à travers son programme d'assouplissement quantitatif. La sélectivité devient de plus en plus nécessaire compte tenu de la faiblesse de l'environnement macro et microéconomique.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=	▼	Les valorisations des spreads HY américains semblent plus serrées que celles des autres marchés du crédit. C'est pourquoi, avec les questions relatives à la liquidité, nous privilégions les titres de qualité par rapport aux titres moins bien notés, car ces derniers ne tiennent que partiellement compte de la hausse du risque de défaillance. Parallèlement à la sélection des titres lorsque le risque idiosyncrasique est élevé, la sélection des secteurs reste primordiale, car les difficultés se concentrent dans un petit nombre de secteurs.
	Europe Obligations d'état	-/=		Nous restons constructifs en ce qui concerne les obligations d'État européennes dans les principaux pays périphériques, peut-être même davantage après les mesures récentes prises par la BCE en termes d'augmentation de la taille et d'extension de son programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP), ainsi que les mesures encourageantes prises sur le front budgétaire dans l'UE. Les courbes de rendement des principales obligations devraient rester stables et proches des niveaux de rendement actuels.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous sommes positifs à l'égard de la dette IG en euros et en particulier la dette notée BBB ainsi que celle des valeurs financières. La BCE soutiendra directement les facteurs techniques de cette classe d'actifs grâce au CSPP et au PEPP et indirectement, dans la mesure où ces programmes incitent les investisseurs à se mettre en quête de rendement. Comparé aux autres marchés du crédit, les valorisations paraissent attractives, tandis que les fondamentaux font état d'un niveau d'endettement moindre qu'aux États-Unis. La sélectivité reste toutefois essentielle.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=	▼	Dans les marchés HY internationaux, nous préférons le marché HY de l'UE, car ses taux de défaut devraient moins progresser qu'aux États-Unis, grâce à sa meilleure qualité moyenne du crédit et à son exposition plus faible au secteur énergétique en difficulté. Nous préférons la dette BB de qualité et liquide avec un profil risque-rendement attractif. Nous mettons l'accent sur la sélection, les risques idiosyncrasiques et la liquidité.
	Emergents Dette en devise forte	=/+	▼	Nous sommes constructifs à moyen terme sur cette classe d'actifs et anticipons la poursuite du resserrement des spreads à mesure que le virus disparaît et que les conditions économiques se normalisent. Nous voyons encore davantage de potentiel sur le segment HY, où les valorisations sont plus attractives. La vigueur du dollar devrait continuer à apporter du soutien à court terme. Le risque de défaut souverain doit être surveillé de près.
	Emergents Dette en devise locale	=	▼	Nous sommes constructifs à l'égard de cette classe d'actifs, car les rendements réels devraient encore baisser, tout en restant plus attractifs que les rendements des marchés développés. Nous anticipons une performance positive des devises émergentes qui bénéficieront de valorisations bon marché et de la reprise économique. Le faible portage constitue un risque et peut compliquer la défense de la monnaie. Ceci pourrait entraîner une hausse de la volatilité dans la classe d'actifs.
	OTHER	Matières premières		
Devises				À mesure que la plupart des pays relâchent leurs mesures de confinement et grâce à la rapidité des interventions politiques, le dollar perdra du terrain d'ici 2021. La diminution du différentiel de taux et les anticipations de reprise de la croissance mondiale réduisent l'attrait des actifs américains. La trajectoire ne sera pas linéaire, car le tableau à court terme reste sombre et la liquidité ne se traduit pas nécessairement par une meilleure solvabilité.

Source : Amundi, au mercredi 24 juin 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 = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/ DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI= West Texas Intermediate.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT S2 2020

Investir en période de dégel

Convictions

ACTIONS

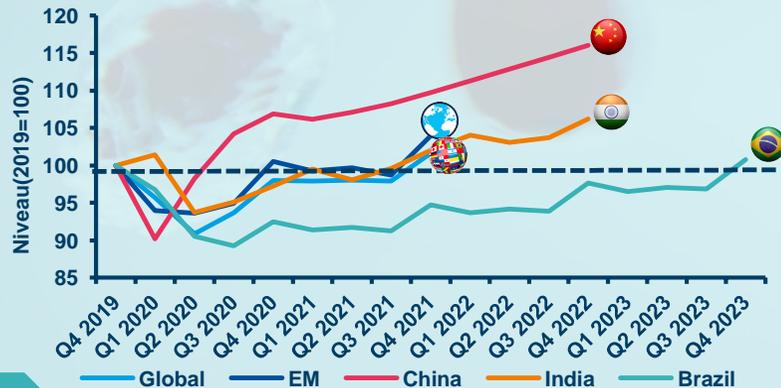
JOUER LA REPRIS CYCLIQUE ET LES THÈMES À LONG TERME

Se concentrer sur la sélection d'entreprises présentant des bilans solides



PREMIER ENTRÉ - PREMIER SORTI : L'ASIE AU CENTRE DES REGARDS

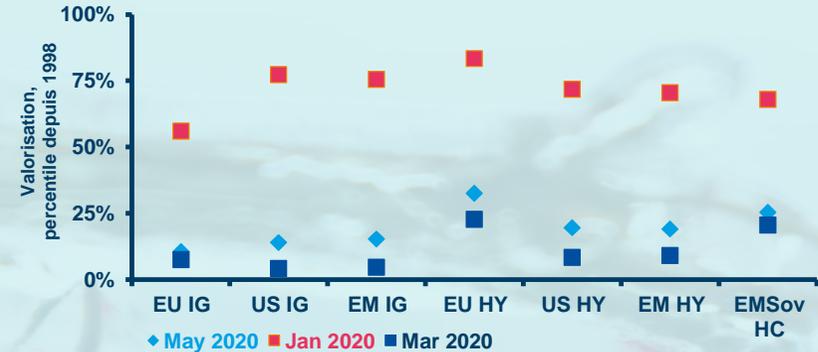
Les premiers pays touchés par la pandémie seront les premiers à s'en remettre



MARCHÉS ÉMERGENTS

QUÊTE DE RENDEMENT DANS LE CRÉDIT DE QUALITÉ ET LA DETTE ME

Tirer parti du soutien des BC et des valorisations attractives, rester attentif au risque de crédit



OBLIGATIONS

DE PLUS EN PLUS CONVENTIONNELS

Transfert des flux des fonds non-ESG vers les fonds ESG, avec une préférence pour la gestion active



ESG

Source : Amundi Research, Bloomberg. Données au jeudi 18 juin 2020. Graphique actions : données Amundi, Morgan Stanley et Bloomberg. Graphique obligations : Analyse Amundi de données Bloomberg et Thomson Reuters. IG UE, IG US, IG ME, HY UE, HY US et HY ME se fondent sur les indices BofA ICE (IG = investment grade, HY = haut rendement). Souv. ME devise forte = JPMorgan EMBI Global Diversified. Tous les indices correspondent à une région spécifique (EU = Europe, US = États-Unis, EM = marchés émergents). Analyse basée sur les spreads pour les indices obligataires. Graphique marchés émergents : Amundi Research, prévisions de croissance du PIB au 22 mai 2020. Un fort degré d'incertitude entourant les prévisions macroéconomiques peut entraîner des révisions plus fréquentes. À l'heure actuelle, les prévisions macroéconomiques comportent une composante qualitative importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec des fourchettes de plus en plus larges. Graphique ESG : Données Broadridge sur les fonds ouverts mondiaux au 9 juin 2020.

Rédigé par : Amundi Investment Insights Unit. Directeurs de la publication : Pascal Blanqué et Vincent Mortier.

Actions des marchés développés : associer gagnants à long terme et cyclicité

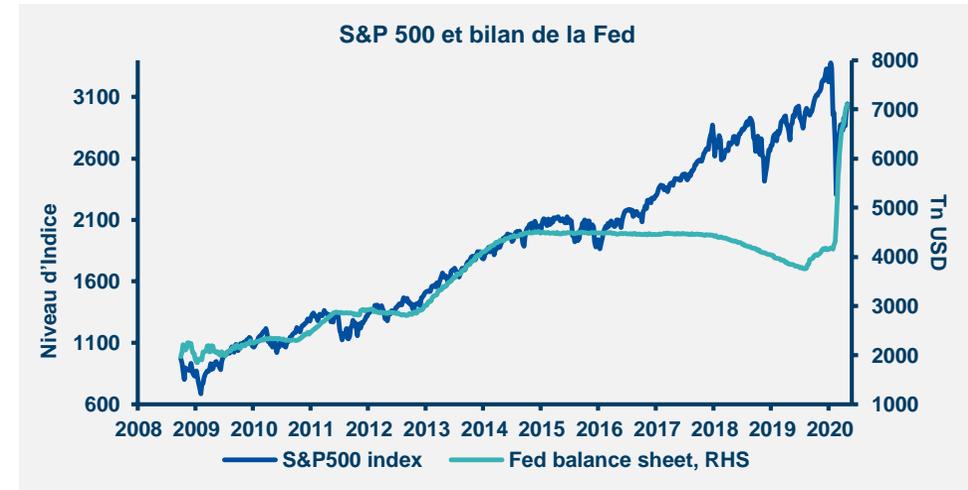
Les bénéfiques des entreprises se contractent fortement, mais les politiques monétaires et budgétaires soutiennent les valorisations. Nous privilégions une stratégie équilibrée, en recherchant des valeurs cycliques à court terme en complément d'une poche centrale constituée de gagnants à long terme.

Forte révision à la baisse des bénéfiques et beaucoup d'incertitude...

Le krach du premier trimestre 2020 qui fut aussi violent que celui de 1987 a été suivi d'une forte révision à la baisse des prévisions de bénéfiques. La contraction pourrait dépasser celle observée en Europe lors de la crise financière de 2008-2009 (-48 %), tandis que les États-Unis devraient mieux s'en sortir (-35 % en 2008) grâce à leurs entreprises innovantes, car **la pandémie accélère la numérisation de l'économie et profite aux méga-capitalisations**. Le point bas de cette correction devrait se situer au deuxième trimestre, mais l'incertitude subsistera pendant plusieurs trimestres encore. Au-delà des tensions entre les États-Unis et la Chine, le redémarrage de l'économie comporte sa part d'inconnues. Celles-ci portent notamment sur le rythme de la reprise et plus particulièrement celle des chaînes d'approvisionnement, le comportement des consommateurs ou encore le risque de deuxième vague. **Il est difficile d'anticiper un retour des bénéfiques à leurs pics de 2019 avant la fin de 2021 au plus tôt** et cette hypothèse reste, à ce stade, très incertaine.

...compensées par de puissants facteurs de soutien et d'espoir

La réaction monétaire et budgétaire a été bien plus rapide et plus importante qu'en 2008, ce qui a favorisé un début de reprise dès le 23 mars qui s'avère plus vigoureux qu'en 1987. Les valorisations des actions sont portées par les injections de liquidités. La corrélation étroite entre la taille du bilan de la Fed et le marché boursier américain observée entre 2009 et 2016 se manifeste à nouveau. Certes, les efforts actuels portent essentiellement sur des mesures de compensation, mais l'approche proactive des autorités partout dans le monde se concentrera ensuite sur les mesures de relance. À ce stade, le risque de deuxième vague est en partie compensé par la possibilité de trouver un traitement efficace contre le virus. **Certains facteurs cycliques sont nécessaires pour que l'actuel rebond du marché, qui repose sur la liquidité, puisse perdurer**. Les spreads des obligations à haut rendement, qui devançant généralement les marchés actions de zéro à trois mois, ont commencé à se resserrer. Les indices des directeurs des achats ont atteint leur plancher et l'essentiel des révisions de bénéfiques pourrait avoir eu lieu au second trimestre, même si certaines restent à venir. **Ces indicateurs positifs ont donné le coup d'envoi d'un mouvement de rattrapage des valeurs cycliques et des retardataires**. Les taux longs, les cours du pétrole et le ratio cuivre/or, qui ont tendance à évoluer en parallèle du ratio cycliques/défensifs, sont en voie de stabilisation. Ces éléments devront être surveillés de près afin de déterminer le potentiel de l'actuel rebond. Une panne du dollar (qui n'est pas d'actualité à l'heure où nous écrivons) confirmerait également cette évolution.



Source : Analyse d'Amundi Research, Datastream. Données au vendredi 29 mai 2020.

Des « gagnants à long terme » avec une dose de cyclicité constitue un bon équilibre

À ce stade, il est logique de combiner deux stratégies, en gardant à l'esprit que le cycle devrait se déployer de manière chaotique : 1) **la stratégie des « gagnants à long terme »**, car la pandémie accélère la transition en cours, tandis que les taux d'intérêt devront rester bas plus longtemps. Il s'agit, par exemple, des valeurs technologiques, pharmaceutiques et du luxe, et 2) **une dose de cyclicité, en tant que stratégie plus opportuniste et à plus court terme pour tirer parti de l'inflexion du cycle**. Le principe du « premier entré, premier sorti » constitue un moyen prudent de commencer à accroître la cyclicité des portefeuilles, l'Asie émergente étant le principal candidat pour ce thème. **L'Europe et le Japon, qui sortent désormais du confinement, sont devenus les nouveaux candidats**. Dans cette optique, nous préférons le Japon (bon marché, faible endettement des entreprises, amélioration du profil des bénéfiques et sensibilité inverse au yen), suivi par la zone euro (également bon marché, mais avec un profil de bénéfiques moins favorable) et les États-Unis (chers, mais de bonne qualité), tout en sous-pondérant le Royaume-Uni (la question du Brexit reste en suspens) et le Pacifique ex-Japon (épicerie des tensions entre les États-Unis et la Chine).

Gestion factorielle : entre forces séculaires et cycliques

La qualité demeure un thème à long terme. Sinon, une transition a été amorcée pour passer du facteur volatilité minimale à des facteurs plus cycliques tels que les petites capitalisations et le value. Tout en surveillant cette transition, il convient également d'envisager les dividendes élevés comme une option de diversification.

Résilience des actions de qualité face à la pandémie

Contrairement à ce qui s'est passé lors de l'éclatement de la bulle internet, les actions de qualité ont surperformé durant le krach et ont conservé leur avantage durant la première partie du rebond, soit du fait de leur caractère défensif (en Europe), soit de leur caractère novateur (aux États-Unis). En accélérant la numérisation de l'économie, la pandémie a souligné la pertinence de ces valeurs, qui a également été renforcée par une saison de publication des résultats favorable. La réaction monétaire illimitée visant à prévenir une dépression et la nécessité de maintenir des taux bas pour financer les déficits budgétaires colossaux soutiennent également structurellement ces titres, au-delà des mouvements cycliques. **Certains de ceux-ci, tout au moins, resteront candidats à un rôle de premier plan au cours du prochain cycle.**

Seconde chance de surperformance des facteurs cycliques (petites et moyennes capitalisations et value)

La Fed a commencé à baisser ses taux en juillet 2019. Durant l'automne, on espérait un accord entre les États-Unis et la Chine. Pour la première fois depuis 2016, la Fed et l'administration de Donald Trump se sont montrées synchrones. En début 2020, les bases d'une reprise du secteur manufacturier mondial avaient été mises en place et commençaient à bénéficier aux petites et moyennes capitalisations et aux titres value, même si nous attendions un fléchissement du dollar pour lancer une stratégie offensive plus complète. Mais ces espoirs furent anéantis par la pandémie, qui provoqua une récession qui affecte l'ensemble de l'économie, y compris les services. Cette phase de contraction a été propice aux facteurs les plus défensifs, tels que la volatilité minimale, qui, dans un premier temps, a bien réagi avant de céder lors du rebond des marchés actions qui a débuté en mars et qui a donné une seconde chance aux petites et moyennes capitalisations et au value de prendre la tête d'un mouvement de rattrapage.

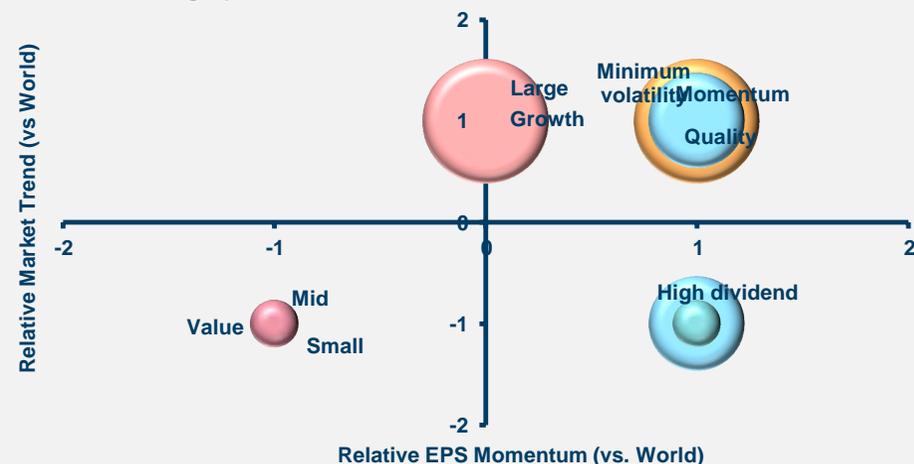
Le facteur dividende élevé pourrait également apporter une certaine diversification

Bien qu'un mouvement de rattrapage ou que des tendances procycliques puissent favoriser les petites capitalisations et un rebond du style value, nous devons garder à l'esprit que ce dernier est extrêmement présent dans les secteurs perturbés tels que la finance et l'énergie. Un tel rebond nécessiterait donc une hausse des taux à long terme et des prix du pétrole. Mais, si de telles hausses sont bien possibles, le potentiel de hausse des rendements obligataires pourrait s'avérer limité au cours de ce cycle. La capacité à perdurer de ce style dépendra également de la capacité du dollar à se replier. Comme ce fut déjà le cas au début de cette année, cette transition ne peut être ignorée, pour autant, sa durabilité n'est pas encore avérée.

Se concentrer sur le **facteur dividende**, qui présente des caractéristiques value, constitue, dans un **premier temps, une alternative**, car notre scénario central privilégie une reprise économique très lente.

Notre stratégie centrale reste axée sur le facteur qualité. Le rebond de rattrapage des styles plus cycliques tels que les petites capitalisations et le value ne peut être ignoré, même s'il n'est peut-être que transitoire. Mais la volatilité minimale n'est plus de mise. À ce stade, les dividendes élevés constituent encore de bons compléments pour contribuer à la diversification des portefeuilles.

Cartographie en trois dimensions des facteurs du MSCI World



Source : Analyse d'Amundi Research, Datastream. Données au vendredi 29 mai 2020.

Le sens naturel de rotation sur cette cartographie est le sens des aiguilles d'une montre :

- Axe horizontal : plus on avance vers la droite, plus la surperformance des BPA est importante.
- Axe vertical : plus le facteur est élevé, plus sa surperformance est importante.
- Taille du cercle : plus le cercle est grand, plus le facteur est cher.
- Couleurs : rouge (taille), orange (value, growth), bleu (autres facteurs).

Obligations : optimisation de la quête de rendement sur fond de hausse des défauts

Compte tenu des taux d'intérêt qui devraient rester bas, la quête de rendement restera un thème central. Le point de départ semble plus attractif qu'en début 2020, car les spreads se sont creusés. Toutefois, la sélectivité reste primordiale, car les entreprises sont fragiles et les défauts sont en hausse.

Les taux d'intérêt resteront dans une fourchette étroite pour le reste de l'année

Nous pensons que la croissance restera faible à court et moyen terme, avec des pressions inflationnistes à la baisse. Les gouvernements des pays développés vont accumuler des déficits records pour faire face à la crise. Aux États-Unis, le ratio du déficit du budget fédéral au PIB pour les exercices 2020 et 2021 devrait atteindre son niveau le plus élevé depuis la Seconde Guerre mondiale, soit 18 % en 2020 (ou 3 700 milliards de dollars) et 9,8 % en 2021 (ou 2 100 milliards de dollars).

Nous pensons que cette offre gigantesque ne conduira pas à une correction importante des taux. Les banques centrales achètent des actifs à un rythme sans précédent, absorbant les nouveaux besoins de financement des gouvernements. Concrètement, les rendements des principales obligations souveraines sont désormais contrôlés par les banques centrales. La Fed a annoncé des achats illimités de titres du Trésor et de MBS et son président, Jerome Powell, a précisé que « la Fed continuera à exploiter pleinement les outils dont elle dispose jusqu'à ce que la crise soit passée et que la reprise économique soit bien engagée ».

Optimisme sur la dette périphérique en euros, en particulier celle de l'Italie

Le Covid-19 a accéléré la fragmentation économique préexistante de la zone euro. La France, l'Italie et l'Espagne ont été durement touchées par la pandémie. La hausse continue de la dette combinée au recul du PIB poussera leur ratio dette/PIB à la hausse (Italie : 159 % en 2020, France : 117 % et Espagne : 116 %). Or, ces pays disposent d'une marge de manœuvre budgétaire moindre pour se lancer dans des politiques d'investissement de relance de la croissance.

Parallèlement, la BCE s'efforce de réduire la fragmentation financière et de prévenir l'élargissement des spreads périphériques. Déterminée à assurer la transmission de la politique monétaire à tous les pays de la zone euro, elle est disposée à en faire plus. En mars, pour faire face à la crise du Covid-19, elle a lancé le Programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP), un programme flexible en termes de maturité et de composition, tant au niveau des classes d'actifs que des juridictions. La mise en place d'une politique budgétaire et de dépenses publiques communes à l'échelle de l'UE constitue une étape importante pour rendre le projet européen et l'euro plus résistants.

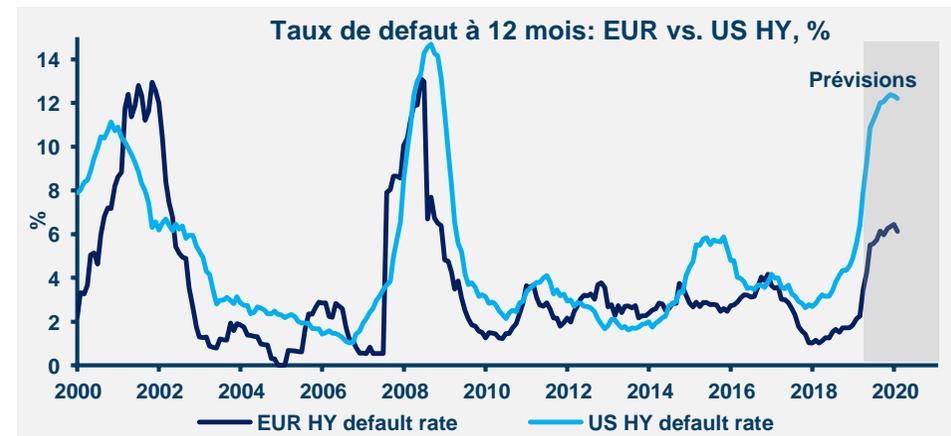
Les émetteurs notés IG et BB resteront privilégiés dans un contexte de reprise lente, avec des taux d'intérêt bas et des défauts en hausse.

Nous restons optimistes en ce qui concerne les obligations IG :

- Les principales banques centrales soutiendront directement les émetteurs IG par le biais de leurs programmes d'achat pendant une période prolongée.
- Les entreprises IG accroissent leurs réserves de liquidités. Le marché primaire a fait preuve de dynamisme, avec d'importantes émissions obligataires de la part des émetteurs IG.
- Les conditions de financement devraient rester accommodantes pour les émetteurs IG, qui bénéficient d'une forte demande de la part des investisseurs, car ces obligations offrent de belles opportunités d'investissement dans un contexte de rendements faibles et de défauts en hausse.

Nous sommes prudents vis-à-vis du HY et privilégions les émetteurs notés BB :

- L'activité a repris sur le marché primaire du HY américain avec des émetteurs BB dynamiques depuis que la Fed a décidé d'inclure les « anges déchus » et les ETF HY dans ses programmes d'achat. La BCE pourrait lui emboîter le pas.
- Nous anticipons une hausse des défauts parmi les émetteurs HY moins bien notés. L'impact réel de la crise actuelle est difficile à évaluer en raison des multiples dispositifs de tolérance proposés aux emprunteurs. Les entreprises recourent également à leurs lignes de crédit existantes. Cependant, les conditions de financement devraient se durcir lorsque les garanties d'État prendront fin.
- Le marché n'a pas intégré un scénario de défaut au-delà de 10 % pour le marché du HY américain.



Source : Moody's, Amundi Research. Données au dimanche 31 mai 2020.

Marchés émergents : les obligations attractives dans la quête de revenus

Dans la seconde moitié de 2020, les marchés émergents effectueront leurs premiers pas vers la reprise dans l'après Covid-19. Nous restons sur la défensive à l'égard des actions émergentes où nous privilégions les dividendes et les marchés intérieurs, sans perdre de vue le principe du « premier entré, premier sorti ». La dette émergente bénéficiera de l'orientation accommodante des politiques monétaires des principales banques centrales de la région.

Surmonter un double choc (Covid-19 et pétrole)

Les perspectives positives pour 2020 ont été compromises par la propagation du Covid-19 dans le monde et la récession économique mondiale qui s'en est suivie. Les révisions à la baisse des projections de croissance se poursuivent, bien que de nombreux pays soient en train d'assouplir leurs mesures de confinement et que les autorités aient mis en place des politiques de soutien d'une portée sans précédent. Les politiques monétaires restent le principal moteur des *policy mix* actuels, tandis que les politiques budgétaires deviennent de plus en plus expansionnistes, malgré des disparités entre pays émergents. Les prix extrêmement bas du pétrole ont provoqué un deuxième choc inattendu. Le pétrole converge désormais vers notre estimation de sa juste valeur, à savoir 30 à 40 \$/baril pour le WTI, tout en restant nettement inférieur à ce que nous avons anticipé dans nos perspectives pour 2020. Ces facteurs entraînent une forte vague de dégradations et de révisions à la baisse des perspectives de la part des principales agences de notation, dans un contexte de graves récessions, d'interventions politiques agressives là où la marge de manœuvre est réduite et de faibles prix du pétrole (pour les pays fortement dépendants de la production pétrolière et disposant de marges de sécurité insuffisantes).

Actions émergentes : priorité à la reprise

Les pays émergents sont généralement en retard par rapport aux pays développés sur la courbe de propagation du Covid-19. Leurs marchés actions sont toujours déterminés par l'actualité relative aux succès de la lutte contre le virus. Dans bon nombre de cas, la reprise est encore lointaine. **Prises dans leur ensemble les valorisations sont essentiellement neutres, mais de nombreuses disparités subsistent entre pays.** Les bénéfices réalisés se sont dégradés tout au long de 2019 et au premier trimestre 2020. Ils sont actuellement à environ -14 % en glissement annuel, en raison de l'impact négatif des mesures de confinement sur les données du premier trimestre 2020. En outre, la propagation du Covid-19 a neutralisé la tendance haussière des révisions en début d'année, provoquant un autre effondrement en territoire très négatif. Les prévisions internes relatives aux BPA du MSCI EM (en USD) font état d'une baisse pour le second semestre 2020 (d'environ -30 % par rapport à l'année précédente) et d'une reprise progressive en 2021, conformément à notre scénario pour le commerce mondial et les exportations des pays émergents. Un tel scénario est compatible avec la contraction en cours et certains signaux de reprise au cours du second semestre de 2020. **Nous restons prudents dans l'immédiat, mais des opportunités pourraient se présenter à plus long terme.** En ce qui concerne les styles, nous privilégions **les valorisations et les dividendes**, dans la mesure où ils peuvent servir de couverture durant les phases de contraction et de reprise. Nous apprécions certains pays peu onéreux de la zone EMEA (comme la Pologne) qui présentent de bonnes perspectives en termes de rendement en dividendes et où les investisseurs sont peu présents.

En Asie, **nous préférons les actions A chinoises**, qui devraient bénéficier de politiques de soutien, et certains pays asiatiques tournés vers leur marché intérieur qui présentent de bons fondamentaux et qui, pour la plupart, ont été pénalisés au cours du premier semestre 2020, comme, par exemple l'Indonésie.

Obligations émergentes : opportunités de rendement attractif

Nous envisageons toujours les obligations émergentes avec optimisme, qu'elles soient libellées en monnaie locale ou en devise forte :

- **Les obligations émergentes en devises fortes** disposent d'une marge de reprise. Malgré un resserrement important du **spread de l'indice EMBI diversifié** depuis son pic de la mi-mars, **nous anticipons un resserrement supplémentaire. Nous visons les 450 points de base dans les six à neuf prochains mois.** Nous voyons encore davantage de potentiel sur le segment HY, où les valorisations sont plus attractives. Les émetteurs IG sont chers à ce stade et le soutien offert par la vigueur du dollar devrait se maintenir à court terme. Les émissions devraient rester dynamiques, car les besoins de financement sont élevés. Le risque de défaut souverain doit être surveillé de près.
- **Obligations d'entreprises émergentes** : le taux de défaut de la dette HY d'entreprises émergentes, telle que mesurée par l'indice ICE BofA HY Emerging Markets Corporate Plus, a légèrement augmenté, mais reste maîtrisé (près de 2 % en Asie et 1,6 % en Amérique latine). **Le taux de défaut attendu dans les six prochains mois est plus élevé, mais reste limité** à environ 5 % et se concentre principalement en Amérique latine et en Asie.
- **Obligations émergentes en devises locales** : nous sommes constructifs à l'égard de cette classe d'actifs, car les rendements réels devraient encore baisser, tout en restant plus attractifs que les rendements des marchés développés.
- **Devises émergentes volatiles** : les banques centrales des pays émergents ont considérablement assoupli les conditions monétaires pour soutenir leurs économies chancelantes. Le portage de plus en plus réduit pourrait compliquer la défense des monnaies. Pour autant, les devises émergentes représentent la classe d'actifs offrant le meilleur potentiel de croissance grâce à leurs valorisations bon marché. Les devises émergentes resteront volatiles. Dans l'ensemble, nous tablons sur une contribution positive des monnaies émergentes à la performance totale de la dette émergente en devises locales, telle que mesurée par l'indice JP Morgan GBI weighted.

La dette émergente reste un secteur clé pour les investisseurs en quête de revenu. Les actions offrent également quelques opportunités, notamment en Chine et dans d'autres pays portés par leur marché intérieur, ainsi que dans certaines zones défensives.

Matières premières : perspectives positives sur fond de dégel de l'économie mondiale

Les perspectives sont modérément positives pour les matières premières, sous réserve d'un rebond de l'économie mondiale. Le WTI devrait fluctuer entre 30 et 40 \$/baril, tandis que la souplesse des banques centrales et les taux réels bas soutiendront l'or.

Pétrole : le choc sans précédent causé par la surabondance de l'offre s'atténue progressivement, grâce à l'assouplissement des mesures de confinement

L'accord conclu dernièrement entre les pays de l'OPEP+ et l'engagement des producteurs du G20 à réduire leur production permettront de soutenir le WTI dans une fourchette de 30 à 40 dollars/baril jusqu'à la fin de l'année, quand, selon nos prévisions, la demande mondiale devrait s'être quelque peu redressée.

La chute de la demande mondiale en avril, à cause du gel de l'économie mondiale, fut considérable (elle est estimée à 28 millions de barils/jour). Certains signes de reprise se sont manifestés par la suite durant les premières semaines de mai, compte tenu de la demande implicite des États-Unis et environ 50 % du choc d'avril fut absorbé au cours des trois dernières semaines. **Nous tablons sur une reprise de la demande mondiale au cours du second semestre de l'année, qui devrait ramener la baisse globale de la demande à 8 millions de barils/jour d'ici fin 2020.**

L'OPEP+ et les États-Unis ont conclu un accord prévoyant une baisse de production qui devrait réduire le problème de surproduction au cours des prochains mois (l'essentiel de la baisse de production annoncée de 10 millions de barils/jour est déjà effective). Le rebond du pétrole observé récemment reflète les ajustements en cours et son niveau actuel est cohérent avec notre objectif de fin d'année : 30 à 40 \$/baril pour le WTI et 35 à 45 \$/baril pour le Brent. Nous estimons que l'essentiel du risque porte sur la demande plutôt que sur l'offre, notamment en cas de deuxième vague épidémique et de reconfinement.

Les métaux de base devraient rebondir au rythme de la croissance chinoise et du rebond des indices PMI au second semestre 2020

La pandémie a amené une nouvelle année noire pour les métaux de base, dont la reprise, amorcée en fin 2019 - début 2020, a rapidement été étouffée. En effet, l'évolution de la classe d'actifs est fortement conditionnée par les tensions géopolitiques entre la Chine et les États-Unis et dépend d'une reprise préalable du commerce mondial et de l'activité économique asiatique pour rebondir à son tour.

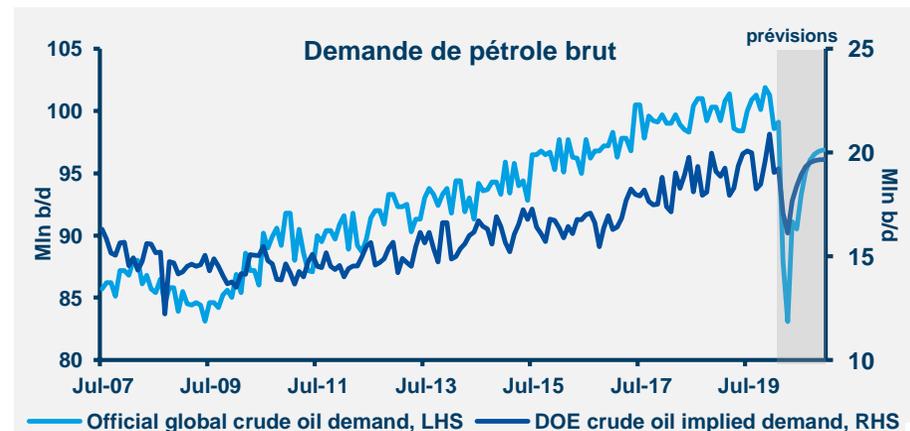
L'aluminium et le cuivre ont le plus souffert du gel de l'activité économique et des problèmes d'excédents d'offre, bien que la situation soit progressivement en voie d'amélioration et que leur stockage soit moins complexe que celui du pétrole. **La restauration de la confiance des entreprises du secteur manufacturier devrait favoriser une reprise**, notamment au second semestre.

Les principaux risques portent davantage sur les tendances macroéconomiques que sur l'évolution de la situation financière et notamment celle du dollar et des taux d'intérêt.

La souplesse des banques centrales et l'incertitude économique sont favorables à l'or

L'or est sans conteste la matière première la plus susceptible de tirer avantage des incertitudes et de la fragilité de l'environnement économique actuel. Il a bénéficié du virage spectaculaire des politiques monétaires des banques centrales durant la pandémie.

Les injections massives de liquidités dans le système financier par les banques centrales ont donné lieu à une hausse des besoins de couverture et l'or est perçu comme le dernier recours en cas de défaillance de la banque centrale. Les taux d'intérêt resteront bas et le dollar devrait se déprécier légèrement. **Toutes les variables qui soutiennent l'appréciation de l'or perdureront au second semestre 2020.**



Source : analyse d'Amundi Research, Bloomberg, ministère de l'Énergie des États-Unis (Department of Energy - DoE). Données au lundi 8 juin 2020. Note méthodologique : les prévisions relatives à la demande mensuelle de pétrole brut sont obtenues en interpolant les données mensuelles sur la demande hebdomadaire implicite de pétrole brut (DoE) (demande implicite : stock total de pétrole brut (-1) - stock total de pétrole brut + pétrole brut importé + production totale des États-Unis).

Devises : le roi dollar bientôt détrôné

Tandis que la plupart des pays relâchent leurs mesures de confinement et que les banques centrales et les gouvernements se distinguent par leur réactivité, le dollar pourrait commencer à perdre du terrain à mesure que la fin de l'année approche. En effet, la baisse des taux américains et les prévisions de croissance mondiale ayant atteint leur point bas, les actifs américains deviennent moins attractifs. Sa trajectoire ne sera toutefois pas linéaire, car le tableau à court terme reste sombre et la liquidité ne se traduit pas nécessairement par une meilleure solvabilité.

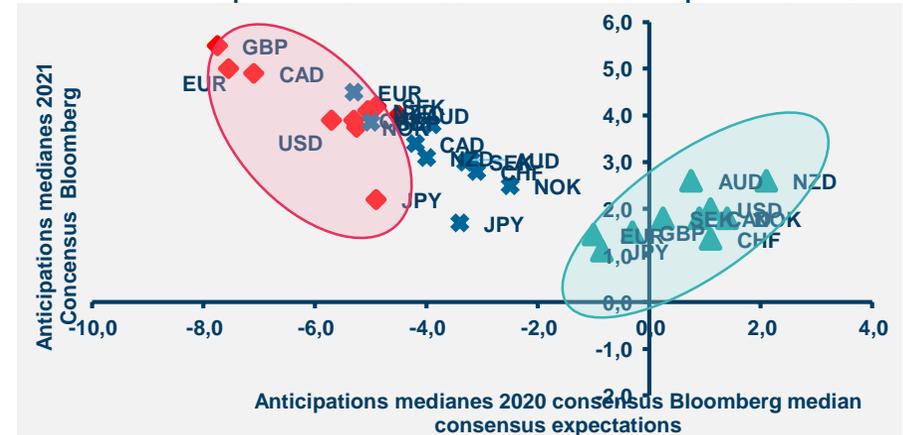
USD : sentiment et différentiel de taux avantageux pour les États-Unis, puis croissance et sentiment à nouveau

Le dollar américain fut sans conteste le grand gagnant sur le marché des devises au premier semestre 2020. Tandis que les interventions de la Fed supprimaient le soutien cyclique des taux plus élevés, le mouvement de fuite vers la qualité et les besoins de liquidités en dollars prirent le dessus, écartant la monnaie de sa juste valeur. La crise de Covid-19 aggrava une situation économique déjà fragile, qui mettait soulignait la résilience habituelle de l'économie américaine. Or, **les valorisations ne sont pas toujours fiables, surtout lorsque la croissance mondiale s'effondre et que la visibilité est faible**. Dans un tel contexte, le sentiment et les flux deviennent les principaux moteurs et, compte tenu de la préférence marquée pour la durée en dollars et les marchés à faible bêta (comme le S&P 500), il aurait été surprenant d'assister à une dépréciation substantielle du dollar.

À présent, les mesures de confinement sont en train d'être levées au niveau mondial et la détermination des banques centrales conjuguée à certaines initiatives ambitieuses au niveau national (fonds de relance de l'UE) stimule les perspectives de croissance. Selon les prévisions médianes de Bloomberg, une reprise mondiale est probable en 2021 et devrait permettre aux valorisations de repartir sur de bonnes bases. Il convient toutefois de noter que les attentes médianes sont toujours biaisées à la hausse. Il a ainsi fallu près de trois mois aux analystes pour réaliser à quel point l'année 2020 aurait pu être mauvaise (voir le passage des triangles verts en mars aux diamants rouges en mai dans le graphique ci-contre) et les prévisions tablent sur un rattrapage presque intégral de la perte économique de 2020 au cours de l'année prochaine. Ainsi, ce que les analystes ont retiré de leurs prévisions pour 2020 semble correspondre à leur révision à la hausse pour 2021. L'optimisme est un biais comportemental bien connu des acteurs du marché et le sentiment a déjà évolué en conséquence. Jusqu'à présent, le « put » des banques centrales a constitué un catalyseur de rebond probant pour les actifs risqués. Les devises, en revanche, ont besoin de temps pour absorber le choc, notamment en ce qui concerne les conditions financières, qui se sont assouplies, mais restent fragiles et dépendent de la capacité des entreprises à se maintenir à flot dans un environnement où les flux de trésorerie anticipés sont plus faibles. Les banques disposent de liquidités abondantes (les spreads TED, LIBOR-OIS sont revenus à leurs niveaux habituels), l'on ignore toutefois si elles transmettront ces liquidités au système le niveau de risque étant désormais bien plus élevé qu'avant la crise du Covid-19. **Nous nous attendons à ce que la volatilité reste élevée tout au long de l'été avant de converger vers des justes valeurs à partir du troisième trimestre 2020.**

- Devises du G3.** Le projet de fonds de relance pourrait changer la donne pour l'euro, du moins jusqu'à ce que les actifs de la zone euro deviennent plus séduisants pour les investisseurs internationaux. Même si les risques extrêmes sont moins élevés, nous estimons que les prévisions de croissance sont encore trop optimistes et que le soutien cyclique à court terme fait encore défaut. Pour le moment, nous adoptons ce point de vue face à la livre britannique plutôt que face au dollar américain ou au franc suisse. En effet, parmi les pays du G10, le Royaume-Uni est celui qui est le plus fortement affecté sur le plan économique et le risque lié au Brexit ne peut qu'aggraver cette situation à court terme. Le yen japonais, au contraire, est le gagnant, car il est sous-évalué et son statut de valeur refuge lui apporte un soutien supplémentaire lorsque les prévisions de croissance sont négatives. Bien que nous considérions qu'il soit plus fort par rapport au dollar, ses caractéristiques de couverture peuvent être maximisées lorsqu'il est opposé à la livre sterling. Des surprises négatives sont nécessaires pour que l'EUR-JPY baisse à court terme.
- Devises nordiques, AUD, NZD et CAD :** ces devises comptent parmi les plus sous-évaluées du G10, car elles sont procycliques et tributaires des matières premières. Elles devraient enregistrer de belles performances sur un horizon de 12 mois. Nous estimons qu'en 2020, l'AUD et la NOK seront des gagnants relatifs, tandis que la SEK et le NZD pourraient souffrir d'anticipations trop accommodantes quant aux principaux taux directeurs.

Évolution des prévisions de croissance du PIB réel depuis mars 2020



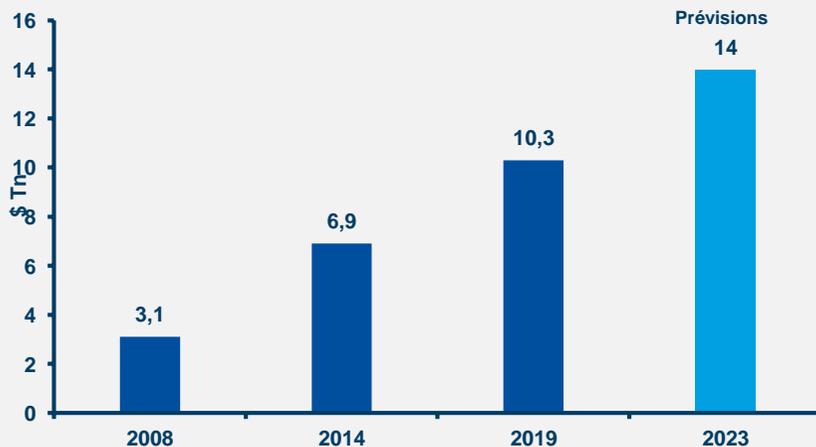
Source : Amundi Research, données Bloomberg, au vendredi 29 mai 2020. Triangles verts : 31 mars, carrés bleus : 30 avril, diamants rouges : 29 mai.

L'appétit pour les marchés non cotés européens devrait renaître lorsque les valorisations se stabiliseront...

Malgré un certain nombre de difficultés à court terme, nous pensons que la demande pour les actifs non cotés devrait se redresser à mesure que les conditions de marché se stabiliseront et que l'économie entrera dans une phase de reprise. La crise offre une fenêtre d'opportunité aux investisseurs qui sont en mesure de surmonter les contraintes de liquidité, car la réévaluation des actifs privés devrait se traduire par des valorisations attractives.

L'incertitude suscitée par la crise du Covid-19 entraînera un ralentissement des transactions sur les marchés non cotés. Au cours des prochains mois, nous nous attendons à voir les fonds lancer des appels de capitaux pour soutenir les entreprises qu'elles détiennent en portefeuille. **Les transactions devraient reprendre une fois que les valorisations se seront stabilisées**, en effet, les valorisations du premier trimestre ont été établies alors que les marchés cotés étaient au plus bas et que la visibilité quant à l'impact à long terme de la crise était encore limitée. Ces valorisations doivent désormais être affinées en fonction des *business plans* révisés des entreprises. **Nous pensons que, lorsque les marchés reprendront, l'appétit des investisseurs pour les actifs réels et alternatifs sera marqué, et ce, pour trois raisons.** Premièrement, parce que c'était déjà le cas l'année dernière alors que les valorisations étaient plus élevées. Ensuite, parce que la plupart des investisseurs considèrent que l'exposition aux marchés non cotés doit se construire avec des apports réguliers, indépendamment des conditions de marché. Troisièmement, parce que l'expérience de la crise financière de 2008 a montré que les millésimes d'après-crise sont les mieux placés pour offrir des performances supérieures par rapport aux autres phases du cycle économique.

L'encours des actifs alternatifs sous gestion devrait atteindre 14 000 milliards de dollars d'ici 2023.



Source : Preqin Pro, Amundi. Données au vendredi 19 juin 2020.

Dettes non cotées : se positionner au sommet de la structure du capital

Avant la crise du Covid-19, le marché de la dette non cotée était florissant, avec une forte croissance de ses encours tant au niveau mondial qu'euro-péen. Les actifs européens avaient atteint un record de 221 milliards d'euros, soit plus de sept fois le niveau observé lors de la crise financière de 2008. Même si nous manquons encore de visibilité sur les performances futures, les transactions financées par de la dette non cotée devraient rester relativement discrètes à court terme et les valorisations devraient se rééquilibrer à moyen terme. Après la crise de 2008, la dette non cotée avait enregistré un rebond marqué et rapide. Bien sûr, la crise du Covid-19 est de nature très différente (crise sanitaire vs crise financière). Elle pourrait néanmoins offrir une nouvelle opportunité de développement exceptionnel pour la dette non cotée, car, même si c'est pour des raisons différentes, les deux crises ont créé un besoin de financement des entreprises très significatif, qui dépasse largement ce que les banques peuvent proposer. En ce qui concerne le cycle du crédit, bien des choses avaient été dites avant le début de la crise du coronavirus sur la fin imminente du cycle, et à présent, on entend beaucoup parler d'une bifurcation du marché vers un cycle « distressed ». Selon nous, la véritable question n'est pas là. Ce qui est important, c'est que **les investisseurs pourraient n'avoir que deux moyens judicieux d'investir en dette non cotée**. Le premier, bien entendu, consiste à saisir les opportunités à court terme qui se présentent sur les segments dette distressed/situations spéciales. Le second, qui paraît plus stable et s'inscrit dans une perspective de long terme, consiste à **positionner les portefeuilles de dette non cotée au sommet de la structure du capital, ce qui offre des rendements corrigés du risque très attractifs**. En définitive, la dette non cotée devrait prouver sa résilience et la valeur ajoutée considérable que ce segment apporte aux portefeuilles institutionnels devrait devenir manifeste, avec ses avantages traditionnels (diversification, primes alternatives, moindre volatilité, corrélation relativement faible, etc.) et ses options intégrées grâce à des conditions générales rigoureuses pour la restructuration (prix, modalités) et/ou la sortie des crédits privés.

Un moment propice pour investir en capital-investissement

Comme ce fut le cas lors d'autres crises récentes, le Covid-19 génère un éventail d'opportunités considérable pour les investisseurs en capital-investissement, et ce pour trois grandes raisons. Premièrement, nous devrions assister à un **tassement des multiples d'acquisition, créant des points d'entrée à faible valorisation** dans des entreprises solides et attractives. Ce phénomène de tassement est déjà manifeste et devrait se poursuivre. Sur le marché européen, après la crise de l'euro en 2011 une baisse de 25 % a été constatée et après la crise financière de 2008 la baisse fut de 38 %. Après la reprise économique, les investisseurs en capital-investissement pourront sortir des entreprises en effectuant des arbitrages positifs sur les multiples, ce qui augmentera la performance de leurs investissements.

... et à mesure que la quête de revenu et de diversification des investisseurs s'intensifiera

La crise du Covid-19 accentue l'impératif de sélectivité sur les marchés privés, car les répercussions de la crise varieront considérablement selon les segments, les types d'entreprises et la qualité des actifs.

Une deuxième raison est que **certaines entreprises sortiront affaiblies de la crise et n'auront pas d'autre choix que de se faire racheter**. Les opérations de consolidation devraient donc se multiplier dans la plupart des secteurs. Les entreprises appuyées par les fonds de capital-investissement devraient profiter plus que les autres de la création d'opportunités, et les performances des fonds de capital-investissement devraient s'en trouver renforcées. La troisième raison est que de nombreuses entreprises privées auront eu un recours accru à l'endettement durant le creux du cycle. Ces **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 d'entre elles, en particulier les entreprises de taille moyenne (PME), devront faire appel à des financements privés et, par conséquent, au capital-investissement.

Immobilier : des fondamentaux défensifs solides

Dans le contexte inédit et évolutif de la crise du Covid-19, l'immobilier devrait connaître de sérieuses difficultés économiques à court terme, avec une certaine pression haussière sur les rendements, notamment pour les segments et les emplacements immobiliers réputés moins résistants. Néanmoins, **l'immobilier devrait s'avérer résilient à plus long terme, compte tenu de ses caractéristiques défensives, notamment sa capacité à limiter la volatilité et à diversifier les portefeuilles**. La visibilité élevée des flux de trésorerie locatifs, en particulier pour les biens faisant l'objet de baux à long terme, est un atout pour les investisseurs institutionnels. En outre, les taux d'intérêt toujours bas ont créé une prime importante par rapport à la plupart des instruments obligataires. Enfin, si la crise actuelle devait entraîner une hausse de l'inflation, l'immobilier pourrait se révéler être une bonne couverture, car, dans la plupart des régions et des sous-catégories d'actifs, les loyers sont indexés.

La dynamique positive de cette classe d'actifs est portée par une évolution en profondeur de la société et de la démographie et notamment par l'attention croissante accordée au changement climatique, aux « pratiques de travail intelligentes » et au bien-être dans les bureaux, à l'essor du commerce électronique dans le commerce de détail et la logistique, ainsi qu'à l'importance des chaînes d'approvisionnement et des sites. Certaines de ces tendances, antérieures à la crise, pourraient se trouver renforcées par celle-ci et leur impact positif sur les marchés immobiliers devrait résister aux conséquences néfastes de la pandémie dans les mois à venir.

Bien sûr, l'incertitude demeure quant à l'impact de la crise du Covid-19 sur l'économie et les marchés financiers comme sur les marchés de l'immobilier. Cela dit, les fondamentaux de l'investissement immobilier sont solides et pourront amener les investisseurs à saisir les opportunités liées aux tendances en forte croissance des bureaux, du commerce de détail, de la logistique ou de l'ESG.

Infrastructure : un segment attractif pour les investisseurs

Durant la crise du Covid-19, l'infrastructure a été très appréciée pour sa **capacité à résister aux turbulences du marché**. En dépit d'une baisse à court terme des levées de fonds et dans une perspective de long terme, **les investisseurs semblent plus attirés que jamais par l'infrastructure et prévoient toujours de renforcer leur exposition à ce segment**.

Toutefois, tant que l'impact de la crise actuelle n'aura pas été pleinement évalué, les valorisations ne pourront être établies de manière fiable, ce qui explique le ralentissement important du rythme des transactions à ce jour. Dans un avenir proche, **nous pensons que les actifs Core/Core+ offriront une prime**, mais que les investisseurs resteront très prudents vis-à-vis des actifs « Greenfield » (investissements directs internationaux entièrement nouveaux), les projets d'énergies renouvelables entièrement réglementés étant une exception. On note également un retour du débat sur le bien-fondé d'une approche de rendement en espèces à long terme sur ce segment, par opposition au style d'investissement plus traditionnel du capital-investissement.



Pour en savoir plus sur l'immobilier commercial européen :

[Covid-19: difficultés à court terme, opportunités à long terme pour l'immobilier commercial européen](#)

Gestion diversifiée : jouer un rebond des actifs risqués tactiques

Notre scénario central est celui du dégel de l'économie mondiale, c'est pourquoi le thème de la croissance reste essentiel, bien que les enjeux en matière d'investissement soient différents par rapport à une reprise « normale ». Les investisseurs devront aborder cette nouvelle phase en recherchant le rendement sur l'ensemble du spectre des obligations d'entreprise à la fois dans les marchés développés et émergents, en privilégiant les obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations d'État et le thème de la cyclicité à travers les secteurs cycliques et les marchés émergents mondiaux (actions et obligations). Ils devront également rester exposés à l'or, et ce, pas uniquement à des fins de couverture.

Comment jouer le thème de la croissance dans un contexte de reprise « normale »

Une reprise économique intervient, en principe, après une récession, une récession étant une phase normale du cycle économique qui est nécessaire pour rééquilibrer les éventuelles distorsions de l'économie et des marchés financiers. Au cours de telles phases, les politiques monétaires se montrent généralement accommodantes afin d'éviter des dommages irréversibles aux conditions économiques et financières. Par conséquent, lors des reprises, les thèmes d'investissement sont naturellement liés à la croissance. Parmi ces thèmes on retrouve la quête de rendement, en raison des spreads élevés hérités de la récession, le haut rendement international offrant en principe les meilleures performances. Les obligations indexées sur l'inflation sont préférées aux obligations d'État en raison des anticipations de hausse de l'inflation à partir de niveaux présumés faibles. Un autre thème est celui de l'exposition limitée à la durée en raison des prévisions de normalisation de la politique monétaire. Généralement, les matières premières liées à la croissance (par exemple, les métaux de base) et les actions de croissance des marchés émergents, notamment d'Amérique latine, des secteurs cycliques sont privilégiées par rapport aux actions déprimées de style *value*.

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

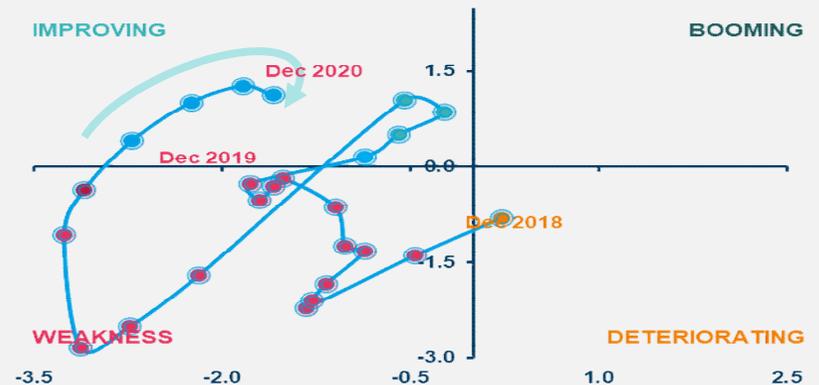
La grave récession résultant de la pandémie a conduit à une situation sans précédent. Le gel des activités économiques et les interdictions de déplacement ont provoqué un effondrement de la croissance et entraîné le recours à des dispositifs monétaires et budgétaires exceptionnels visant à sauvegarder les conditions économiques et financières plutôt que d'en faciliter la normalisation. **C'est pourquoi, même si le thème de la croissance reste pertinent, les répercussions en termes d'investissement sont quelque peu différentes.**

La quête de rendement est toujours d'actualité, mais il convient de jouer ce thème en restant bien diversifié en obligations émergentes et en équilibrant les obligations HY et IG. La préférence accordée aux obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations d'État reste également pertinente, car les incertitudes quant à la vigueur de la reprise ont donné lieu à des prévisions d'inflation extrêmement faibles. La normalisation des politiques monétaires sera très progressive, de sorte que **la durée pourrait constituer une couverture efficace à gérer de manière tactique.** Il est, pour cette même raison, préférable de jouer **le thème de la reprise cyclique à travers les secteurs cycliques**, plutôt qu'à travers les matières premières cycliques, et à travers les marchés émergents, **avec une préférence pour l'Asie et l'or**, ce métal précieux se comportant généralement bien en période de relance monétaire non conventionnelle.

Le tableau d'ensemble est modérément favorable aux actifs risqués, malgré certaines inquiétudes quant à la vigueur de la reprise et au poids de l'endettement des entreprises au niveau mondial.

L'absence de deuxième vague de pandémie et une réaccélération des bénéfices avec de faibles taux de défaut sont les principaux facteurs susceptibles de faire progresser les actifs risqués au cours du second semestre. La vulnérabilité des entreprises constitue le principal risque à surveiller.

La dynamique économique mondiale devrait rebondir au quatrième trimestre 2020, soutenant tactiquement les actifs risqués



L'indice 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 GA, 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 dimanche 31 mai 2020.

L'ESG au premier rang des préoccupations des investisseurs : le volet « S » pourrait sortir renforcé

Les récentes turbulences du marché confirment les conclusions de nos travaux de recherche récents qui démontrent la pertinence financière de l'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement. Le volet social a gagné en importance et nous pensons que cette tendance est appelée à perdurer dans un monde où les inégalités se creusent et où les entreprises assument une plus grande responsabilité vis-à-vis de leurs parties prenantes.

Le Covid-19 devrait, selon nous, accélérer une tendance déjà présente dans le monde de la gestion, à savoir, la pertinence des thématiques ESG et de durabilité dans les portefeuilles :

- **Les considérations sociales** figurent désormais au premier plan dans les décisions des entreprises en matière de santé et de protection des salariés, de télétravail ou de politiques de chômage. Les entreprises doivent non seulement être gérées dans l'intérêt des actionnaires, mais aussi dans l'intérêt d'un public plus large de parties prenantes, parmi lesquelles les employés, les clients, les fournisseurs et les gouvernements. Les entreprises qui négligent leurs responsabilités au sens large sont confrontées à un risque de réputation significatif à court terme et à des problèmes de fond à long terme, qui pourraient peser sur leurs performances financières. En outre, nous pensons que certaines **inégalités** préexistantes ont aggravé les effets du confinement sur les populations les plus vulnérables et à plus faible revenu. À l'avenir, la crise devrait encore aggraver les inégalités avec une massification du chômage (principale source d'inégalité) dans les marchés développés. Du point de vue de l'investissement, il y a un compromis entre inégalité des revenus et croissance économique. La hausse des inégalités affecte négativement la croissance du PIB. Par conséquent, les gouvernements et les entreprises devraient être incités à évaluer leurs politiques afin de favoriser une répartition plus équitable des revenus et des richesses.
- **Environnement** : le coût des catastrophes naturelles est en hausse et certaines études universitaires font apparaître des liens étroits entre le déclenchement de pandémies, la déforestation et la destruction d'espèces animales. Ces deux derniers éléments contribuent à la transmission de maladies chez les animaux et des animaux à l'homme. Le changement climatique et les événements extrêmes entraînent également une migration des animaux qui provoque la transmission des maladies.

Si le volet **environnement** occupait déjà une place centrale chez les investisseurs avant la crise, le volet **social**, en revanche, est appelé à gagner en importance en raison de la crise.

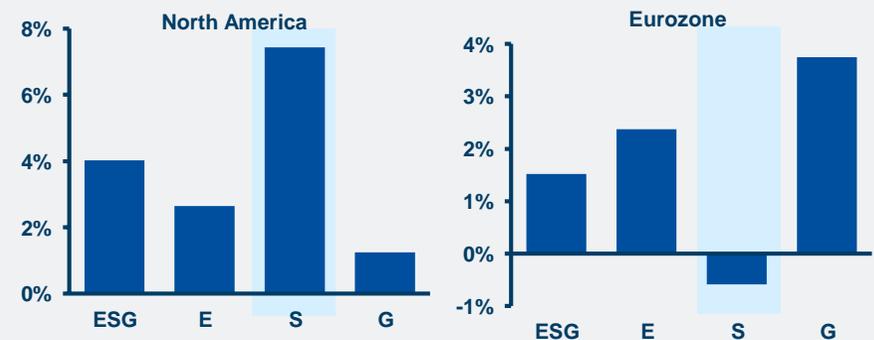
Le volet social devient important en Amérique du Nord

Nos recherches montrent que l'ESG revêt une importance financière croissante, dans la mesure où il est source de surperformance, tant sur les marchés actions que sur les marchés obligataires, avec toutefois une fracture croissante entre l'Europe et l'Amérique du Nord. De plus, alors que les volets *E* et *G* surperforment depuis 2014, le volet *S* a commencé à combler son retard à partir de 2016. La crise a mis en évidence certains aspects relativement nouveaux.

1. Le **volet S**, qui affichait un certain décalage par rapport aux autres volets en termes de contribution à la performance, **a rattrapé son retard pendant la crise**. Si la fracture transatlantique en matière d'ESG existe toujours, celle-ci a néanmoins adopté une nouvelle forme avec la surperformance du volet *S* en Amérique du Nord par rapport à la zone euro.
2. Il existe un **lien entre cette surperformance du volet S et l'aversion au risque des investisseurs** (une volatilité élevée devrait entraîner une plus grande aversion au risque). Au cours du premier trimestre 2020, la surperformance du *S* et la hausse de l'indice VIX ont suivi la même trajectoire, ce qui nous amène à conclure que la performance du *S* **a été entraînée** par l'aversion au risque des investisseurs durant les turbulences de marché liées au Covid-19.
3. **La préférence des investisseurs pour le S va au-delà de la quête de « qualité »**. La surperformance du volet *S* est une affaire de performance spécifique à chaque action, qui ne peut être rattachée à des performances factorielles traditionnelles. En fait, les investisseurs auraient recherché dans le volet *S* la capacité des entreprises nord-américaines à surmonter la crise et à préserver leurs effectifs, permettant par la suite un rebond de leur production.

Le monde de l'ESG est dynamique. La crise a libéré la dimension S. Nous pensons que cette tendance va perdurer et qu'elle est susceptible de créer de nouvelles opportunités pour les investisseurs.

ESG, E, S et G -meilleures stratégies longues et courtes, T1 2020



Source : Analyse d'Amundi Research, CEIC. Données au mardi 31 mars 2020. Performance d'un portefeuille illustratif d'actions long-short avec une position longue sur le premier quartile des actions Amundi ESG contre une position courte sur le cinquième quartile. À titre indicatif uniquement. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

Prévisions économiques

Croissance du PIB (en GA, %) et inflation (IPC en GA, %). Prévisions d'Amundi Research, au jeudi 18 juin 2020.

Prévisions macroéconomiques							Prévisions des taux directeurs des BC					
Pays / Régions	Croissance du PIB réel en GA, %			Inflation (IPC en GA, %)				9 juin 2020	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
	2019	2020	2021	2019	2020	2021						
États-Unis	2,3	(6,5) ; (4,5)	3,0 ; 4,0	1,8	1,0	1,2	États-Unis	0,13	0,00/0,25	0,11	0,00/0,25	0,08
Japon	1,2	(4,7) ; (4,1)	2,0 ; 2,6	0,7	0,1	0,5	Zone euro	-0,50	-0,50	-0,56	-0,50	-0,58
Zone euro	1,2	(10,0) ; (8,0)	4,5 ; 6,5	1,2	0,6	1,1	Japon	-0,05	-0,20	-0,10	-0,20	-0,12
Allemagne	0,6	(7,5) ; (5,5)	2,5 ; 3,5	1,5	0,7	1,2	UK	0,10	0,00	0,02	0,00	-0,01
France	1,2	(11,0) ; (9,0)	6,4 ; 8,4	1,3	0,6	1,1	Chine	3,85	3,65	3,65	3,65	3,65
Italie	0,3	(12,5) ; (10,0)	3,8 ; 5,8	0,7	0,1	1,0	Inde	4,00	3,75	3,60	3,75	3,60
Espagne	2,0	(13,5) ; (11,5)	6,5 ; 8,5	0,7	0,3	1,0	Brésil	3,00	2,50	2,25	2,50	2,50
UK	1,4	(9,0) ; (7,0)	3,0 ; 5,0	1,8	1,2	1,4	Mexique	5,50	4,75	4,30	4,75	4,15
Brésil	1,1	(6,4) ; (5,0)	(0,4) ; 0,6	3,7	2,7	3,6	Russie	5,50	4,50	4,75	4,50	4,85
Mexique	(0,1)	(8,1) ; (7,1)	(1,0) ; 0,0	3,6	3,0	3,5	Turquie	8,25	8,00	8,30	8,00	9,50
Russie	1,3	(6,0) ; (4,0)	2,5 ; 4,5	4,5	3,2	3,9	Afrique du Sud	3,75	3,25	3,40	3,25	3,50
Inde	5,3	(2,7) ; (1,3)	2,3 ; 3,6	3,7	5,8	4,9						
Indonésie	5,0	(1,1) ; (0,1)	3,5 ; 4,5	2,8	2,5	3,1						
Chine	6,2	1,4 ; 2,4	7,6 ; 8,2	2,9	2,4	1,9						
Afrique du Sud	0,2	(6,4) ; (5,4)	4,0 ; 5,0	4,6	4,0	5,0						
Turquie	0,8	(6,9) ; (5,9)	4,2 ; 5,2	16,2	10,5	9,8						
Pays développés	1,7	(7,5) ; (5,9)	3,6 ; 4,8	1,5	0,7	1,1						
Pays émergents	4,1	(2,1) ; (0,9)	4,3 ; 5,2	4,0	3,5	3,4						
World	3,1	(4,3) ; (2,9)	4,0 ; 5,1	3,0	2,4	2,5						

Prévisions de marché

Rendements obligataires

Prévisions sur les taux à 2 ans

	9 juin 2020	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
États-Unis	0,22	0,25/0,50	0,27	0,25/0,50	0,32
Allemagne	-0,62	-0,70/-0,50	-0,64	-0,70/-0,50	-0,64
Japon	-0,14	-0,30/-0,20	-0,15	-0,30/-0,20	-0,15
UK	0,00	0,00/0,25	0,01	0,00/0,25	0,04

Prévisions sur les taux à 10 ans

	9 juin 2020	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
États-Unis	0,84	0,70/0,90	0,94	0,80/1,00	1,03
Allemagne	-0,32	-0,60/-0,40	-0,25	-0,50/-0,30	-0,20
Japon	0,02	-0,10/0,10	0,08	0,00/0,20	0,12
UK	0,33	0,20/0,40	0,39	0,30/0,50	0,45

Actions

Niveau indice MSCI	États-Unis	Europe	EMU	UK	Japon	Pacific ex-Japan	World	World AC
10 juin 2020	3 070	1 503	209	1 794	985	450	2 275	541
Fourchette basse	2 600	1 300	180	1 510	900	360	1 930	460
Fourchette haute	3 570	1 830	260	2 110	1 200	510	2 700	640

Taux de change

Prévisions sur les taux de change

	8 juin 2020	Amundi T3 2020	Consensus T3 2020	Amundi T1 2021	Consensus T1 2021
EUR/USD	1,13	1,09	1,11	1,15	1,15
USD/JPY	108	107	107	105	107
GBP/USD	1,27	1,18	1,24	1,34	1,29
USD/CHF	0,96	0,99	0,96	0,96	0,96
USD/NOK	9,26	9,83	9,87	8,54	9,43
USD/SEK	9,20	9,82	9,60	8,48	9,25
USD/CAD	1,34	1,40	1,37	1,29	1,34
AUD/USD	0,70	0,65	0,65	0,72	0,68
NZD/USD	0,66	0,60	0,61	0,64	0,64
USD/CNY	7,07	7,15	7,07	6,95	7,00

Prévisions sur les taux de change vs EUR

	8 juin 2020	Amundi T3 2020	Consensus T3 2020	Amundi T1 2021	Consensus T1 2021
EUR/USD	1,13	1,09	1,11	1,15	1,15
EUR/JPY	122	116	118	121	121
EUR/GBP	0,89	0,92	0,89	0,86	0,88
EUR/CHF	1,08	1,07	1,07	1,11	1,09
EUR/NOK	10,46	10,67	10,90	9,86	10,58
EUR/SEK	10,39	10,66	10,60	9,80	10,47
EUR/CAD	1,51	1,52	1,52	1,49	1,53
EUR/AUD	1,61	1,66	1,71	1,59	1,68
EUR/NZD	1,72	1,82	1,82	1,80	1,78
EUR/CNY	7,99	7,76	7,85	8,03	7,98

Définitions

- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure qui équivaut à 1 centième de 1 %, soit 0,01 %.
- **CARES act** : le Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act est une loi américaine destinée à faire face aux répercussions économiques de la pandémie de Covid-19.
- **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).
- **CPTPP** : le Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership est un accord de libre-échange entre le Canada et dix autres pays de la région Asie-Pacifique.
- **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.
- **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.
- **Marchés des changes** : désignent les marchés sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **GOP** : Grand Old Party, le parti politique républicain des États-Unis.
- **Spread LIBOR-OIS** : mesure l'écart entre les taux LIBOR et OIS. L'écart entre ces deux taux est considéré comme une mesure de la santé du système bancaire. Il constitue une mesure importante du risque et de la liquidité des marchés monétaires.
- **MBS, CMBS, ABS** : titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), titres adossés à l'immobilier commercial (CMBS), titres adossés à des actifs (ABS)
- **MOVE** (acronyme de Merrill Lynch Option Volatility Estimate) estime la volatilité des emprunts d'État américains.
- **RCEP** : le Regional Comprehensive Economic Partnership est un accord de libre-échange entre 16 pays de la zone Asie-Pacifique.
- **TED spread** : le TED spread équivaut à l'écart entre le bon du Trésor américain à trois mois et le LIBOR à trois mois exprimé en dollars américains.
- **USMCA** : ALÉNA 2.0 ou United States-Mexico-Canada Agreement.
- **VIX** : indice de volatilité du CBOE. L'indice VIX est une mesure des 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

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs
BRARD Éric, Directeur des Métiers Taux et Crédit
ELMGREEN Kasper, Responsable Actions
GERMANO Matteo, Responsable de la Gestion diversifiée
SYZDYKOV Yerlan, Responsable mondial des marchés émergents
TAUBES Kenneth J., Directeur des Investissements US
TROTTIER Laurent, Responsable Monde ETF, Gestion indiciaire et Smart bêta

Équipe Investment Insights

BERTINO Claudia, Responsable IIU
FIOROT Laura, Responsable adjoint IIU
PANELLI Francesca, Expert IIU
DHINGRA Ujjwal, Expert IIU

Équipe de Recherche

AINOUZ Valentine, Responsable adjoint de la Recherche stratégique MD
BERARDI Alessia, Responsable de la Recherche macro ME et stratégie
BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche taux & devises
BELLAICHE Mickael, Stratégiste Gestion obligataire
BLANCHET Pierre, Responsable Stratégie et Recherche
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views
CESARINI Federico, Stratégiste Gestion diversifiée
DEFEND Monica, Responsable de la Recherche monde
DELBÒ Debora, Stratégiste senior, ME monde
GEORGES Delphine, Stratégiste Gestion obligataire
HERVE Karine, Économiste senior, ME
HUANG Claire, Stratégiste macro ME
LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset
MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie actions, Responsable adjoint de la Stratégie
PERRIER Tristan, Analyste Global Views
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche diversifiée
RONCALLI Thierry, Responsable de la Recherche quantitative
SEKINE Takaya, Responsable déléguée de la Recherche quantitative
UPADHYAYA Pares, Responsable de la Stratégie devises, États-Unis
USARDI Annalisa, Économiste senior
VANIN Gregorio, Économiste junior
VARTANESYAN Sosi, Économiste senior
WANE Ibra, Stratégiste Actions senior

Directeurs de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

Informations importantes

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.msclub.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 l'autorisant 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. Si vous pensez que nous détenons des informations incorrectes sur vous, vous pouvez nous contacter à l'adresse 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.

Crédits photos : iStock, Getty Images - metamorworks ; blackdovfx

Venez découvrir Amundi Investment Insights en visitant
research-center.amundi.com

