

CROSS ASSET Investment Strategy

10

Octobre
2020

Mensuel

VUES DES CIO

Des marchés à la croisée
des chemins, des opportunités
dans les divergences

LE THÈME DU MOIS

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

#10 - octobre 2020

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Des marchés à la croisée des chemins, des opportunités dans les divergences p. 3

Ces derniers mois, les investisseurs ont été confrontés à un regain de volatilité sur les marchés actions ainsi qu'aux premiers signes d'un recul de l'extrême complaisance des marchés. Cela entraîne quelques divergences importantes - notamment la déconnexion des marchés à l'égard de la réalité économique - qui incitent les investisseurs à faire preuve de prudence sans toutefois basculer dans l'aversion au risque. L'ensemble des investisseurs devrait donc garder un œil attentif vis-à-vis des entreprises qui éprouveront des difficultés à faire face à la crise. Par ailleurs, l'écart de croissance entre la Chine et le reste du monde pourrait être une source d'opportunités intéressantes dans l'univers des actions et des obligations des marchés émergents.

Macro

La rotation du crédit vers les actions est en cours p. 5

Les investisseurs devraient envisager une rotation du crédit vers les actions, sans modifier le budget de risque, compte tenu des anticipations d'une croissance des bénéfices à deux chiffres et du potentiel limité d'un nouvel assouplissement des conditions financières.

Gestion diversifiée

Maintenir la protection du portefeuille, consolider la performance p. 7

Nous restons globalement neutres sur les actifs risqués, avec un positionnement prudent sur les actions américaines mais convergeant vers la neutralité en Europe. Le crédit, en particulier les obligations IG en euro, reste attractif pour des raisons de portage.

Marchés obligataires

Valeur relative et allocation sectorielle sont d'actualité p. 9

Nous pensons que les défauts devraient se concentrer sur les émetteurs HY les moins bien notés aux États-Unis (CCC et moins), en particulier dans les secteurs - énergie, distribution, tourisme - les plus touchés par la crise.

Actions

Viser l'équilibre des portefeuilles, éviter les segments onéreux p. 11

Si la crise a touché toutes les entreprises, la préparation a fait toute la différence. Celles dont les bilans sont solides ont surperformé et seront mieux à même de gérer cette reprise lente.

Thématiques

Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe *Global Views* à certaines des questions fréquemment posées par nos clients.

Impact du contexte monétaire et budgétaire actuel sur les marchés obligataires p. 16

L'économie mondiale a rapidement rebondi au cours de l'été après la pandémie de coronavirus. Durant cette phase de reprise, les banques centrales ont joué un rôle clé en fournissant massivement des crédits aux gouvernements et aux entreprises. Presque tous les gouvernements ont mis en œuvre des mesures de soutien et de relance budgétaire à grande échelle, y compris des garanties pour les prêts aux entreprises, afin de faire face à la crise sanitaire. En parallèle, les principales banques centrales ont acheté des quantités inédites de dette souveraine, ont soutenu le marché de la dette d'entreprise et ont fourni des liquidités bon marché aux banques (en ce qui concerne la BCE). Nous attendons désormais des gouvernements qu'ils déploient des mesures de relance. Quel en sera l'impact pour les marchés obligataires ?

L'écart de performances économiques entre la France et l'Allemagne va-t-il se réduire au cours des prochaines années? p. 20

Si les performances macroéconomiques de l'Allemagne ont été nettement meilleures que celles de la France au cours des vingt dernières années, la France a mené à bien de nombreuses réformes relevant d'une politique de l'offre depuis 2014. Pour l'heure, la crise du Covid ne fait que creuser davantage l'écart franco-allemand. Cependant, l'effet différé des réformes françaises pourrait quand même contribuer à réduire cet écart à l'horizon de quelques années. Dans tous les cas, cependant, l'évolution des performances relatives des deux économies dépendra aussi de la façon dont elles sauront s'adapter aux grands défis sectoriels dits de la « disruption ».

Japon: continuité politique p. 26

Soucieux de consolider sa majorité par des élections anticipées, Yoshihide Suga s'engage à poursuivre la politique de son prédécesseur et laisse entendre que des mesures de relance budgétaire supplémentaires sont possibles. Au-delà de la politique intérieure, nous nous attendons à ce que les facteurs de risque externes et le positionnement des investisseurs jouent un rôle clé pour les actions japonaises et la devise du pays.

Le thème du mois

Contraction > Reprise > Fin de cycle: la boucle du cycle se confirme **Advanced Investment Phazer: évaluation top down** p. 28

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

Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 33
- > Principaux risques p. 35
- > Analyse cross asset :
Identification du point de retournement des marchés p. 37
- > Points clés de la Recherche p. 38
- > Allocation d'actifs Amundi p. 40

Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 42
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 44
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 46
- > Avertissement concernant nos prévisions p. 47
- > Publications récentes p. 48

CIO VIEWS

Des marchés à la croisée des chemins, des opportunités dans les divergences



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Depuis leur retour de vacances, les investisseurs sont confrontés à **une hausse de la volatilité sur les marchés actions et aux premiers signes d'une baisse de l'extrême complaisance des marchés au cours des derniers mois**. Après le pic estival, les grandes valeurs technologiques ont connu un recul et certaines tensions sont apparues sur le segment High Yield (HY) américain, les marchés Investment Grade (IG) étant restés plus ou moins stables au cours du mois écoulé. Le calme relatif sur le crédit et les bons du Trésor américain rassure sur le fait que le réajustement est principalement dû au repositionnement des investisseurs, et n'est pas lié à des tensions sur les marchés financiers.

Pour la stratégie d'investissement, cela signifie que les investisseurs doivent suivre l'évolution de certaines divergences clés que la phase de reprise post-Covid-19 a mise en évidence, afin de tirer parti des opportunités actuelles et d'être attentifs à d'éventuelles rotations à venir.

1. La première et la plus importante d'entre elles est la déconnexion des marchés par rapport à la réalité économique en raison de la politique de soutien extrême, qui a principalement généré des flux vers le secteur technologique et la recherche de duration, d'autant plus excessifs à mesure que l'été s'écoulait. Les banques centrales devraient rester accommodantes mais les marchés demanderont des assouplissements supplémentaires, ce qui n'arrivera que si les conditions se détériorent sensiblement. Une certaine volatilité est donc à prévoir cet automne, lorsque l'orientation de l'économie et surtout la pandémie seront réévaluées. **Les investisseurs devraient donc maintenir une position prudente (la normalisation de l'économie n'arrivera pas de sitôt), sans pour autant renoncer au risque.** En l'absence d'un catalyseur clair, il sera difficile d'assister à une nouvelle hausse des actifs risqués. Cela signifie que les investisseurs doivent privilégier la liquidité et la qualité, explorer les opportunités de valeur relative et rester attentifs aux bulles. En termes de duration, les investisseurs devraient être neutres.

2. La deuxième divergence que nous observons concerne le crédit. Après une première vague de ventes indiscriminées au début de la crise, le rebond qui a suivi a déclenché une dichotomie entre les entreprises de qualité qui seront en mesure de faire face à la crise et celles les plus en difficulté. Les craintes déflationnistes s'éloignant et les banques centrales restant très accommodantes, les rendements devraient rester sous pression. La recherche de rendement va donc se poursuivre, mais à ce stade du cycle, avec une possible hausse des défauts, nous réitérons l'importance d'être très sélectif et de ne pas transiger sur la qualité et la liquidité. En effet, si les facteurs techniques restent solides en raison du soutien des banques centrales, les fondamentaux sont toujours faibles. Des opportunités existent dans les obligations IG, les crédits titrisés et les dettes hybrides/subordonnées. Sur le HY, les investisseurs devraient être prudents sur les noms et secteurs à risque plus élevé (consommation, cycliques, financières).

3. Une divergence entre la Chine (et certains pays asiatiques) par rapport au reste du monde. Avec une incertitude toujours forte sur l'évolution du cycle en Europe et aux États-Unis, la Chine apparaît comme le moteur de la croissance. La vigueur récente des statistiques économiques chinoises souligne une reprise qui se poursuit, relayée par certains pays asiatiques (Corée, Taïwan). La vigueur de la Chine est à l'origine de l'appétit pour certaines obligations et actions émergentes, ainsi que pour les devises émergentes. Cette tendance s'est traduite par un raffermissement du yuan et par la surperformance des actions européennes qui affichent une forte exposition commerciale vers la Chine par rapport au reste des actions européennes. La nouvelle prépondérance des actifs chinois, ou des actifs exposés à la croissance chinoise, va probablement perdurer. La faiblesse relative du dollar soutient également certaines devises

Sentiment de risque global

Risk off Risk on

— | +

Une approche globalement prudente; explorer les dispersions et les divergences de marché pour bénéficier des opportunités de valeur relative

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Neutre sur les actions européennes mais maintien de la protection du portefeuille
- ▶ Faiblesse de la livre sterling dans un contexte de risque de no-deal Brexit

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

CIO VIEWS

émergentes, ce qui rend l'exposition aux obligations émergentes en devises locales plus attrayante; une certaine revalorisation a commencé.

4. L'ESG va continuer à prendre de l'importance, en particulier le facteur « S ». Les gouvernements devront faire face à la montée des inégalités et aux normes sociales divergentes dans la mesure où la baisse des recettes fiscales et le financement de périodes d'inactivité exacerbent les effets d'un lent rebond économique. Dans l'ensemble, la tendance croissante à l'adoption de normes « vertes », ainsi que de meilleures pratiques dans l'espace social, devraient profiter aux entreprises capables d'améliorer leur profil dans ce domaine, et les investisseurs devraient les récompenser.

En conclusion, les marchés anticipent un environnement durablement déflationniste et de taux bas, ainsi que la capacité des politiques monétaire et budgétaire de continuer à alimenter le « multiplicateur financier », ce qui entretient la dynamique positive des politiques de soutien. **Ce soutien génère une certaine dispersion des rendements qui offre des opportunités de valeur relative, que les investisseurs devraient jouer tant que le policy mix maintient les marchés dans un calme relatif.** Il faut toutefois s'attendre à ce que des rotations plus importantes proviennent d'une croissance plus forte que prévu, d'anticipations inflationnistes plus élevées ou d'une moindre dynamique des politiques de soutien (dérivée seconde), ce qui requiert une vigilance, en particulier dans les compartiments où les marchés sont extrêmement complaisants (univers des grandes valeurs technologiques à forte croissance).

MACRO

La rotation du crédit vers les actions est en cours



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



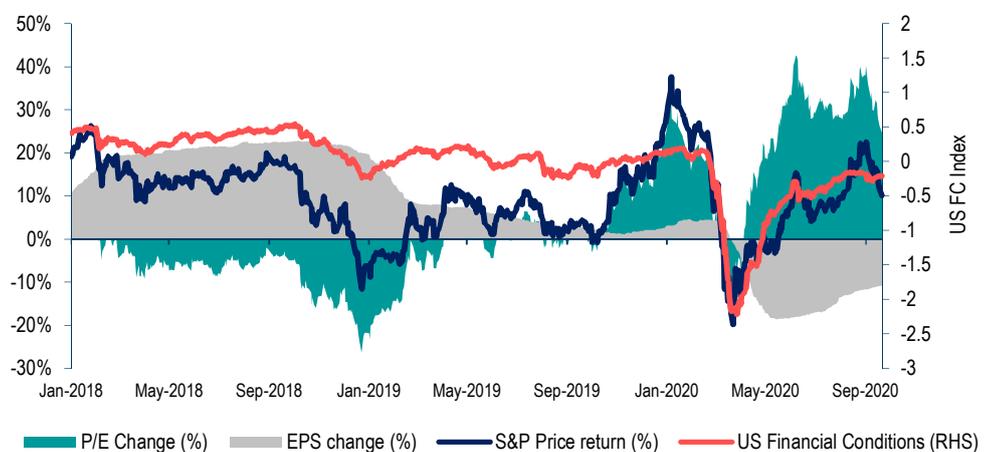
FEDERICO CESARINI
Stratège Cross Asset

Les investisseurs devraient envisager une rotation du crédit vers les actions, sans modifier le budget de risque, compte tenu des anticipations d'une croissance des bénéfices à deux chiffres et du potentiel limité d'un nouvel assouplissement des conditions financières.

Une transition vers un nouveau régime financier est en train de s'opérer, des perturbations peuvent se produire mais des politiques de stimulation seront mises en place afin d'atténuer les rechutes. Alors que le point bas est derrière nous, **les économies ne semblent pas se remettre en route suffisamment vite pour assurer une reprise rapide.** D'autre part, **les bénéfiques s'avèreront plus résilients et rapides à se redresser,** tandis que le tableau est plus diffus au sein du crédit. **Le temps est venu d'envisager une rotation du crédit (en commençant par les émetteurs HY faiblement notés) vers les actions (« value », qualité), tout en conservant son équilibre de budget de risque.** Après avoir réagi rapidement au choc économique de la Covid-19, les banques centrales (BC) ont confirmé leur rôle de prêteurs de dernier recours et ont étendu les mesures pour inclure le secteur privé non financier parmi les principaux bénéficiaires. Les outils conventionnels et non conventionnels ont suffi à restaurer la confiance dans les marchés et à compenser l'une des plus fortes contractions de l'activité économique. Avec une demande artificiellement élevée pour les produits de *spread*, les conditions financières se sont assouplies et se sont traduites

par une hausse des multiples, ce qui, à son tour, a entraîné un rebond des actions. Six mois après l'intervention, les accélérateurs politiques ont déjà renforcé la confiance des entreprises et façonné les caractéristiques standard d'un scénario de reprise pour 2021. **Alors que les actions et le crédit devraient bien se comporter dans ce scénario, les investisseurs vont commencer à se demander si la préférence relative « crédit par rapport aux actions » reste valable.** Auparavant, avec le soutien direct de la BC, les obligations d'entreprises étaient perçues comme plus sûres que les actions et les flux vers cette classe d'actifs ont bondi depuis mars 2020. Mais la reprise économique est en bonne voie et le deuxième trimestre devrait avoir marqué le point bas des bénéfiques, suggérant que la dynamique du PER ne devrait pas être le seul moteur des actions à l'avenir. Compte tenu des anticipations d'une croissance à deux chiffres des bénéfiques et du potentiel limité d'un nouvel assouplissement des conditions financières, nous pensons que les arguments en faveur de la croissance des bénéfiques, prenant le pas sur les multiples (voir graphique) et, soutenant les actions par rapport au crédit, restent valides. À l'heure actuelle, les *spreads* sont tendus partout et pas loin des

La croissance du BPA devrait prendre le pas sur les multiples



Source : Recherche Amundi, FactSet, données au 21 septembre 2020. Données pour le S & P 500. Ratio cours/bénéfice prévisionnel à 12 mois (ratio cours/valeur comptable) : Variation en GA du BPA prévisionnel à 12 mois (bénéfice par action) : Évolution en GA du cours/valeur comptable en GA. Les conditions financières américaines sont un indice créé par Amundi - Un chiffre positif signifie un assouplissement des conditions, tandis qu'un chiffre négatif signifie un durcissement des conditions.

MACRO

niveaux d'avant pandémie, même dans le segment HY, en dépit des inquiétudes liées aux défauts de paiement. Une anomalie évidente de cette situation exceptionnelle se reflète dans le fait que la quête de rendement des investisseurs a compensé la faiblesse des fondamentaux. Aujourd'hui, compte tenu de la baisse du crédit par rapport aux niveaux actuels et de l'approche de la reprise, **nous identifions des profils asymétriques pour les deux classes d'actifs: le crédit offrira une meilleure protection à la baisse (que les actions), mais les actions offriront des gains plus élevés en cas de hausse potentielle.** En dépit de la lenteur de la reprise, qui s'étend jusqu'aux premiers stades de l'année 2022, nous identifions des opportunités de rotation progressive vers les actions, car nous ne voyons qu'un portage limité sur les obligations d'entreprises. **En revanche, les actions sont attractives du point de vue des revenus.** Les primes de risque restent bien soutenues et le pourcentage d'actions dont le dividende est supérieur à celui des obligations d'entreprises a bondi depuis l'intervention des BC. De plus, les anticipations d'inflation rebondissent et pourraient s'avérer

une source de volatilité pour les investisseurs en obligations. Dans la mesure où l'engagement en faveur de taux plus bas plus longtemps semble fort, nous voyons des risques limités pour le moment. Le cas échéant, des pics précoces des taux nominaux favoriseraient les actions par rapport au crédit, car les actions restent parmi les meilleures couvertures « basées sur la croissance » contre la hausse des chiffres d'inflation.

Compte tenu de la participation limitée des investisseurs institutionnels internationaux dans le rallye de mars à août - à l'exception des investisseurs privés américains et des volumes d'options - **un repositionnement sur les actions est probable en 2021.** Le positionnement actuel reste inférieur aux standards historiques, les investisseurs ayant préféré que le crédit joue le premier volet du rebond. Nous pensons que quelque chose est en train de changer dans ce paysage et nous nous attendons à ce que de nouvelles confirmations sur le chemin de la reprise déclenchent une rotation progressive vers les actions au cours des prochains mois.

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous restons globalement neutres sur les actifs risqués, avec un positionnement prudent sur les actions américaines mais convergeant vers la neutralité en Europe. Le crédit, en particulier les obligations IG en euro, reste attractif pour des raisons de portage

Maintenir la protection du portefeuille, consolider la performance

Selon nous, la performance économique devrait progresser lentement et progressivement, alimentée par le soutien durable des Banques centrales, confirmé par le récent changement d'orientation de la Fed vers un régime de ciblage d'inflation moyenne (plus flexible). Nous pensons que cet environnement de taux « plus bas plus longtemps » et l'amélioration du contexte économique appellent à une certaine rotation du risque tout en conservant un positionnement équilibré, défensif et diversifié. **Les investisseurs devraient rester neutres sur les actifs risqués (légèrement prudents sur les actions, positifs sur le crédit de qualité) mais rester vigilants afin d'identifier les opportunités, prendre leurs bénéfices là où le potentiel de hausse semble limité et maintenir des couvertures appropriées.**

Des idées de forte conviction

En ce qui concerne les actions des pays développés, nous avons relevé à neutre notre position sur l'Europe. Cela peut se faire en apportant quelques changements à la stratégie de produits dérivés plutôt qu'en augmentant les positions fermes afin de conserver une position globalement prudente. Les primes de risque des actions sont élevées, même si les valorisations absolues sont élevées. Nous pensons que les anticipations d'une reprise et un lien plus fort entre les politiques budgétaire

et monétaire ont légèrement amélioré les arguments en faveur des actions des pays développés (et des actions de l'UE en particulier), mais en raison des incertitudes sur l'évolution du virus et de la reprise économique, nous préférons rester prudents. En outre, des risques significatifs demeurent liés à l'incertitude entourant les élections américaines, ce qui conforte notre opinion légèrement prudente à l'égard des États-Unis. Dans les pays émergents, nous préférons l'Asie (Chine et Indonésie), car la région peut continuer à tirer le rebond des marchés émergents à la lumière d'une reprise plus prononcée et d'une hausse des bénéfices attendus à court terme. En termes de durée, nous restons neutres à long terme sur fond d'anticipations persistantes de taux d'intérêt faibles. **Nous sommes désormais prudents sur les bons du Trésor américain à 5 ans contre Bunds Allemands à 5 ans, et pensons que les investisseurs devraient prendre leurs gains,** car les marchés rechignent à intégrer des taux négatifs aux États-Unis, ce qui a conduit à l'effondrement de la volatilité des *spreads*. Nous sommes optimistes à l'égard de l'inflation américaine sur fond de commentaires de la Fed. Une hausse des prix devrait se poursuivre, en raison de pressions sur les coûts et de la disparition de l'effet de base négatif sur les prix de l'énergie.

Nous sommes constructifs sur la dette des pays périphériques de la zone euro en raison du soutien de la BCE, des

Convictions Amundi

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

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

USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = Trésor américain, FX = Change, FI = Fixed Income, IG = Investment grade, HY = High Yield, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, BC = Banques centrales, TIPS = Treasury Inflation Protected Security, BTP 3 = Obligations d'Etat italiennes.

GESTION
DIVERSIFIÉE

facteurs techniques favorables et du fonds de relance de l'UE, mais nous estimons prudent de couvrir les risques liés à la reflation, à la disponibilité de vaccins et à une plus forte croissance. Dans ce contexte, nous ne sommes plus positifs sur le BTP 10 ans italien, **mais nous pensons que le BTP 5 ans pourrait offrir une meilleure protection** étant moins impacté par une pentification baissière des courbes qui se matérialiserait en Europe.

Le crédit a été la classe d'actifs utilisée par les investisseurs pour jouer le rebond des actifs risqués.

Nous ne prévoyons pas de nouveau resserrement généralisé des *spreads*, le mouvement depuis mars ayant été déjà marqué. Par conséquent, nous restons positifs sur **le crédit de qualité à des fins de portage et de « recherche de rendement »**. Nous privilégions les obligations IG libellées en euros en raison de la combinaison de valorisations attractives, d'un solide soutien de la part des Banques centrales et d'un endettement inférieur à celui de leurs homologues américaines. **Dans les pays émergents, nous restons optimistes à l'égard de la dette en devise forte** et pensons que les *spreads* EMBI ne sont pas très éloignés de leur juste valeur. Si les *spreads* des obligations à haut rendement peuvent encore se resserrer dans les trois prochains mois, ceux des obligations IG

sont déjà en ligne avec les moyennes historiques. Les taux locaux sont toujours orientés à la baisse, mais la marge de compression est plus limitée, le principal moteur étant l'exposition aux devises. En ce qui concerne les devises, nous pensons que les investisseurs devraient privilégier un panier diversifié de devises émergentes à haut rendement dans un contexte d'amélioration de la dynamique de croissance, de positionnement limité et d'afflux de capitaux dans la région. **En ce qui concerne les devises des pays développés, nous pensons désormais que la livre sterling sera sous pression, par rapport à l'euro et au dollar**, en raison de l'incertitude persistante entourant le Brexit, du projet de loi britannique sur le marché intérieur et de la reprise économique au Royaume-Uni à l'horizon 2021.

Risques et couverture

Les marchés pourraient être affectés par les risques d'insolvabilité lors du retrait des mesures de relance, ainsi que par une nouvelle vague de défauts et de tensions géopolitiques. **Nous recommandons aux investisseurs de conserver tous les piliers de couverture** y compris, dans le crédit HY, l'or et le yen et de réajuster les stratégies optionnelles qui permettent d'économiser sur les coûts de couverture.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Valeur relative et allocation sectorielle sont d'actualité



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les marchés évoluent dans un contexte de données économiques meilleures qu'anticipé, d'un soutien monétaire/budgétaire important et de conditions de liquidité et financières accommodantes. Toutefois, une énorme incertitude demeure quant à l'évolution de la pandémie et à la disponibilité d'un vaccin, ce qui pourrait changer la donne.

Nous pensons que cet environnement est propice aux opportunités de portage et de valeur relative, sans prendre de risque directionnel fort mais en privilégiant la sélection, la qualité et la liquidité.

Obligations internationales et européennes

Nous conservons une vue générale neutre sur la durée, avec quelques distinctions. Les récents commentaires du président de la Fed sur l'inflation nous ont conduits à réévaluer notre position positive sur la durée américaine (toujours positive) et nous ont rendus plus constructifs sur les points morts d'inflation américains. Nous sommes maintenant positifs sur les JGB. En Europe, nous pensons que le moment est venu de mettre en place une stratégie « barbell » sur la courbe des taux euro - une position positive sur le 10 ans d'une part, et une vue prudente sur le 30 ans (et le 5 ans), anticipant pour l'instant un aplatissement de la courbe dans un contexte d'inflation faible dans la zone

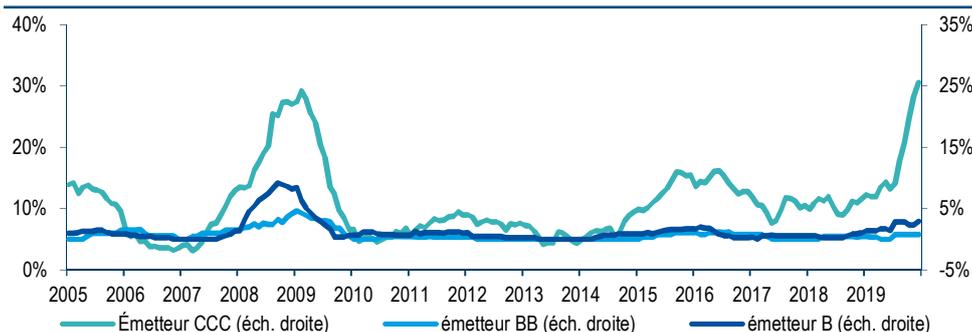
euro. De plus, nous restons positifs à l'égard des obligations périphériques par rapport à l'Allemagne (soutien de la BCE et resserrement des *spreads*).

Sur le front du crédit, nous restons positifs à l'égard des financières et de la dette subordonnée, mais nous pensons que la fragmentation va s'accroître sur deux fronts: (1) les sociétés qui maintiennent des niveaux de trésorerie élevés pour faire face à toute éventualité contre celles qui utilisent leurs liquidités pour continuer d'exister; (2) l'écart croissant entre les secteurs qui ont connu une forte baisse de leurs revenus (tourisme, énergie) et ceux qui ont connu une hausse de leurs ventes (technologie). Pour les investisseurs, cela signifie que les risques idiosyncratiques et de défaut ne sont pas correctement pris en compte et que la compression des *spreads* ne sera pas uniforme. Par conséquent, l'attention portée à la sélection et à la qualité est primordiale. Dans l'ensemble, nous préférons l'EUR par rapport aux US dans le HY.

Obligations américaines

Nous assistons à une reprise aux États-Unis dans un contexte de ralentissement de la hausse de l'emploi et de hausse de la consommation et du sentiment des petites entreprises. En revanche, après l'échec du Congrès à adopter un projet de loi de relance, nous pensons que la fin du soutien budgétaire pourrait mettre à mal le

Défaut du HY américain par notation, %



Source : Amundi, Moody's, données au 31 août 2020

GFI = Global Fixed Income, GEMs/EM FX = Global emerging markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment grade, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset Backed Securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, TIPS = Treasury Sécurité protégée contre l'inflation, CRE = Immobilier d'entreprise, JPY = yen japonais, CEE = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous pensons que les défauts devraient se concentrer sur les émetteurs HY les moins bien notés aux États-Unis (CCC et moins), en particulier dans les secteurs - énergie, distribution, tourisme - les plus touchés par la crise

crédit à la consommation et freiner la croissance de l'emploi. Il semble désormais que la Fed doit réaliser seule l'essentiel de l'effort, comme le montre sa récente 'forward guidance'(inflation moyenne, plein emploi/marché du travail tendu). **Cela nous permet de rester constructifs à l'égard des TIPS mais prudents à l'égard des bons du Trésor américain** compte tenu d'un environnement de taux réels négatifs, de la détérioration des finances publiques et de l'augmentation des émissions d'emprunts d'État américains. Ces deux derniers éléments continuent de justifier notre position de pentification de la courbe des taux. Sur le crédit d'entreprise, nous conservons notre vue positive, mais pensons que les investisseurs devraient réduire le risque de duration et se prémunir contre toute nouvelle baisse des taux. Nous pensons également que l'exposition aux obligations à haut rendement au comptant devrait être réduite afin de faire face aux risques de défaut dans le sillage d'une reprise lente. Les marchés du logement et de la consommation restent solides, comme en témoignent la résistance de la consommation et le

faible ratio prêts/valeur sur le marché de la dette immobilière résidentielle. Nous préférons désormais les MBS d'agences aux RMBS, compte tenu de la protection accrue des premiers, de leur liquidité et de leurs avantages en termes de rendement.

Obligations des marchés émergents

Nous préférons la dette en devise forte, en particulier dans le HY, car les *spreads* IG se sont déjà resserrés pour atteindre les niveaux d'avant la Covid-19 et la perspective de nouvelles émissions demeure. Les *spreads* des obligations HY restent élevés en historique et peuvent offrir des opportunités. Nous restons sélectivement positifs sur les taux.

Devises

Nous sommes prudents sur le dollar et la livre sterling. Dans les pays émergents, nous apprécions les opérations de valeur relative, les titres asiatiques et sommes désormais positifs sur les devises des pays d'Europe centrale et orientale.

ACTIONS

Viser l'équilibre des portefeuilles, éviter les segments onéreux



KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

La reprise immédiate de la demande observée après le confinement, couplée à une saison des résultats du deuxième trimestre meilleure que prévu, a soutenu les marchés. Désormais, le rythme de la reprise va devenir l'axe principal. **Toutefois, la reprise reste inégale et les marchés affichent une forte dispersion des valorisations. Pour les investisseurs, cette dispersion offre une opportunité de sélection de titres bottom-up. Nous préconisons une approche globale équilibrée compte tenu de l'incertitude élevée et de mettre l'accent sur la solidité du bilan.**

Actions européennes

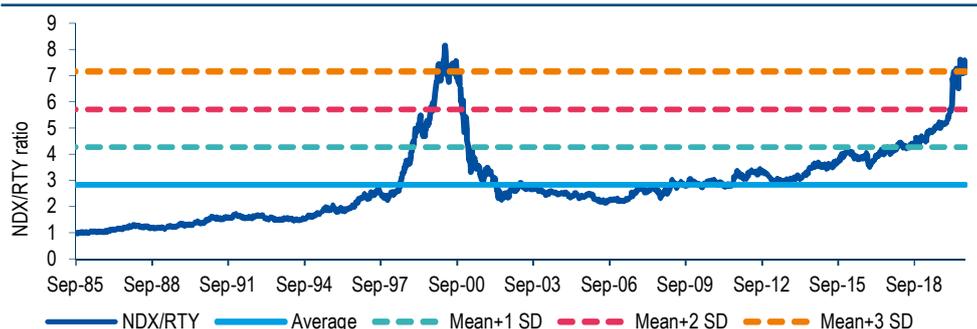
Nous recherchons des opportunités de manière sélective, mais nous sommes prudents afin d'éviter les segments onéreux et les 'pièges à valeur'. Par exemple, dans la **technologie**, nous sommes désormais moins négatifs, mais en désaccord avec le point de vue selon lequel le secteur est « anti-fragile ». Selon nous, l'importance de la valorisation est une force puissante qui pourrait rendre le secteur vulnérable, même si le calendrier est incertain. Nous conservons une vue équilibrée grâce, d'une part, à des valeurs défensives de la santé et, d'autre part, à des valeurs cycliques de qualité dans les **matériaux de construction**. Bien que nous soyons légèrement moins optimistes à l'égard de ces dernières, nous pensons que le secteur est de plus

en plus reconnu comme un « gagnant en termes d'infrastructures / accord vert », avec une bonne croissance structurelle et qu'il constitue un moyen intéressant pour jouer la rotation vers les cycliques de qualité. En ce qui concerne **les financières (banques)**, l'argument haussier s'articule autour du fait que la Covid-19 va devenir un élément déclencheur d'un élan vers une plus grande numérisation, une réduction des agences/des coûts, et, à terme, d'une consolidation. Toutefois, nous restons neutres dans la mesure où nous évaluons les pertes liées à la Covid-19 et les signes d'une hausse des taux pour qu'une réévaluation significative se matérialise même si elle est peu probable. Nous restons défensifs sur **l'énergie** sur fond d'inquiétudes liées à la faiblesse des perspectives de demande à court terme et à un risque élevé à moyen terme de « décarbonisation ».

Actions américaines

Même si les primes de risque sur les actions restent favorables à l'ensemble des marchés, les valorisations relatives et la dynamique des cinq grandes valeurs technologiques vont commencer à devenir flagrantes, comme cela s'est produit depuis début septembre. **Il convient donc d'adopter une approche sectoriellement très équilibrée, en raison des fortes corrélations entre les secteurs et de la grande incertitude quant au résultat des prochaines élections**

Ratio des valeurs technologiques américaines et des petites capitalisations proches des niveaux de bulle dotcom



Source : Amundi, Bloomberg. Données hebdomadaires au 18 septembre 2020. NDX = Nasdaq 100, RTY = Russell 2000.

ACTIONS

Si la crise a touché toutes les entreprises, la préparation a fait toute la différence. Celles dont les bilans sont solides ont surperformé, et seront mieux à même de gérer cette reprise lente

présidentielles. De plus, nous pensons que le moment est venu de procéder à une rotation plus durable en faveur des actions « value » de haute qualité et de « croissance à un prix raisonnable », dotées de bilans solides et présentant des avantages à long terme et un potentiel de rendement élevé. D'un autre côté, nous sommes prudents à l'égard des valeurs fortement sous-évaluées et des zones à forte croissance, en particulier les cinq méga-capitalisations et les valeurs à forte dynamique en raison du principe de diversification et de leurs valorisations élevées.

Au sein des cycliques, nous préférons les industrielles aux financières et à l'énergie, car les titres de qualité sont faciles à trouver parmi les industrielles et ne sont pas soumis aux défis de « taux plus bas plus longtemps ». Parmi les défensives, nous privilégions les biens de consommation non durable et les services aux collectivités - valorisations

attractives - par rapport à l'immobilier car ce dernier pourrait être affecté par une reprise économique faible.

Actions des marchés émergents

Dans l'univers hétérogène des marchés émergents, nous pensons que **certain pays asiatiques (Chine, Corée du Sud) ont mieux géré la pandémie** (premier entré, premier sorti). Nous évaluons également comment l'amélioration des perspectives des matières premières pourrait affecter les perspectives pour l'Amérique latine. Au niveau sectoriel, nous identifions des opportunités sélectives parmi les valeurs « value » et cycliques au sein des secteurs de l'industrie, de la consommation cyclique et des matériaux, et étudions les valeurs Internet et technologiques. Toutefois, des risques tels que la rivalité entre les États-Unis et la Chine et la politique étrangère plus affirmée de cette dernière doivent être surveillés.

THÉMATIQUE

Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe *Global Views* à certaines des questions fréquemment posées par nos clients



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence



TRISTAN PERRIER
Analyste Global Views

L'UE et le Royaume-Uni devraient probablement s'entendre sur des mesures temporaires de limitation du choc

Brexit : que se passera-t-il en cas d'absence d'accord entre le Royaume-Uni et l'Europe ?

Ce qui se produira au terme de la période de transition (31 décembre 2020) suscite une grande incertitude politique. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, bon nombre de divergences entre l'UE et le Royaume-Uni doivent encore être surmontées pour qu'un accord commercial puisse être conclu. En outre, des tensions ont récemment éclaté au sujet de la loi britannique « sur le marché intérieur ».

Le risque de sortie sans accord a augmenté et il pourrait augmenter encore dans les semaines à venir. Pour autant, nous maintenons notre scénario de référence, qui **prévoit un accord commercial imparfait** d'ici la fin de l'année (avec un accord de libre-échange pour les marchandises et quelques dispositions pour les services). En l'absence d'union douanière, cet accord n'empêcherait pas les tensions commerciales.

À défaut d'accord commercial, l'UE et le Royaume-Uni s'entendraient sans doute sur des mesures temporaires destinées à limiter les chocs en évitant que la totalité des échanges, tous secteurs confondus, ne passe sous le régime « de base » de l'OMC à partir du 1^{er} janvier 2021. Le commerce et la croissance seraient toutefois durement touchés et sans doute plus sévèrement au Royaume-Uni que dans l'UE. Nous considérons donc qu'un Brexit sans accord serait négatif pour la livre sterling.

Élections américaines : quel scénario selon que Joe Biden ou Donald Trump remporte l'élection ?

Les sondages nationaux et ceux des États susceptibles de faire basculer le vote (*swing-states*) placent Joe Biden en tête, mais la marge de confiance est maigre, surtout à la lumière de l'élection de 2016. Pour ce qui est du Congrès, la Chambre des représentants conservera probablement sa majorité démocrate, mais la course au Sénat est trop serrée pour qu'il soit possible d'en prédire l'issue.

À court terme, **ce qui pourrait inquiéter le plus les marchés, est le scénario d'une élection contestée**. En effet, au soir du 3 novembre, il se peut qu'aucun gagnant ne se dégage. Nous nous attendons à une participation record de votes par correspondance, avec le plus grand nombre jamais enregistré — votes dont le président actuel estime qu'ils sont peu fiables. Or, il n'existe pas de processus juridique totalement prévisible pour régler le cas d'une élection contestée. Ainsi, au vu du contexte de polarisation extrême, l'incertitude politique pourrait-elle rester très élevée dans les semaines qui suivront les élections.

La campagne de Donald Trump s'articule autour de trois grands thèmes : l'ordre public, la Chine et l'aptitude de Joe Biden à exercer la fonction présidentielle. Joe Biden, quant à lui, fait campagne sur les thèmes de la politique économique (Build Back Better), de la santé, de la discrimination raciale et de la moralité. Joe Biden prévoit un nouveau plan de relance budgétaire pour faire face aux problèmes économiques liés à la pandémie. Il envisage également un vaste programme d'investissement et de soutien aux infrastructures (*Green New Deal*). Joe Biden entend également dynamiser l'*Obamacare* et la réforme des médicaments sur ordonnance. Enfin, quel que soit le candidat, il devra faire face à la question à long terme de la hausse des inégalités.

En ce qui concerne les marchés, Donald Trump préconise des baisses d'impôts, tandis que Joe Biden soutient une hausse des dépenses et des impôts. Par conséquent, il existe un quasi-consensus parmi les investisseurs qu'une victoire de Donald Trump bénéficierait aux marchés actions à court terme, tandis qu'une victoire de Joe Biden provoquerait une correction. Une telle vision pourrait toutefois s'avérer court-termiste. En effet, les propositions des deux candidats ne pourront être approuvées par le Congrès que si la Chambre des représentants et le Sénat partagent une même majorité, ce qui semble peu probable. En revanche,

THÉMATIQUE

Le surcroît de dette publique ne pose pas de problème de viabilité à court terme

le contexte macrofinancier est très différent de ce qu'il était il y a quatre ans. Les élections américaines auront, en outre, des répercussions géopolitiques, notamment en termes de relations avec l'Union européenne, qui pourraient évoluer en cas d'élection de Joe Biden. (Pour plus de détails cf.: [Élection présidentielle américaine: quels impacts sur l'économie et les marchés financiers américains?](#))

Europe : y a-t-il un risque de nouvelle crise de la dette européenne ?

C'est très peu probable à court terme. Une des conséquences de la crise est que les niveaux d'endettement public et privé sont en hausse (les entreprises étant responsables de l'essentiel de l'augmentation de la dette privée). Mais **le gros de la dette publique est absorbé par les programmes d'achat des banques centrales**, ce qui signifie qu'à court terme il n'y a pas d'offre nette supplémentaire d'obligations.

Ce surcroît de dette publique détenu par les banques centrales ne pose pas non plus de problème de solvabilité à court terme, car les intérêts (lorsqu'ils sont positifs) restent dans le secteur public, c'est-à-dire qu'ils contribuent au capital des banques centrales, appartenant généralement au Trésor. De plus la banque centrale peut refinancer les titres arrivant à échéance. Il n'y a donc aucune contrainte de remboursement de la part des gouvernements, ou de refinancement progressif net par le marché.

En revanche, à long terme, l'Europe a besoin d'une combinaison de croissance nominale plus élevée, de budgets équilibrés et de mutualisation de la dette pour que le risque lié à la dette se dissipe. Des ratios d'endettement élevés ne sont pas un risque à court terme, mais des trajectoires d'endettement divergentes entre pays européens pourraient entraîner de nouvelles tensions au sein de l'UE, notamment lorsque tous les pays retrouveront leur niveau de PIB et de chômage d'avant-crise. Un (nouveau?) **cadre relatif aux règles budgétaires** que chaque pays s'engage à respecter devra alors être mis en place. Il est donc essentiel que la dette supplémentaire serve non seulement à financer des projets d'investissement, mais aussi des réformes permettant d'améliorer la croissance de la productivité à moyen terme.

En ce qui concerne le surcroît de **dette privée**, il est pour l'essentiel adossé à des dispositifs de garantie publique pendant au moins deux ans. Ainsi, en cas de rebond de l'économie, l'endettement des entreprises devrait se réduire. De nombreuses entreprises se sont également constituées d'importantes réserves de liquidités pendant la crise et celles qui n'ont pas accès aux marchés financiers bénéficient de taux d'intérêt bancaires très bas tandis que le soutien gouvernemental aux entreprises viables réduit les risques de solvabilité. Nous anticipons néanmoins une hausse des défauts parmi les entreprises qui étaient en difficulté avant la crise et dont les modèles économiques resteront fragiles dans les mois à venir.

Les banques centrales sont-elles à court de munitions? En quoi les politiques de la BCE diffèrent-elles de celles de la Fed ?

Nous pensons que les banques centrales sont loin d'être à court de munitions (pour plus de détails cf.: [De nouvelles frontières pour les Banques Centrales](#)), mais elles sont prises au piège de leur politique d'assouplissement quantitatif (QE). Les banques centrales sont, *de facto*, entrées dans une situation de domination fiscale où, en l'absence d'inflation, elles doivent maintenir de faibles rendements obligataires pour garantir que les dettes publiques et privées restent viables.

La **relation entre la masse monétaire et les niveaux d'inflation** (sur les produits et les services) **est rompue** depuis plus de 25 ans et l'expansion monétaire provoque l'inflation des actifs financiers et réels. Dans l'environnement actuel, les bulles des prix des actifs sont donc peut-être plus à craindre qu'un véritable retour de l'inflation (pour plus de détails, cf.: [Inflation: Une instabilité persistante, mais un cocktail inflationniste possible](#)).

À la suite de sa revue stratégique, **la Fed a fait évoluer sa « fonction de réaction »**. Désormais, le FOMC cherchera à stabiliser l'inflation autour de 2% en moyenne sur un cycle économique complet, très probablement sur une période de 4 à 8 ans. Dans la pratique, cela évitera à la Fed de devoir augmenter ses taux dès les premiers signes d'accélération de l'inflation et d'attendre que la reprise

THÉMATIQUE

C'est le taux d'équilibre à long terme qui a baissé

soit fermement ancrée avec une inflation supérieure à 2 % pour les hausser. Selon la plupart des membres du FOMC, ces deux conditions ne devraient pas être remplies avant 2024 (seuls 4 membres sur 17 envisagent une première hausse en 2023, bien qu'ils aient récemment revu à la hausse leurs prévisions de croissance et d'inflation). Ce faisant, la Fed va ancrer la partie courte de la courbe des taux et soutenir la reprise économique. L'environnement étant très incertain, il est important de rassurer les investisseurs sur le fait que les conditions monétaires resteront très accommodantes durant la phase de reprise. Cette stratégie permettra également de contenir le montant total des intérêts et de retarder le débat sur l'augmentation de la dette fédérale.

La BCE, quant à elle, est loin d'avoir achevé sa revue stratégique, mais sa communication reste claire entre-temps. Contrairement à la Fed, tous les outils sont encore sur la table, y compris une baisse des taux si nécessaire. Par ailleurs, la BCE s'est fermement engagée à maintenir des conditions monétaires très accommodantes pendant la phase de reprise. Compte tenu de l'insuffisance de la demande mondiale, le risque de ralentissement supplémentaire de l'inflation dans la zone euro est sans doute perçu comme plus important à ce stade que celui d'une accélération soudaine et auto-entretenu de l'inflation.

Quelles sont les conséquences de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme ?

Rappelons d'abord que **la baisse des taux d'intérêt réels n'est pas seulement liée aux politiques monétaires. Il existe un large consensus que c'est le taux d'équilibre à long terme qui a baissé. Par conséquent, la valorisation d'équilibre des actifs risqués a augmenté. Toutes choses étant égales par ailleurs, ce facteur devrait inciter les épargnants à se tourner des obligations vers les actions.** Cela dit, l'augmentation des coûts liés aux perturbations des chaînes de valeur, à la démondialisation, aux relocalisations et aux aspirations d'une part croissante de la population à des hausses de salaire est susceptible, à un moment donné, de pousser les prévisions d'inflation à la hausse. De plus, les taux

d'intérêt réels sont tombés en territoire négatif et sont désormais inférieurs à leur niveau d'équilibre. À court terme, si les anticipations d'inflation augmentent, les taux réels pourraient baisser encore plus fortement, soutenant de manière temporaire les valeurs de croissance.

Il convient toutefois de garder à l'esprit que la Fed ne s'est pas engagée à maintenir les rendements à long terme à leur niveau actuel. Ainsi, **si la croissance et l'inflation devaient reprendre simultanément et plus fortement que prévu, la Fed pourrait décider de laisser les marchés jouer leur rôle, ce qui conduirait à une hausse des rendements des bons du Trésor à long terme et à une pentification de la courbe des taux.** C'est là une source potentielle de volatilité et de correction des marchés actions qui devra être surveillée de très près.

Quel *policy mix* en cas de nouveau ralentissement ?

Compte tenu du manque de visibilité, il est difficile de répondre à cette question. Nous sommes en territoire inconnu. En outre, nous ne disposons pas encore de suffisamment d'informations sur l'impact des plans budgétaires et de relance qui ont été annoncés.

Pourtant, on peut supposer qu'**en cas de nouveau ralentissement, le soutien monétaire serait intensifié** (expansion du bilan des banques centrales, taux d'intérêt négatifs, hélicoptère monétaire), et que **les gouvernements interviendraient à nouveau** pour protéger l'économie. Les décideurs politiques sont loin d'avoir épuisé leur marge de manœuvre. Mais la barre est probablement trop haute pour permettre l'expérimentation de nouvelles politiques (*policy mix* plus réactif que proactif). Il est cependant clair que si ces plans de relance/stabilisation étaient déployés pendant des phases d'incertitude et de faible confiance (comme une deuxième vague), **leur effet multiplicateur serait bien plus faible** que s'ils intervenaient durant un « cycle de reprise normal ». Par conséquent, le *policy mix* pourrait être différent sur le plan budgétaire et nous pourrions même assister à la nationalisation, au moins partielle ou temporaire, de certaines entreprises en difficulté, mais stratégiques.

Achévé de rédiger le 30/09/2020

THÉMATIQUE

Impact du contexte monétaire et budgétaire actuel sur les marchés obligataires



VALENTINE AINOZ, CFA
CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés



DELPHINE GEORGES
Stratégiste Taux

La crise du coronavirus s'est caractérisée par des conditions de crédit contracycliques

L'économie mondiale a rapidement rebondi au cours de l'été après la pandémie de coronavirus. Durant cette phase de reprise, les banques centrales ont joué un rôle clé en fournissant massivement des crédits aux gouvernements et aux entreprises. Presque tous les gouvernements ont mis en œuvre des mesures de soutien et de relance budgétaire à grande échelle, y compris des garanties pour les prêts aux entreprises, afin de faire face à la crise sanitaire. En parallèle, les principales banques centrales ont acheté des quantités inédites de dette souveraine, ont soutenu le marché de la dette d'entreprise et ont fourni des liquidités bon marché aux banques (en ce qui concerne la BCE). Nous attendons désormais des gouvernements qu'ils déploient des mesures de relance. Quel en sera l'impact pour les marchés obligataires ?

L'économie mondiale a rapidement rebondi au cours de l'été après la pandémie de coronavirus. Les données économiques ont surpris à la hausse, notamment aux États-Unis. Le risque de réduction des aides publiques, de licenciements définitifs et de faillites d'entreprises doit néanmoins être surveillé de près jusqu'à la mise au point d'un vaccin. Il est peu probable que l'activité économique revienne à ses niveaux d'avant-crise avant 2022.

Durant cette phase de reprise, les banques centrales ont joué un rôle clé en fournissant massivement des crédits aux gouvernements et aux entreprises. La crise du coronavirus s'est caractérisée par des conditions de crédit contracycliques, grâce à un niveau de coordination sans précédent entre les gouvernements et les banquiers centraux. Presque tous les gouvernements ont mis en œuvre des mesures de soutien et de relance budgétaire à grande échelle, y compris des garanties pour les prêts aux entreprises, afin de faire face à la crise sanitaire. En parallèle, les principales banques centrales ont acheté des quantités inédites de dette souveraine, ont soutenu le marché de la dette d'entreprise et ont fourni des liquidités bon marché aux banques (en ce qui concerne la BCE). Nous avons constaté :

- **Une vague importante de nouvelles émissions sur le marché de la dette souveraine.** La crise a poussé les déficits publics à des plus hauts historiques. Cependant, cette offre considérable n'a pas entraîné de

hausse des rendements, car les banques centrales ont absorbé l'essentiel du surplus d'émissions souveraines. Au cours des derniers mois, les rendements souverains à long terme ont fortement baissé et les *spreads* périphériques de la zone euro se sont resserrés.

- **Un volume sans précédent d'émissions sur le marché des obligations d'entreprises.** Le marché des obligations d'entreprises a été dopé par le soutien des banques centrales. Les *spreads* de crédit se sont resserrés sans pour autant retrouver leurs niveaux moyens d'avant-crise. En effet, les entreprises ont profité des rendements historiquement bas et de l'appétit des investisseurs pour renforcer leurs bilans et leurs liquidités, ces liquidités supplémentaires contribuant largement à limiter le nombre de défauts.

Une fois la crise du coronavirus terminée, les banques centrales continueront de soutenir la reprise économique. Les gouvernements qui dans un premier temps ont déployé des mesures de soutien pour aider les entreprises à maintenir leur capacité d'exploitation et éviter que les ménages ne perdent trop de revenus vont, dans un deuxième temps, mettre en place des mesures de relance. Les estimations de déficit pour 2021 de la plupart des pays développés devraient être révisées à la hausse au cours des prochains mois. Nous nous attendons à ce que les grandes banques centrales continuent à absorber une grande partie du surplus des émissions souveraines et à

THÉMATIQUE

Nous nous attendons à ce que les grandes banques centrales continuent à absorber une grande partie du surplus des émissions souveraines et à jouer un rôle de soutien sur les marchés des obligations d'entreprises

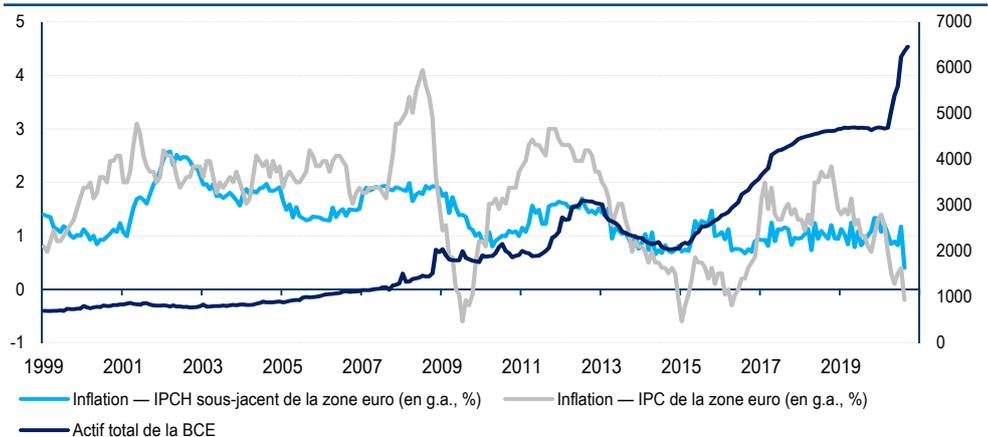
jouer un rôle de soutien sur les marchés des obligations d'entreprises.

• **La Fed a opéré un virage historique, faisant désormais du plein-emploi sa priorité.** Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré dans son discours de Jackson Hole que la banque centrale était en train d'adopter une « forme flexible de cible d'inflation moyenne », son objectif étant donc désormais de maintenir l'inflation « à 2 % en moyenne sur la durée ». La Fed a également proposé une nouvelle orientation prospective : le taux d'intérêt de référence devrait être maintenu proche de zéro « jusqu'à ce que le marché du travail ait atteint un niveau compatible avec ce que le comité estime être le plein-emploi et que l'inflation soit passée à 2 % et qu'elle soit en mesure de dépasser légèrement ce seuil durant un certain temps ». Cela signifie que la Fed attendra que le marché de l'emploi se resserre et commence à pousser l'inflation à la hausse avant d'envisager une hausse des taux. Par ailleurs, la Fed entend également poursuivre son programme d'achat d'obligations à son rythme actuel de 80 milliards de dollars en bons du Trésor et 40 milliards de dollars en titres adossés à des créances hypothécaires. Le message est clair : les taux resteront bas pendant les

trois prochaines années au moins, de manière à soutenir l'activité économique. Par la suite, on peut tabler sur une transition vers un programme d'achat d'actifs plus classique, avec l'achat de titres de plus longue échéance.

La BCE a adopté un positionnement attentiste lors de sa dernière réunion, malgré les récentes données sur l'inflation qui ont déçu et l'appréciation de l'euro. Au mois de juin, la BCE a augmenté de 600 milliards d'euros l'enveloppe de son programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) portant celle-ci à 1350 milliards d'euros au total. Elle a également prolongé le programme jusqu'à fin juin 2021 au minimum. À la fin du mois d'août, la BCE avait déjà acheté pour plus de 500 milliards d'euros dans le cadre du PEPP. Par ailleurs, les nouvelles projections économiques de la BCE suggèrent que l'orientation de sa politique monétaire devra rester extrêmement accommodante, l'inflation sous-jacente étant attendue en hausse de seulement 1,1 % en 2022. Nous nous attendons à ce que la BCE renforce ses programmes d'achat d'actifs (via l'EAPP¹ ou le PEPP) pour maintenir la stabilité financière et assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire.

1/ Inflation vs actif de la BCE (en %)



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 09/11/2020

Quelles conséquences pour les marchés obligataires ?

Depuis que la Fed a fait face aux tensions de liquidité sur les marchés du Trésor par ses achats illimités de

titres, les principales tendances sur les marchés obligataires ont été les suivantes :

1. Une forte chute des taux réels américains, due à : (a)

¹ Programme étendu d'achats d'actifs

THÉMATIQUE

Cette période prolongée qui combine relance budgétaire et monétaire va-t-elle modifier le paysage de l'inflation et de la croissance ?

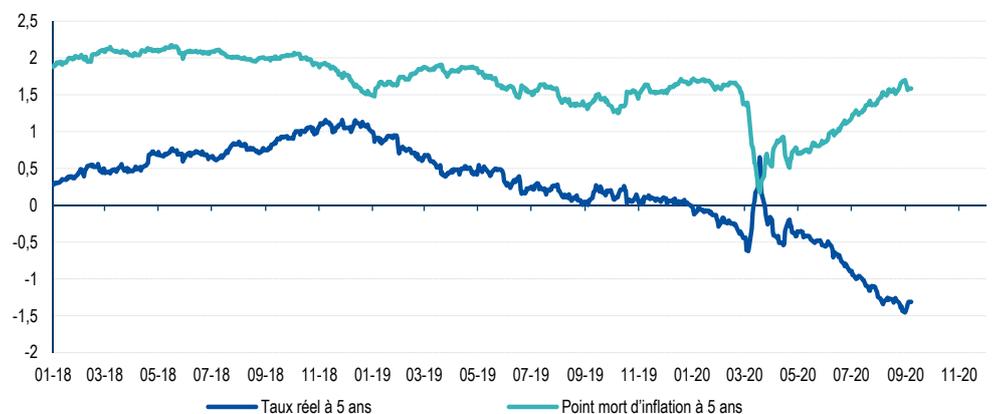
l'assouplissement monétaire de la Fed, sans précédent soutenir la reprise et (b) le passage à une cible d'inflation moyenne, ce qui signifie que la Fed augmentera ses taux plus tard dans le cycle qu'elle ne l'aurait fait dans son précédent cadre de politique monétaire. Depuis le début du mois de mai, les taux réels des échéances à 5 ans, 10 ans et 30 ans ont baissé respectivement de 95, 53 et 17 points de base. La baisse des taux réels a particulièrement forte sur les échéances à 5 ans alors

que la première hausse des taux directeurs pourrait être reportée à 2024.

2. Les taux nominaux ont été assez stables, car la baisse des rendements réels a été compensée par une hausse des points morts d'inflation

3. Une pentification de la courbe des taux, l'écart entre les rendements des bons du Trésor à cinq ans et à trente ans s'étant creusé de 25 points de base.

2/ Forte baisse des rendements réels à 5 ans aux États-Unis (en %)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi, données au 07/09/2020

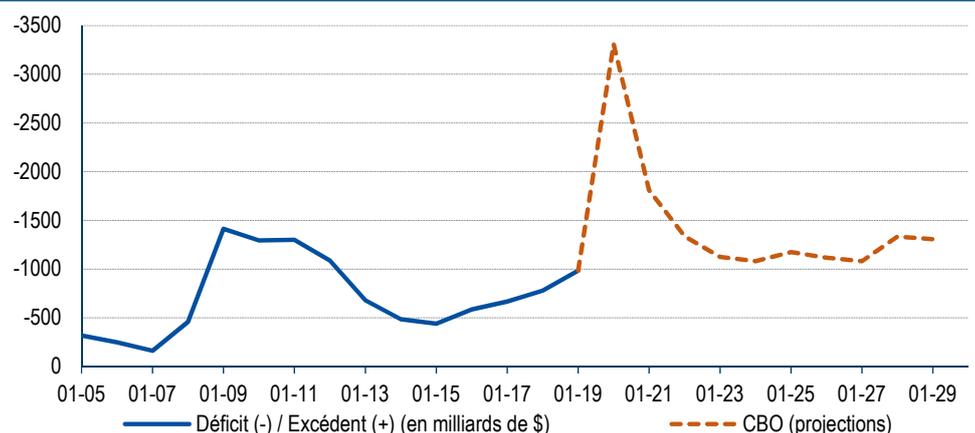
Nous anticipons une légère pentification de la courbe des rendements souverains avec une hausse de la partie longue de la courbe :

- À mesure que la reprise se poursuit, la tendance à moyen terme sera celle d'une pentification progressive de la courbe, en effet, les rendements à 10 ans et 30 ans devraient progresser par rapport

à leurs niveaux actuels au cours de l'année prochaine.

- Cette pentification dépendra de l'évolution du Covid-19 et des différentes mesures de relance budgétaire.
- Toutefois, la Fed pourrait ajuster son programme de QE en augmentant la maturité moyenne de ses achats de titres du Trésor, si les rendements des obligations à

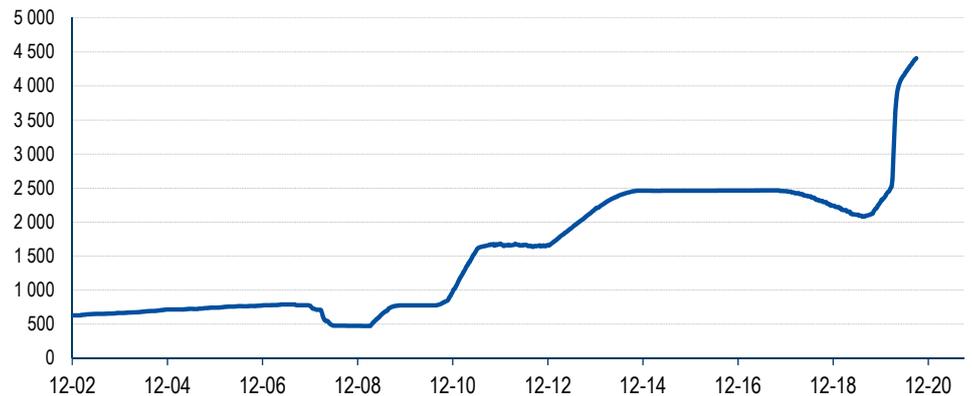
3/ Projections budgétaires de référence du CBO – Déficit (–) ou excédent (+) (en milliards de \$)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au T3 /2020

THÉMATIQUE

4/Titres du trésor américain au bilan de le Fed



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 16/09/2020

long terme progressent trop loin, trop vite. Nous nous attendons à ce que les banques centrales continuent d'absorber une grande partie du surplus des émissions souveraines limitant ainsi le risque de pentification résultant d'un surplus d'offre. Depuis le 16 mars, date à laquelle la Fed a lancé son programme de QE, le total des avoirs en titres du Trésor a augmenté de 1900 milliards de dollars.

La grande question est désormais de savoir si une période prolongée, combinant relance budgétaire et

monétaire, parviendra à modifier le paysage de l'inflation. Au cours de la dernière décennie, les banques centrales ne sont pas parvenues à ramener l'inflation à leur objectif de 2 %. La chute des taux d'intérêt et les milliards d'achats d'actifs n'ont pas réussi à dynamiser l'investissement, la productivité et la croissance des salaires. La pandémie n'a, pour l'essentiel, fait qu'exacerber les vulnérabilités déjà existantes.

Achevé de rédiger le 23/09/2020

THÉMATIQUE



TRISTAN PERRIER
Analyste Global Views

Les performances économiques de la France ont été très inférieures à celles de l'Allemagne depuis la création de l'euro

L'écart de performances économiques entre la France et l'Allemagne va-t-il se réduire au cours des prochaines années ?

Si les performances macroéconomiques de l'Allemagne ont été nettement meilleures que celles de la France au cours des vingt dernières années, la France a mené à bien de nombreuses réformes relevant d'une politique de l'offre depuis 2014. Pour l'heure, la crise du Covid ne fait que creuser davantage l'écart franco-allemand. Cependant, l'effet différé des réformes françaises pourrait quand même contribuer à réduire cet écart à l'horizon de quelques années. Dans tous les cas, cependant, l'évolution des performances relatives des deux économies dépendra aussi de la façon dont elles sauront s'adapter aux grands défis sectoriels dits de la « disruption ».

Une nette sous-performance de la France depuis 1999, particulièrement visible depuis 2009.

La France a réalisé de moins bonnes performances que l'Allemagne en termes de croissance du PIB (du moins par habitant), de grands indicateurs du marché du travail, de commerce extérieur et d'évolution de l'endettement public et privé depuis 1999. Cette tendance s'est même accentuée au cours de la dernière décennie (voir le tableau).

Cette sous-performance a eu pour corollaire un repli spectaculaire du poids du secteur manufacturier dans le total de la valeur ajoutée et de l'emploi en France, à comparer avec un déclin beaucoup plus modéré en Allemagne, où ce poids reste bien plus important

que dans la majorité des économies avancées.

En 2019, un certain nombre des grands indicateurs économiques français était même passé en dessous des niveaux non seulement de leurs homologues allemands, mais aussi de la moyenne de la zone euro, du moins en ce qui concerne le déficit public, le déficit courant et l'endettement public et privé. Il était toutefois possible d'arguer que 1/les déficits français n'étaient pas très importants en termes absolus, 2/le niveau élevé de la dette des entreprises était en partie dû à de l'endettement interne des groupes multinationaux et en partie compensé par des trésoreries d'entreprises abondantes¹.

¹ Voir : *Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?* M.B. Khder et C. Rousset, Insee, 2017

	Allemagne	France	Zone euro
Industrie, % de la Val.Aj., 1999	22,18	16,17	19,29
Industrie, % de la Val.Aj., 2019	21,11	11,04	16,37
Export. de biens, % du PIB, 1999	23,2	19,9	-
Export. de biens, % du PIB, 2019	37,3	21,4	-
Croissance du PIB réel, moy. 2009-2019	1,4	1,4	1,4
Croissance du PIB réel, moy. 1999-2020	2,0	1,3	1,4
Croissance du PIB/hab, moy 1999-2019	2,5	2,2	-
Taux de chômage, %, 1999	8,6	10,4	9,8
Taux de chômage, %, 2019	3,1	8,5	7,6
Dette publique, % du PIB, 1999	60,1	60,5	71,9
Dette publique, % du PIB, 2019	59,8	98,1	87
Solde public structurel, % du PIB, 1999	-1,7	-1,6	-1,5
Solde public structurel, % du PIB, 2019	1,4	-3,0	-0,7
Compte courant, % du PIB, 1999	-1,4	4,4	-0,5
Compte courant, % du PIB, 2019	7,1	-0,8	2,7
Dette des entreprises non fin., % du PIB, 1999	53,0	96,6	-
Dette des entreprises non fin., % du PIB, 2019	58,7	151,6	-

Sources: FMI, Eurostat, Banque des règlements internationaux

THÉMATIQUE

Les réformes « pro-offre » françaises ont été saluées par les organisations internationales

Cet écart entre les performances allemandes et françaises est généralement attribué à :

Des différences de composition sectorielle de l'économie. L'Allemagne ayant de fortes positions dans des activités industrielles bien exposées aux évolutions de la demande mondiale durant cette période, marquée notamment par la rapide expansion de l'économie chinoise.

Des politiques économiques différentes, notamment les grandes réformes qui ont amélioré la compétitivité allemande au milieu des années 2000.

L'interaction de la monnaie unique et des politiques économiques, via au moins deux canaux :

a/l'impossibilité, pour la France, de compenser, par la dépréciation du change, la « dévaluation interne » réalisée par l'Allemagne grâce à ses réformes.

b/la perception, par les marchés, que la dette publique française était de fait garantie par l'Allemagne (en raison de l'architecture de la zone euro). Ceci a eu pour effet de maintenir les rendements souverains français à des niveaux très faibles (notamment en comparaison de ceux des pays d'Europe du Sud), réduisant l'incitation à corriger les déficits et permettant la persistance d'un modèle de croissance français fondé sur l'endettement public, privé et (dans une moindre mesure) extérieur.

Cependant, depuis 2014, la France a mené une politique de l'offre très active tandis que la dynamique des réformes s'est essouffée en Allemagne.

Au cours de la dernière décennie, l'Allemagne a nettement affirmé son leadership politique en zone euro, jouant un rôle très visible (et efficace) dans le maintien de l'intégrité de l'union monétaire durant plusieurs épisodes de crise. En revanche, elle n'a mené à bien que peu de réformes de son marché domestique, certains observateurs décrivant même certaines mesures (portant notamment sur le salaire minimum et les retraites) comme un retour en arrière par rapport à la politique pro-entreprises de la décennie précédente.

À l'inverse, à partir de 2014, la France s'est distinguée par une dynamique de réformes internes « pro-offre » plus forte que celle des autres grands pays de la zone euro. Cette direction a d'abord été empruntée au milieu du mandat de F. Hollande, accompagnée d'une communication parfois ambiguë (car il s'agissait d'une rupture avec les grandes lignes du programme électoral) puis durant les premières années du mandat d'E. Macron, cette fois de façon pleinement assumée (puisqu'en conformité avec les promesses faites aux électeurs).

Les réformes françaises ont, dans l'ensemble, suivi deux grands axes :

Le déplacement d'une partie du poids de la fiscalité des entreprises vers les ménages (et, parmi les ménages, des travailleurs vers les retraités aisés) au moins jusqu'en 2018.

L'évolution vers un modèle de « flexi-sécurité » nordique via 1/la réduction de la protection des acteurs déjà en place et l'augmentation de la concurrence sur les marchés du travail, des produits et des services 2/la simplification du système de protection sociale afin de le rendre plus facile à piloter et plus adapté à la mobilité des carrières professionnelles.

Le peu d'empressement de la France à réduire son déficit budgétaire durant cette période (notamment par rapport aux pays d'Europe du Sud) a été, en partie, le corollaire de cette priorité donnée aux réformes : pour être acceptées par la population, celles-ci ne devaient pas s'accompagner de mesures d'austérité trop fortes. Cette logique a été particulièrement visible lorsque, pour apaiser le mouvement des *Gilets Jaunes* fin 2018 et début 2019, le gouvernement s'est résolu à creuser le déficit par des mesures de soutien au pouvoir d'achat, tout en parvenant à mener de nouvelles réformes « pro-offre » jusqu'à la crise Covid.

Les politiques de l'offre mettent en général plusieurs années à produire des effets positifs, et, dans le cas de la France, ceux-ci n'étaient encore que très partiellement visibles en 2019. Néanmoins, les organisations internationales « pro-marché » ont salué les réformes réalisées.

THÉMATIQUE

La crise du Covid frappe, pour l'instant, la France plus durement que l'Allemagne

Sur le plan du chômage et de la croissance, les chiffres français tendaient, certes, à s'améliorer en 2019, en termes absolus ou relatifs (par rapport à l'Allemagne).

Néanmoins, cette amélioration était attribuable avant tout 1/à l'évolution « normale » du marché du travail après plusieurs années de reprise économique généralisée en zone euro 2/au fait que, en raison de la structure de son économie, la France subissait moins que l'Allemagne les perturbations du commerce international causées par le protectionnisme américain et le Brexit.

Les organisations internationales ont accordé un satisfecit aux réformes françaises :

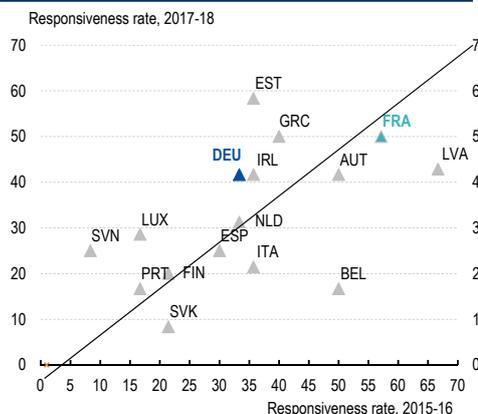
Dans le cadre de son évaluation « Objectif croissance », l'OCDE a identifié la France comme le grand pays de la zone euro ayant mené le plus de réformes en 2017-2018

(à égalité avec la Grèce, et devancé seulement par l'Estonie) après avoir, déjà, occupé la tête du classement en 2015-2016 (devancé seulement par la Lettonie) alors que les réalisations de l'Allemagne ne la situaient que dans la moyenne (voir graphique 1). **En termes quantitatifs**, l'OCDE, dans son *Rapport sur la France* de 2019, estimait à 3,2 points de PIB les gains à attendre, après 10 ans, des seules réformes réalisées en 2017-2018.

D'autres grands indicateurs de compétitivité, tels que l'*Indice Global de Compétitivité* du Forum Économique Mondial, ou l'*Indice de la Facilité de Faire des Affaires* de la Banque Mondiale ont également fait état d'une progression significative de la France, même si elle n'avait pas rattrapé l'Allemagne en niveaux absolus (graphiques 2 et 3).

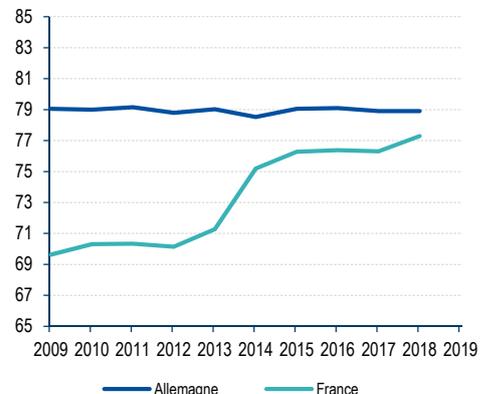
Enfin, plusieurs enquêtes ont indiqué que la France devenait une

1/ Taux de réactivité aux recommandations du programme Objectif Croissance de l'OCDE



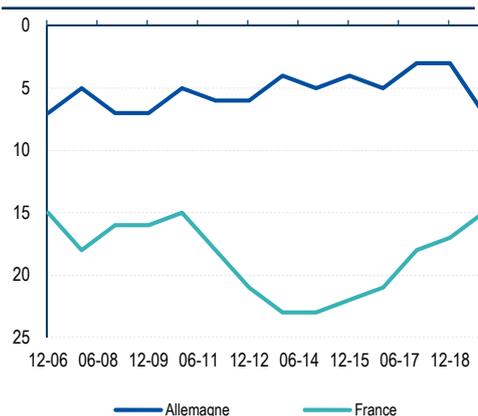
Source : Recherche Amundi - Données 2019

2/ Indice de la facilité de faire des affaires



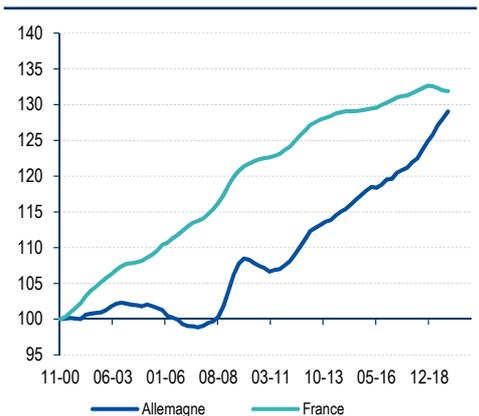
Source : Banque Mondiale, Recherche Amundi - Données 2019

3/ Indice Global de Compétitivité, Rang



Source : World Economic Forum, Recherche Amundi - Données 2019

4/ Coûts salariaux unitaires (base : 100 en 2000)



Source : Eurostat, Recherche Amundi - Données 2019

THÉMATIQUE

destination de plus en plus attractive pour les investisseurs internationaux

(ainsi, par exemple, le *Baromètre de l'Attractivité* Ernst & Young de mai 2020 constatait que le pays était devenu la première destination européenne pour les investissements directs étrangers en 2019).

Un certain resserrement de l'écart de compétitivité franco-allemand était également visible à travers les indicateurs de coût unitaire de la main-d'œuvre qui, en 2019, montraient une érosion des gains relatifs réalisés par l'Allemagne depuis les années 2000 (c'est-à-dire une montée plus rapide des coûts unitaires de la main-d'œuvre allemande), même si, sur la période la plus récente, cette tendance ne s'expliquait pas tant par des changements structurels que par les mauvais chiffres conjoncturels allemands de 2018 et 2019.

La politique de l'offre française peut encore, d'ailleurs, donner lieu à quelques réalisations supplémentaires d'ici les élections de mi-2022 même si, là comme ailleurs, la crise du Covid a donné la priorité à d'importantes mesures de soutien de la demande.

Le plan de relance annoncé par le gouvernement français en septembre 2019 peut être décrit comme davantage « pro-offre » que son équivalent d'outre-Rhin. Si les deux plans représentent chacun environ 4 % du PIB de leurs pays respectifs, la version française cible davantage les entreprises (via notamment des baisses permanentes des impôts de production) et ne prévoit pas de soutien non ciblé à la consommation (comme la baisse de la TVA en Allemagne).

Le gouvernement français a également affirmé vouloir poursuivre son programme de réduction de l'impôt sur les sociétés et finaliser sa réforme générale des retraites, dont le processus d'approbation parlementaire a été interrompu par la crise du Covid. Cette dernière réforme n'aurait que peu d'effet direct immédiat (sauf modification par rapport au projet interrompu, les salariés nés

avant 1975 resteraient dans l'ancien système). Elle constitue néanmoins un signal fort d'adaptation de l'économie à une mobilité accrue des carrières professionnelles, un élément jugé en général très positif pour la croissance de long terme.

La crise du Covid a retardé, sans forcément l'éliminer, la perspective d'une réduction de l'écart franco-allemand. Cependant, au cours des prochaines années, les performances relatives des deux économies seront également déterminées par l'évolution du poids réel de l'endettement public et par les grands choix d'adaptation de leurs forces de production aux défis dits de la « disruption ».

Jusqu'à présent, la crise du Covid a frappé l'économie française plus durement que l'économie allemande (le PIB français a ainsi reculé de 18,9 % au 1^{er} semestre 2020, contre 11,5 % pour son homologue allemand) en raison d'une combinaison de hasards (la localisation des premiers clusters européens), de politiques de santé et d'expositions sectorielles (la France ayant de fortes positions dans les secteurs de l'aéronautique et du tourisme, très affaiblis par l'épidémie)².

De plus, la France a abordé la crise dans une situation de déficit et d'endettement publics moins favorable que celle de l'Allemagne. À première vue, elle semble donc moins en mesure d'apporter à son économie un soutien budgétaire supplémentaire sans mettre en péril la soutenabilité de ses finances publiques. Aussi, si la France peut récolter progressivement les fruits des réformes des dernières années au fur et à mesure que la situation économique se normalisera, l'Allemagne pourrait avoir, de son côté, la capacité de réaliser des investissements publics plus importants.

Toutefois, l'évolution rapide de la perception des vulnérabilités liées à la dette publique « monétisée » peut conduire à une réévaluation des marges de manœuvre budgétaires disponibles. La quasi-totalité de la

Les défis liés à la « disruption » sont particulièrement importants pour certains grands secteurs industriels allemands

² Des choix méthodologiques différents faits par les comptes nationaux pour tenir compte de situations économiques très inhabituelles peuvent également expliquer une partie de cet écart.

THÉMATIQUE

hausse de l'endettement public lié au Covid devrait être absorbée par les achats de la BCE qui, très probablement, maintiendra pendant longtemps les taux d'intérêt à des niveaux très faibles. Par ailleurs, la *Théorie Monétaire Moderne* (suivant laquelle l'endettement public peut avoir un coût budgétaire réel très faible, voire nul) semble gagner du terrain parmi les acteurs économiques et du marché. Il est donc possible (quoique pas certain) qu'une situation d'endettement public déjà très élevé soit moins un obstacle à emprunter davantage qu'on ne le croyait précédemment. De futurs plans de relance se heurteraient alors davantage à des obstacles opérationnels, potentiellement aussi nombreux en Allemagne qu'en France (choix des projets, freins bureaucratiques, opposition de certaines parties prenantes...), qu'à des limites de capacités de financement. En outre, rappelons que la zone euro vient de franchir une étape importante en termes de mutualisation de la dette (quoiqu'en principe ponctuelle, et avec la France, comme l'Allemagne, en tant que contributeur net).

Enfin, les performances relatives des deux économies dépendront aussi de la façon dont elles sauront faire face aux défis sectoriels dits de la « disruption », dont certains pourraient être plus prononcés dans le cas allemand.

L'Allemagne, comme la France, détient de solides positions dans des secteurs bien exposés à certaines grandes tendances économiques mondiales (les deux pays, par exemple, sont d'importants fournisseurs de grandes infrastructures urbaines et de transport, essentielles pour accompagner le développement des grandes « villes mondiales »).

À l'inverse, l'Europe, de manière générale, est considérée comme très en retard sur les États-Unis et la Chine en matière de Big Tech et de Big Data.

Cependant, alors que l'économie française, très orientée vers les services, doit relever des défis multiples, mais dans l'ensemble similaires à ceux

rencontrés par les autres économies avancées de taille moyenne, l'Allemagne pourrait, en plus, être confrontée à des difficultés spécifiques liées à l'importance de certains de ses secteurs industriels. Ainsi, l'automobile et la chimie représentent, ensemble, 6,4 % de la valeur ajoutée allemande, contre seulement 1,7 % en France. Or ces activités, où l'Allemagne occupe une position de leader mondial, sont à la fois très gourmandes en investissement et directement ciblées par la remise en cause des grandes habitudes de consommation³. La capacité de l'Allemagne à faire les bons choix d'investissement pour adapter ces secteurs aux enjeux environnementaux, techniques et commerciaux des prochaines années déterminera probablement en grande partie dans quelle mesure elle restera le leader économique incontesté de la zone euro.

Conclusion

En retard économique par rapport à l'Allemagne, la France a fait d'importants efforts durant la période 2014-2020 pour améliorer son potentiel de croissance. Malgré la crise du Covid et son coût très important en termes de PIB et de finances publiques, et pour autant que les délais habituels entre les réformes et leurs effets soient toujours vérifiés, l'économie française, à présent un peu plus flexible et compétitive, devrait toucher, au cours du reste de cette décennie, des dividendes de ses efforts passés. L'Allemagne, de son côté, a été moins active en termes de politique de l'offre au cours des dernières années. Elle n'en conserve pas moins une longueur d'avance si l'on en juge par les principaux indicateurs de compétitivité et dispose d'amples capacités budgétaires pour soutenir l'activité et investir. Alors que la structure actuelle de son économie l'expose particulièrement à certains des défis dits de la « disruption », les choix stratégiques faits dans certains de ses grands secteurs industriels seront probablement déterminants pour le maintien de son leadership.

Achévé de rédiger le 30/09/2020

³ Des études ont ainsi souligné le grand nombre d'emplois qui pourraient être menacés dans l'industrie automobile allemande : jusqu'à 400 000 d'ici 2030, sur un total actuel de 830 000, d'après une évaluation datant de janvier 2020 de la Plateforme Nationale sur l'Avenir de la Mobilité, une agence de recherche financée par le gouvernement allemand.

THÉMATIQUE

La France vient d'annoncer un plan de relance de 100 milliards d'euros

VALÉRIE LETORT, *Stratégiste Taux***Principales caractéristiques du plan :**

Le plan biennal « France Relance », doté d'une enveloppe de 100 milliards d'euros, s'inscrit dans le programme présidentiel d'Emmanuel Macron. Celui-ci vise à restaurer la compétitivité des entreprises françaises et à faciliter la création d'entreprises et l'embauche grâce à la flexibilité du marché du travail, afin de faire baisser le chômage et générer de la croissance.

Toutefois, le dispositif massif de chômage partiel, également appelé « bouclier anti-licenciements », devrait être maintenu jusqu'à la fin de l'année.

30 milliards d'euros lui ont déjà été alloués dans le cadre des programmes précédents et 7 milliards d'euros supplémentaires lui seront alloués dans le cadre du plan de relance.

Au total, les injections directes de liquidités liées au Covid-19 ont déjà atteint 60 milliards d'euros, sans compter les 120 milliards d'euros alloués sous forme de prêts aux entreprises. Ce plan vient donc en complément, mais doit surtout permettre « d'investir dans l'avenir... pour bâtir la France de demain », selon Emmanuel Macron.

Le plan devrait être financé à 40 % par l'Europe. Combiné aux autres mesures de soutien, il fera passer la dette du pays de 100 % à 120 % du PIB.

Il repose sur trois piliers dotés d'une enveloppe de 30 à 35 milliards d'euros chacun :

1/ 30 milliards d'euros sont destinés à la transition écologique, mais seront en réalité principalement orientés vers les infrastructures vertes (développement du fret ferroviaire et des pistes cyclables, promotion de l'isolation thermique des bâtiments) et les véhicules moins émetteurs de CO₂, tels que les voitures et les avions « verts ». Ce soutien prendra la forme de projets parrainés par l'État ou de primes à l'achat. Le soutien au marché de l'emploi proviendra principalement du secteur de la construction, qui est l'un des plus gros employeurs de France.

2/ 15 milliards d'euros seront consacrés à l'innovation et à la relocalisation en ciblant principalement les secteurs de la pharmacie et du numérique. La numérisation sera sans doute plus facile à implémenter dans le service public et les grandes entreprises. Il faudra donc s'appuyer sur les collectivités territoriales pour contribuer à la numérisation des petites et moyennes entreprises, qui prises dans leur ensemble sont les plus gros employeurs en France et les plus imbriquées dans le tissu social. De fait, en 2019, ces petites et moyennes entreprises représentaient 9 % du PIB et employaient 49 % des 14 millions de travailleurs français. Ces entreprises viennent principalement des secteurs de la construction, de la restauration et de l'hébergement.

20 milliards d'euros supplémentaires serviront à financer une baisse des taxes sur la production et de la taxe foncière, les trois quarts de ce montant étant destinés aux petites et moyennes entreprises.

3/ Les 30 milliards d'euros restants seront consacrés à la protection sociale, dont 15 milliards d'euros pour l'emploi, les formations et les reconversions, près de 7 milliards d'euros pour l'apprentissage, plus de 7 milliards d'euros pour le dispositif de chômage partiel et 6 milliards d'euros pour le secteur de la santé.

Les trois piliers du plan de relance sont donc cohérents et imbriqués. Ils visent à déclencher un cercle économique vertueux par la création d'emplois et de startups¹, ainsi que le rétablissement de la confiance qui permettra aux ménages français de dépenser leurs économies, complétant ainsi les projets gouvernementaux avec des infrastructures physiques ou numériques.

L'épargne prévisionnelle des ménages français a en effet atteint le montant record de 100 milliards d'euros, soit autant que le plan de relance.

Le gouvernement français souhaite donc encourager les ménages français à dépenser et s'engage à ne pas hausser leur niveau d'imposition. Si les primes à l'achat prévues par le plan apportent une aide, le rétablissement de la confiance dans un contexte de multiplication des licenciements dans les grandes entreprises françaises et de détérioration des conditions sanitaires sera une tâche difficile qui devrait prendre un certain temps.

Le calendrier de déploiement du plan est très ambitieux et prévoit 30 milliards d'euros dès 2021, alloués sur une base mensuelle par le comité ministériel du Premier ministre Jean Castex. Il pourrait toutefois s'étirer jusqu'en 2024.

¹ Le plan devrait permettre la création de 60 000 emplois en 2021 et le redémarrage de l'activité post-confinement devrait déboucher sur 200 000 emplois supplémentaires.

THÉMATIQUE



CLAIRE HUANG

Macrostratège, Marchés émergents

FEDERICO CESARINI

Stratège Cross Asset

ERIC MIJOT

Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

Japon : continuité politique

Soucieux de consolider sa majorité par des élections anticipées, Yoshihide Suga s'engage à poursuivre la politique de son prédécesseur et laisse entendre que des mesures de relance budgétaire supplémentaires sont possibles. Au-delà de la politique intérieure, nous nous attendons à ce que les facteurs de risque externes et le positionnement des investisseurs jouent un rôle clé pour les actions japonaises et la devise du pays.

Président du Parti libéral démocrate (PLD) et 99^e Premier ministre du Japon à la mi-septembre. Yoshihide Suga a été désigné pour mener à son terme le mandat de Shinzō Abe à la tête du PLD. Celui-ci se terminera officiellement en septembre 2021 et sera suivi, un mois plus tard, par les élections à la Chambre basse du Japon.

La motivation politique en faveur d'élections anticipées est forte. Les sondages indiquent que Yoshihide Suga commence son mandat sur une bonne lancée. En effet, son indice de confiance au lendemain de son investiture est supérieur à celui de Shinzō Abe en 2012. C'est également le troisième plus élevé depuis 2000. Si l'on se fie au passé, cet indice de confiance devrait commencer à baisser et une stratégie attentiste serait peu efficace. Le nouveau gouvernement pourrait donc profiter de cette période de grâce pour tenter de consolider sa majorité tant que c'est encore possible. De plus, une élection anticipée laisserait moins de temps au PDC (Parti démocrate constitutionnel), le parti d'opposition récemment fusionné, pour rassembler les forces d'opposition.

Élections anticipées en fin 2020 ou début 2021 plutôt qu'à l'été. En raison des élections de l'assemblée

métropolitaine de Tokyo qui se dérouleront en juillet 2021 et qui seront suivies par les Jeux olympiques de Tokyo du 23 juillet au 5 septembre, il est probable qu'une éventuelle élection anticipée soit organisée plusieurs mois au préalable. Auparavant, le gouvernement de Yoshihide Suga devrait présenter un troisième budget supplémentaire en octobre. Le gouvernement a également laissé entendre qu'il adopterait une politique budgétaire expansionniste pour l'exercice 2021. En revanche, selon les déclarations du Komeito, membre de la coalition au pouvoir et de Yoshihide Suga la tenue d'élections en octobre est exclue, la priorité absolue pour le moment étant la maîtrise du Covid-19.

La probable continuité politique est favorable aux marchés. Le récent remaniement devrait sans doute jouer en faveur du PLD et lui permettre de se maintenir au pouvoir, tandis que le soutien des partis d'opposition est davantage fragmenté. Si le PLD remporte les élections générales, Yoshihide Suga aura de meilleures chances d'être réélu dans la course à la présidence du PLD l'an prochain et donc de rester en fonction jusqu'en septembre 2024, ce qui promet une période de stabilité et de continuité

1/ Japon : marché des actions et taux de change



Source : Recherche Amundi, Datasteam - Données au 29 septembre 2020

THÉMATIQUE

politique pour les marchés japonais à moyen terme.

La politique Suga dans la continuité de celle d'Abe. Yoshihide Suga est cependant considéré comme capable de mener à bien des réformes, grâce à sa grande expérience et à son réseau. Il a élaboré un programme de réforme mettant, à court terme, l'accent sur la transition numérique. Parmi ses autres objectifs ambitieux figurent la restructuration des banques régionales, le rajeunissement des PME et le rapatriement des chaînes de production japonaises.

Répercussions sur les marchés

Au lendemain de l'élection de Yoshihide Suga à la présidence du PLD, la première réaction du yen fut un renforcement, les investisseurs commençant à intégrer une éventuelle fin de la politique économique de Shinzō Abe. Bien que ce programme n'ait pas atteint ses objectifs, un changement en profondeur des politiques nationales semble peu probable à ce stade.

La continuité à court terme de la politique actuelle semble être l'issue la plus probable. Le yen devrait donc essentiellement être influencé par des facteurs de risque externes. Compte tenu des perspectives de reprise mondiale en 2021, la normalisation du sentiment devrait compenser toute hausse potentielle résultant de l'accent accru mis sur les réformes intérieures que la politique de Yoshihide Suga devrait mettre en œuvre.

Pour ce qui est des actions, le marché japonais est l'un des plus cycliques au monde. Les valeurs industrielles, qui devraient compter parmi les gagnants du prochain cycle, représentent 20 % du marché contre 9,6 % dans le MSCI World. Cela fait du Japon un candidat naturel pour renforcer la cyclicité d'un portefeuille d'actions mondiales, d'autant que le programme d'achat d'ETF de la BoJ contribue à réduire la volatilité du marché. La nouvelle configuration politique ne devrait pas changer la donne à cet égard.

Achévé de rédiger le 24/09/2020

LE THÈME DU MOIS



MONICA DEFEND
Responsable de la Recherche
Groupe



LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche
Cross Asset

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

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

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

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

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

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

1. Aux États-Unis, le rebond technique du troisième trimestre par rapport au deuxième a dépassé nos attentes en termes de PIB, de chômage et de marché du logement, même si ce rebond ne suffit pas à compenser les pertes de production.

2. Un certain ralentissement des statistiques à haute fréquence en fin d'été ne devrait pas compromettre le rebond du troisième trimestre, mais mérite d'être surveillé, car la vitesse à laquelle les économies aborderont le quatrième trimestre sera cruciale pour prolonger la reprise en 2021. L'an prochain, la croissance mondiale sera fortement influencée par des effets de base exceptionnels qui viendront compenser les pertes sans précédent du deuxième trimestre 2020.

3. Aux États-Unis, la politique budgétaire est plus diffuse qu'attendu, avec notamment peu de visibilité sur la phase 4 de l'accord républicains et démocrates.

4. La vitesse à laquelle les nouvelles mesures et le nouveau cadre budgétaire ont été mis en place dans la zone euro (budget intégré plus important de l'UE, avec notamment le plan de relance, la suspension temporaire des contraintes budgétaires au niveau national pour permettre le déploiement de politiques expansionnistes et le renforcement des mesures de politique monétaire non conventionnelle).

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

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

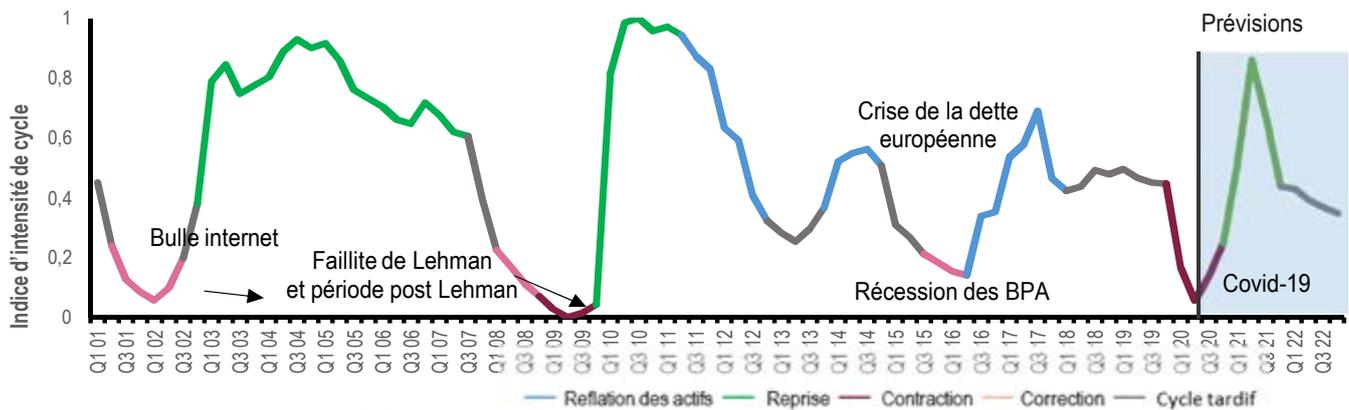
LE THÈME DU MOIS

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

Au cours du trimestre, l'inflation a été un autre sujet d'actualité (mais pas un

facteur déterminant), la Fed présentant son nouveau dispositif de cible d'inflation moyenne (*Average Inflation Targeting* ou AIT) au moment où les taux d'inflation de l'UE étaient proches de leurs plus bas historiques (c'est-à-dire -0,2 % en variation

1/ Prévisions à moyen terme : Investment Phazer prospectif



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

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

Régimes financiers	Comportement des paramètres macroéconomiques				Conséquences en matière d'investissement	
	Croissance	Inflation	Politique monétaire	Conditions financières	Conclusions Cross Asset	Préférences Cross Asset
Ralentissement	<ul style="list-style-type: none"> Croissance inférieure à la tendance Croissance des BPA inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> IPC, IPP inférieurs à la tendance Chute en GA du CSU 	<ul style="list-style-type: none"> Politique monétaire souple conventionnelle Croissance du bilan des BC aux niveaux tendanciels 	<ul style="list-style-type: none"> Les conditions financières commencent à devenir plus dures 	<ul style="list-style-type: none"> Actions mondiales pénalisées Préférence pour le crédit IG plutôt que HY L'or constitue une bonne couverture Hausse de la volatilité 	<ul style="list-style-type: none"> Emprunts d'État Or Investment Grade
Contraction	<ul style="list-style-type: none"> Croissance nettement inférieure à la tendance Chute des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation nettement inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Banques centrales très accommodantes Croissance excessive du bilan des BC 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières durcies 	<ul style="list-style-type: none"> Crédit et actions mondiales peu attractifs Refuge dans la qualité Manque de confiance Volatilité élevée 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidités Or Emprunts d'État
Reflation des actifs	<ul style="list-style-type: none"> Croissance en phase avec la tendance Croissance des BPA supérieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation inférieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Banques centrales très accommodantes Croissance excessive du bilan des BC 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des actions internationales Chute des rendements obligataires La plupart des actifs se comportent bien La volatilité reste faible 	<ul style="list-style-type: none"> Actions internationales Haut rendement Matières premières
Reprise	<ul style="list-style-type: none"> Croissance nettement supérieure à la tendance Forte croissance des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> IPC, IPP supérieurs à la tendance Croissance du CSU en GA supérieure à la tendance 	<ul style="list-style-type: none"> Politique monétaire conventionnelle sévère 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Les actifs risqués sont les plus attractifs Rebond des matières premières et des actions émergentes Volatilité élevée 	<ul style="list-style-type: none"> Haut rendement Métaux de base Actions ME
Cycle tardif	<ul style="list-style-type: none"> Croissance légèrement supérieure à la tendance Consolidation des BPA 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation se rapproche de la cible 	<ul style="list-style-type: none"> Correction des Banques centrales (moins accommodantes) 	<ul style="list-style-type: none"> Conditions financières souples 	<ul style="list-style-type: none"> Hausse des rendements obligataires Consolidation des actions internationales Rotation du HY vers les actions Hausse de la volatilité 	<ul style="list-style-type: none"> Actions MD Investment Grade Haut rendement

LE THÈME DU MOIS

Les politiques monétaires devraient rester accommodantes

L'heure est à la rotation des risques

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

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

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

Les politiques monétaires devraient rester accommodantes, les principales banques centrales jouant un rôle déterminant via leurs dispositifs de QE quasi illimité, couvrant les importants besoins budgétaires et assurant la liquidité des marchés et du système financier. Dans les marchés développés, comme attendu, les principales banques centrales réévaluent leurs orientations prospectives à long terme, tenant compte de leur difficulté persistante à atteindre leurs objectifs d'inflation et autorisant donc des périodes prolongées d'accommodation même en cas de légère hausse de l'inflation. Dans les marchés émergents, les autorités monétaires

cherchent plutôt à mieux équilibrer leurs politiques en tenant compte de la diversité de leurs dynamiques d'inflation. Si, à court terme, nous observons des politiques monétaires encore très expansionnistes avec un ton légèrement accommodant chez les retardataires (Colombie, Mexique et Malaisie), nous nous attendons à ce que celles-ci gagnent en stabilité par la suite à la faveur d'une reprise graduelle.

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

Advanced Investment Phazer : conséquences à moyen terme

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

LE THÈME DU MOIS

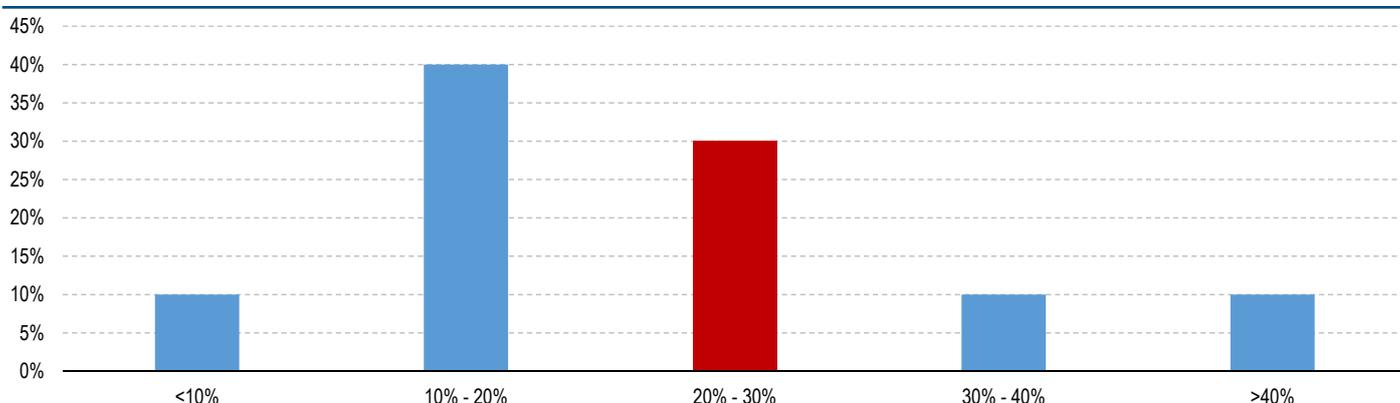
déconnexion de la valeur de ces actifs par rapport à leurs fondamentaux, ce qui augmente les risques baissiers.

Notre scénario central reste celui d'une reprise en 2021, mais les risques sont toujours davantage orientés à la baisse en raison de l'incertitude entourant la pandémie et le déploiement de mesures fiscales, principalement dans les pays développés. Jusqu'à présent, les banques centrales ont pu gagner du temps et laisser les gouvernements préparer une politique budgétaire adaptée. Leur mise en œuvre sera décisive pour affermir

la trajectoire du retour à la croissance. La vigueur de la reprise dépendra également de l'évolution du Covid-19 et d'éventuels reconfinements si l'épidémie venait à s'intensifier durant l'automne.

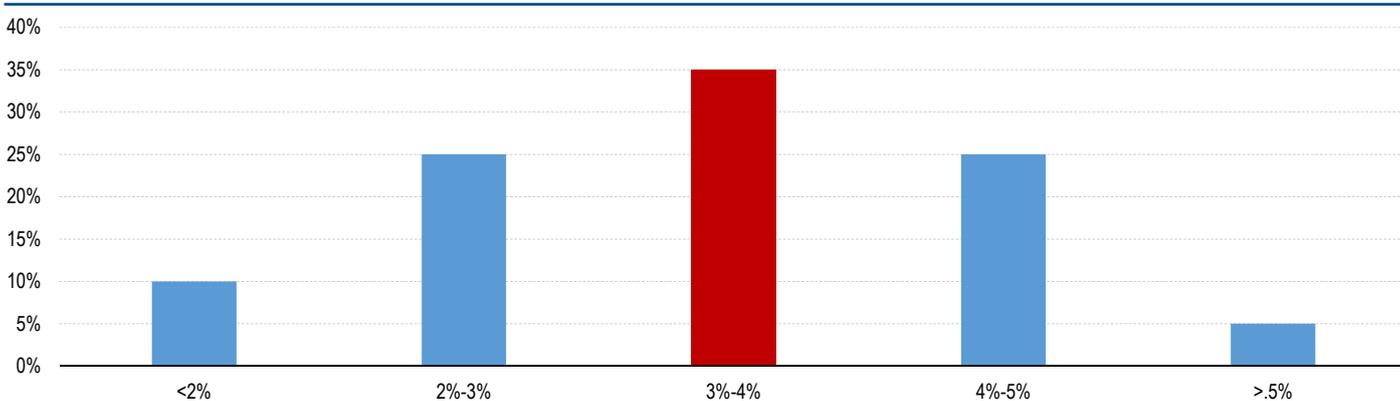
Dans ce contexte, la quête de rendement reste d'actualité, mais exige une plus grande diversification. Les marchés émergents mondiaux, avanta gés par la faiblesse du dollar, pourraient offrir de belles opportunités. De plus, les banques centrales de la région compriment les *spreads* artificiellement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

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



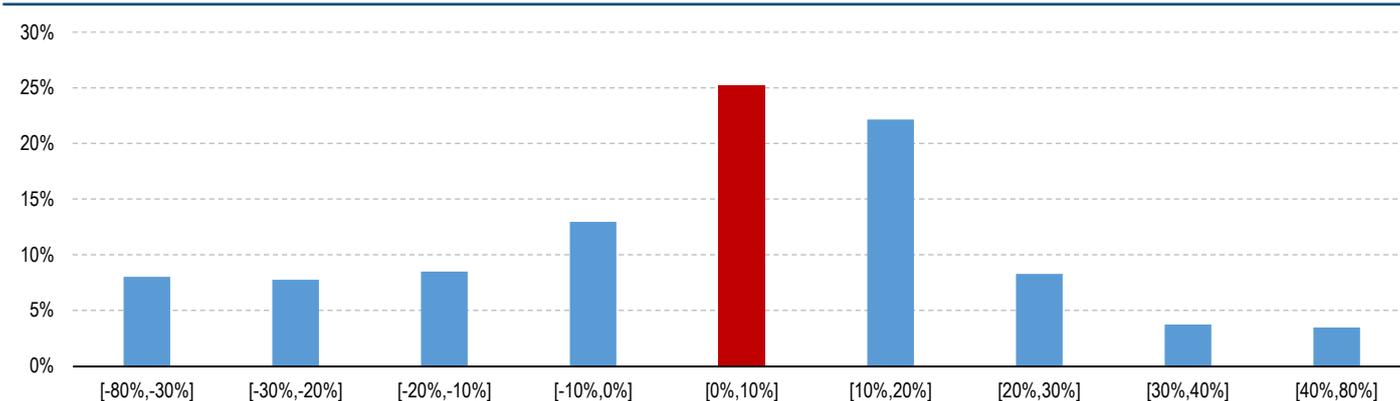
Source: Standard&Poor Website, Amundi Research - Data as of 18/09/2020

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



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

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



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

LE THÈME DU MOIS

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

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

Au cours du quatrième trimestre, les garanties et soutiens financiers accordés par les États au secteur privé devraient progressivement disparaître, laissant renaître les craintes de faillite parmi les entreprises américaines et européennes. Une brusque hausse des taux de défaut pourrait pénaliser le segment du haut rendement dont les *spreads* sont actuellement soutenus par les banques centrales. Dans un tel scénario, nous attendons des banques

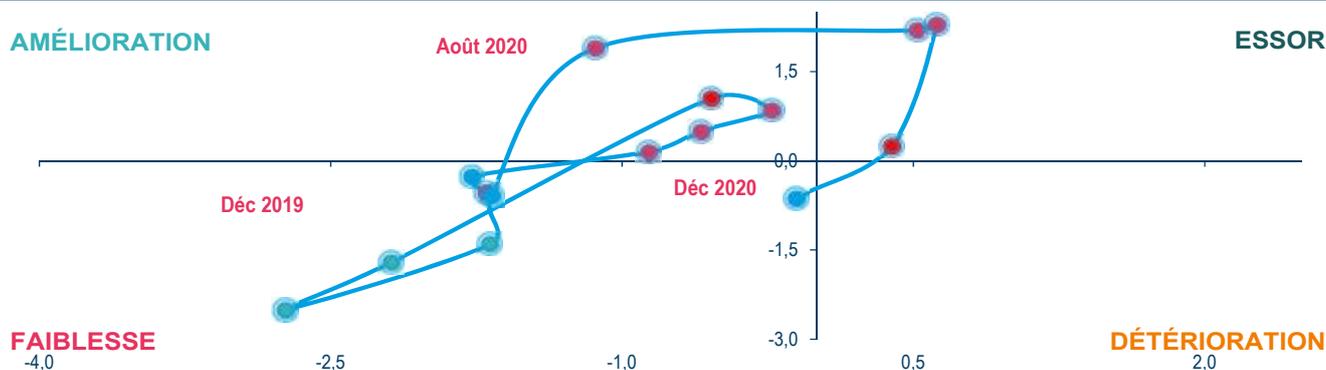
centrales qu'elles s'attachent à prévenir tout effet boule de neige sur le reste de l'univers des obligations d'entreprises.

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

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

Achevé de rédiger le 23/09/2020

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



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

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



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

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

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour mensuelle

Ce mois-ci, nous ne modifions pas notre scénario central et nos scénarios alternatifs. Les données économiques confirment un ralentissement de la reprise, conformément à notre scénario central, et les banques centrales maintiennent leur position accommodante. Nous maintenons la probabilité de notre scénario central à 70 %, 20 % pour le scénario baissier et 10 % pour le scénario haussier.

SCÉNARIO BAISSIER 20 %

Stagnation à long terme

Analyse

- Rechute de la croissance économique (T4 2020/T1 2021).
- Les politiques de relance sont déployées, mais leur efficacité diminue : les liquidités ne se transmettent pas à l'économie réelle et le marché du travail est confronté à l'affaiblissement des mesures de soutien à l'emploi.
- Évolution de la crise économique en crise financière.
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales.
- Efficacité limitée des vaccins ou faible acceptation par le public.

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain.
- Préférer l'or, le CHF, le JPY, le NZD.
- Recourir aux stratégies de volatilité minimum.

SCÉNARIO CENTRAL 70 %

Reprise lente en forme de U

Analyse

- Rebond de court terme (T3) et convergence plus horizontale et graduelle vers les niveaux d'avant-crise, avec d'importants décalages dans le temps. Contexte économique toujours dépendant de la pandémie, aucun vaccin ne pouvant être mis à disposition avant le S2 2021.
- Fragmentation du crédit et hausse des taux de défaut.
- Monétisation de la dette et gonflement du bilan des banques centrales.
- Rétablissement du commerce mondial, grâce au déconfinement des différents pays, qui entraîne le cycle mondial et les moteurs nationaux.
- Accroissement des inégalités sociales.

Répercussions sur les marchés

- Les dynamiques horizontales interdisent tout positionnement directionnel.
- Côté obligataire, gestion active de la duration (en privilégiant les ÉU et les obligations périphériques de l'UE) avec une préférence pour le portage par rapport au bêta.
- Positions acheteuses sur les titres BBB/BB, sélectivité renforcée sur les émetteurs à haut rendement faiblement notés, prudence sur les devises émergentes. L'USD doit être surveillé.
- Côté actions le périmètre du marché doit s'élargir au-delà des FAANG pour que le rebond puisse se poursuivre. Préférer les gagnants à long terme en conservant un biais favorable aux valeurs cycliques.
- Privilégier l'or dans un contexte d'incertitude généralisée.

SCÉNARIO HAUSSIER 10 %

Reprise en forme de V

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 au S2 2020 et au S1 2021.
- Pandémie quasiment éradiquée grâce à des traitements curatifs et préventifs. Mise à disposition d'un vaccin dès le S1 2021.
- Répercussion des mesures de relance monétaire et budgétaire sur l'économie réelle et les marchés financiers.

Répercussions sur les marchés

- Privilégier les actifs risqués avec une rotation du crédit vers les actions et les matières premières (pétrole).
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation.
- Opinion négative sur l'USD en raison des taux d'intérêt négatifs et de l'élargissement du différentiel de taux avec le reste du monde.

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour sur le Covid-19 : la course au vaccin

Tandis que l'atmosphère commence à se refroidir dans l'hémisphère nord et que l'Europe est confrontée à une deuxième vague, les scientifiques du monde entier ont bon espoir de trouver un vaccin pour contrer le SRAS-CoV-2. Au moment où nous écrivons ces lignes, 40 vaccins sont entrés dans la phase des essais cliniques sur l'homme et plus d'une douzaine est en phase finale du processus d'évaluation. Sur les 250 candidats vaccins annoncés, environ 90 sont entrés dans la phase des tests précliniques sur l'animal. La plupart des experts s'attendent à ce qu'un vaccin offrant un potentiel de production évolutif soit disponible en début 2021 ou au plus tard en milieu d'année. Les facteurs clés qui sous-tendent cet effort de recherche médicale sans précédent et ses chances de succès sont la lente mutation du virus, le grand nombre de plateformes technologiques utilisées et l'accès à des financements quasi illimités. La course au vaccin est dans sa dernière ligne droite... viendra ensuite le choix difficile des premiers bénéficiaires.

(Achevé de rédiger le 29/09/2020)

Suivi des vaccins contre le coronavirus



Méthodologie

– Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières. Nous utilisons un algorithme de partitionnement en k-moyennes pour analyser notre ensemble élargi de données macroéconomiques en divisant nos observations en k groupes, l'entier k étant représentatif de l'essentiel des variables de l'ensemble de données. Les observations appartiennent à un k groupe ou à un autre selon leurs similitudes. Le regroupement des observations en k groupes est obtenu en minimisant la somme des carrés des distances euclidiennes entre les observations et les points centroïdes des k groupes, c'est-à-dire les valeurs de référence pour chaque k groupe. Plus la distance est importante, plus la probabilité d'appartenir à un régime donné est faible. Nous superposons enfin l'apport qualitatif du GIC.

– Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épencentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés. Nous maintenons le scénario d'ensemble et les probabilités en termes de risque, la pandémie exacerbant les fragilités et les vulnérabilités existantes.

RISQUE ÉCONOMIQUE
10 %– **Nouvelles vagues et reconfinements**

- Bien que notre capacité à faire face au virus se soit considérablement améliorée (traitement, infrastructures sanitaires, et distanciation sociale), les retombées en termes de sentiment, de dépenses de consommation et de reprise économique pourraient être négatives et entraîner une reprise en forme de W

– **Pas de reprise en V, mais un marché du travail morose**

- Après une reprise rapide, l'économie pourrait ralentir, voire reculer
- Malgré tous les efforts politiques et de soutien social déployés pour préserver les revenus des ménages, la détérioration du marché du travail pourrait encore faire dérailler la reprise

– **Surprises en matière d'inflation**

- Les programmes de QE pourraient devenir une source de problèmes pour la reprise lorsque l'inflation entrera dans l'équation
- La Fed vise un objectif d'inflation moyenne de 2 %

RISQUE FINANCIER
15 %– **Vulnérabilité croissante des entreprises**

- À l'aube de la crise du Covid-19, l'endettement des entreprises avait dépassé les niveaux atteints 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 20 %, impactant le marché du crédit et le bilan des banques

– **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 entraîner une dégradation des notes de crédit et une hausse des taux d'intérêt à long terme
- Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut

RISQUE (GEO)POLITIQUE
15 %– **Élection américaine contestée**

- La dynamique de la campagne du président Trump se renforce et la course avec Joe Biden devrait s'avérer très serrée
- Le processus de vote par correspondance est déjà surveillé de près et le résultat ne sera pas connu le jour du scrutin
- Un litige sur les résultats pourrait se prolonger pendant des semaines
- Il est peu probable que le gagnant ne soit pas encore déterminé le jour de l'investiture, en revanche, l'incertitude politique pourrait atteindre son paroxysme en fin novembre-début décembre

– **Tensions sino-américaines**

- La campagne électorale américaine aggrave les tensions avec la Chine
- Le ton également belliciste du parti démocrate suscite de nouvelles incertitudes politiques en matière de relations bilatérales en cas de victoire de Joe Biden
- Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan

RISQUE ÉCONOMIQUE
10 %

- La dynamique d'inflation et la capacité de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude. L'inflation dans les pays émergents est à un point d'inflexion, mais la tendance reste favorable du fait de la faiblesse de la demande (Turquie, Inde et Mexique)

+ Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, valeurs défensives vs cycliques

- Pétrole, actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, exportateurs émergents en devise locale

RISQUE FINANCIER
15 %

+ CHF, JPY, or, CDS, optionalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GEO)POLITIQUE
15 %

– Brexit sans accord

- Les dernières évolutions s'accompagnent d'une hausse considérable de la probabilité de sortie sans accord le 31 décembre
- La nouvelle législation britannique qui annule certains éléments clés de l'accord de retrait portant sur la question très sensible de l'Irlande du Nord a encore accru les tensions avec l'UE
- À trois mois de l'échéance, plusieurs dossiers sensibles sont toujours en suspens et les risques de choc économique en Europe sont élevés

– Instabilité dans et entre les pays émergents

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, volatilité, qualité

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

- Pas atteint, trop tôt pour se prononcer
- Retournement imminent
- Retournement effectué

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- Le rétablissement de l'activité dans le secteur privé se poursuit malgré un ralentissement significatif dû à l'incertitude croissante autour de la pandémie.
- Le secteur manufacturier mène la reprise, les entreprises du secteur annonçant un renforcement de la demande et une amélioration des conditions d'exploitation.
- Le secteur des services reste fortement perturbé par la pandémie. Les mesures restrictives adoptées pour lutter contre la propagation du virus accentuent les divergences entre les secteurs d'activité.
- La reprise est principalement tirée par le marché intérieur, mais on observe des signes manifestes d'amélioration des flux export au niveau mondial.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- **Les actifs risqués semblent moins chers après le récent repli.**
- Les PER en valeur absolue sont toujours supérieurs à la moyenne historique, même si l'on tient compte des BPA anticipés élevés pour 2021. Les primes de risque actions et les PER ajustés en fonction des injections de liquidité des banques centrales sont favorables aux actions en valeur relative.
- Les BC ont, jusqu'à présent, empêché toute correction significative du marché depuis avril, assurant un soutien vigoureux aux actifs risqués.



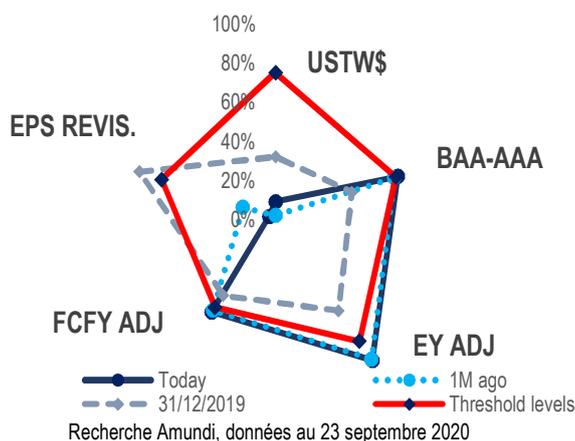
FACTEURS TECHNIQUES

- Les indicateurs techniques ont fortement soutenu le premier volet du rebond des actifs risqués depuis mars.
- Le momentum, qui a été le moteur le plus puissant durant l'été, s'est avéré moins favorable ce mois-ci. La cyclicité, le risque électoral américain et une éventuelle seconde vague de restrictions pèsent sur les actifs risqués depuis le début du mois de septembre.
- D'un point de vue *contrarian*, les marchés ne sont plus excessivement tendus, car les récentes corrections ont normalisé la situation.
- Les facteurs techniques restent donc globalement neutres, les indicateurs de suivi de tendance et les indicateurs de type *contrarian* se compensant mutuellement.

SENTIMENT

- L'indicateur CAST reste le principal contributeur. Les révisions des BPA ont rebondi et la dépréciation du dollar a apporté un soutien supplémentaire. La prime de risque du crédit (Moody's BAA-AAA) reste proche du seuil d'alerte, mais ne suffit pas à inverser le signal.
- Les conditions financières se sont encore assouplies durant l'été tandis que les BC stimulaient l'appétit pour les produits de *spread*.
- Les flux entre classes d'actifs (données State Street) confirment un léger appétit pour le risque. Malgré cet appétit les segments à bêta élevé et cycliques ont reculé en septembre, pour un bilan général des flux en terrain neutre+.

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) reste positif



L'indicateur CAST signale une perception extrêmement faible du risque. Les sentinelles suggèrent un maintien de l'appétit pour le risque grâce à une amélioration de toutes les composantes (à l'exception du rendement des bénéfices ajustés du risque de crédit)

Méthodologie : nous tenons compte de cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

POINTS CLÉS

1 Evaluation du rebond

- Le pic de la pandémie étant désormais derrière nous dans la plupart des grandes économies mondiales (même si le risque de seconde vague est à surveiller), l'attention se porte désormais sur la vitesse et la nature de la reprise.
- Les données haute fréquence annoncent une reprise technique, avec l'Europe en tête, tandis que les États-Unis et le Royaume-Uni accusent un certain retard.
- De nouveaux éléments confirment notre opinion selon laquelle le rebond ne prend pas la forme d'un V, comme l'anticipent les marchés.
- Nous maintenons notre opinion selon laquelle nous sommes confrontés à une reprise plus lente en forme de U et qu'il faudra attendre fin 2021/début 2022 pour que le PIB mondial renoue avec son niveau d'avant-Covid-19. Dans ce scénario aussi, les économies émergentes se redressent plus rapidement (cas de la Chine) que les économies avancées (second semestre 2022).

2 Préférence pour les actions dans notre allocation tactique et stratégique

- Le rebond technique du troisième trimestre n'a pas ramené les économies à leur niveau d'avant-crise. Les performances économiques suivront une trajectoire de rattrapage lente et progressive. Nous nous attendons à ce que l'inflation tende à la hausse pour se stabiliser autour des objectifs au cours de la période de prévision. La résilience des entreprises américaines sous-tend l'actuel rebond des bénéficiaires aux États-Unis.
- En conséquence, nous confirmons que la phase de reprise est le régime macrofinancier le plus probable pour les 12 prochains mois. Néanmoins, nous accordons toujours une probabilité de 20 % pour le scénario baissier. Les risques à court terme sont orientés à la baisse, mais à moyen terme, nous prévoyons une rotation du crédit (HY) vers les actions.
- Positionnement tactique (1 mois): exposition neutre+ aux actions et constructive pour l'IG en euros (contribuant à une durée longue). Positionnement long sur l'or.
- Vision stratégique (3 à 6 mois): rotation du crédit HY vers les actions. Positionnement long sur l'or.

3 Appétit pour le risque euro

- Les intervenants du marché ont poussé l'euro à la hausse et la monnaie unique confirme son attrait dans un contexte d'appétit pour le risque.
- Si la tendance se poursuit, elle pourrait devenir un problème pour la BCE qui « surveille attentivement l'évolution du taux de change et ses répercussions sur les perspectives d'inflation à moyen terme ».
- Pour l'avenir, nous tablons sur une expansion des achats d'actifs de la BCE via les programmes PEPP/APP plutôt que sur de nouvelles baisses de taux dont l'utilité semble encore très controversée.
- L'EUR/USD devrait donc se maintenir dans une fourchette étroite ou poursuivre sur sa tendance légèrement haussière.

4 La politique sera le principal déterminant du marché jusqu'à la fin de l'année

- Les mesures politiques déterminent la trajectoire de la reprise et influencent les acteurs du marché.
- Si les conditions financières restent aussi souples, il est peu probable que la Fed baisse à nouveau ses taux et il en va de même pour les autres grandes banques centrales. Les marchés devront donc composer avec les données économiques et politiques, les mesures de relance budgétaire américaines, les élections américaines, le Brexit et, bien sûr, l'actualité relative au Covid-19.
- La politique budgétaire américaine est toujours dans une phase délicate de limitation des dégâts. Les décisions unilatérales de Donald Trump (allocations chômage, moratoire sur les expulsions) permettent provisoirement d'éviter le mur budgétaire. Nous avons cependant peu de visibilité sur la phase 4 de l'accord bipartite et le plan de redressement/reconstruction sera décidé après les élections.
- Les élections américaines sont trop serrées pour en anticiper le résultat pour la Maison-Blanche et le Sénat, la Chambre des Représentants, en revanche devrait rester démocrate. La préférence des marchés entre Donald Trump et Joe Biden reste incertaine.

POINTS CLÉS

PRÉSIDENTIELLE AMÉRICAINE

Course serrée pour la Maison blanche*

Joe Biden bénéficie d'une avance de 7 points dans les sondages nationaux. La course sera néanmoins très serrée et son issue incertaine pour différentes raisons : (1) Bien que l'avance de Joe Biden dans les sondages nationaux soit significative, son avance dans les États indécis (swing states) n'est que de 3,9 % et se situe dans la marge d'erreur dans de nombreux États. (2) Nous nous attendons à une participation record, avec le plus grand nombre jamais enregistré de votes par correspondance. (3) La cote d'approbation nette de Donald Trump est négative, mais il bénéficie d'une cote de satisfaction positive pour sa gestion de l'économie, ce qui pourrait aider si l'économie se redresse.

La campagne de Donald Trump s'articule autour de trois grands thèmes : l'ordre public, la Chine et l'aptitude de Joe Biden à exercer la fonction présidentielle. Joe Biden, quant à lui, fait campagne sur les thèmes de la politique économique (« Build Back Better »), de la santé, de la discrimination raciale et de la moralité. Joe Biden prévoit un nouveau plan de relance budgétaire pour faire face aux problèmes économiques liés à la pandémie. Il envisage également un vaste programme d'investissement et de soutien aux infrastructures (Green New Deal). Joe Biden entend également dynamiser l'Obamacare et la réforme des médicaments sur ordonnance. Les deux candidats devront faire face à la question à long terme de la hausse des inégalités.

Conséquences en matière d'investissement : le dollar devrait rester faible à moyen terme en raison de la réapparition de déficits jumeaux et de la hausse du ratio dette/PIB, ainsi que de l'engagement à long terme de la Fed en faveur de taux proches de zéro. Le plus grand risque menaçant la dynamique à court terme du marché est une présidentielle indécise. Les secteurs de la technologie, de la défense, de la finance et de l'énergie carbonée sont susceptibles d'enregistrer de meilleures performances avec Donald Trump, tandis que les énergies renouvelables et les infrastructures seraient gagnantes avec Joe Biden.

* Pour en savoir plus : [Élection présidentielle américaine : quels impacts sur l'économie et les marchés financiers américains ?](#)

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Les primes de risque des actions américaines par rapport aux obligations continuent de soutenir les cours des actions, même si la divergence des valorisations dans certaines poches des marchés, comme entre les grandes 5 méga-caps et le reste des marchés, est extrême. Cela appelle un positionnement équilibré entre les secteurs car la récente correction a rappelé aux investisseurs les risques liés aux élections américaines et les risques toujours présents d'une résurgence du virus. Les investisseurs pourraient se concentrer sur la rotation du leadership vers les valeurs cycliques et de grande qualité.
	Europe	=		Les données économiques se sont améliorées mais la deuxième vague de virus en France, en Espagne, au Royaume-Uni et dans d'autres pays a accru les risques car les gouvernements équilibrent la nécessité d'imposer des confinements stricts avec une relance de la consommation. Toutefois, les résultats du deuxième trimestre ont été meilleurs que prévu et nous pensons que la dispersion des valorisations reste élevée. Dans ce contexte, les investisseurs devraient être actifs, se concentrer sur les entreprises résilientes et rester prudents dans l'ensemble.
	Japon	=		De meilleures perspectives de croissance mondiale devraient favoriser les marchés cycliques et orientés vers l'exportation comme le Japon. Le nouveau premier ministre devrait continuer à bénéficier du soutien économique apporté par la précédente administration, mais les investisseurs doivent rester vigilants.
	Marchés émergents	=		Les marchés émergents tels que la Chine et la Corée ont été mieux à même de gérer la crise, ce qui se reflète dans les statistiques économiques en provenance d'Asie émergente (premier entré, premier sorti). Toutefois, les risques géopolitiques liés à la politique étrangère plus affirmée de la Chine doivent être surveillés. Au niveau sectoriel, nous étudions de manière sélective les titres des secteurs de l'industrie, de la consommation cyclique et des matériaux, et nous concentrons sur les titres moins bien valorisés dans la technologie.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Sur les marchés obligataires internationaux, nous restons optimistes à l'égard de la duration américaine, même si nous pensons qu'elle doit faire l'objet d'un suivi attentif à la lumière des récents commentaires de la Fed sur l'inflation. Sur les obligations américaines, nous préférons les TIPS aux UST.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les marchés IG devraient rester soutenus par les banques centrales, mais les investisseurs ne devraient pas transiger sur la sélectivité sectorielle et des noms. Les investisseurs devraient également chercher à réduire un peu le risque de duration et à maintenir des coussins de liquidité appropriés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous sommes prudents/neutres sur le HY car nous pensons que les marchés resteront soutenus par les actions des BC, mais les investisseurs devraient être attentifs aux défauts notamment dans des secteurs comme le tourisme, l'énergie qui sont les plus exposés à la crise. En outre, la lenteur de la reprise pourrait entraîner des difficultés pour les entreprises en difficulté dans un contexte de faible activité. Les arguments en faveur de la sélectivité restent élevés.
	Govies Europe	-/=		Nous identifions des opportunités dans cet univers d'aplatissement de la courbe dans un contexte de faible inflation dans la zone euro. Sur la dette périphérique, nous restons positifs compte tenu du soutien continu de la BCE et de la réduction des risques de fragmentation avec le reste des marchés européens.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous restons constructifs à l'égard des obligations IG en euro, car le soutien continu de la BCE et la baisse de l'endettement par rapport à leurs homologues américaines sont favorables à la classe d'actifs. Les financières et la dette subordonnée restent notre priorité, mais la sélection est également importante.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Au sein du HY, nous préférons le segment BB car nous pensons que les investisseurs ne devraient pas aller trop bas dans le spectre de qualité de crédit pour ce surcroît de rendement. Il pourrait y avoir une fragmentation croissante entre les entreprises disposant d'un volant de liquidités suffisant et celles qui peinent à répondre aux besoins quotidiens en raison du manque d'activité. Par conséquent, la sélectivité est cruciale.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons notre préférence pour la dette en devise forte, en particulier sur le HY car les spreads IG se sont déjà resserrés à des niveaux préétablis, et la perspective d'une nouvelle offre subsiste. Toutefois, les risques de défaut souverain doivent être surveillés.
	Émergents Dette en devise locale	=		Dans l'ensemble, nous restons prudents à l'égard des taux des marchés émergents. En ce qui concerne les devises, nous identifions certaines opportunités parmi les devises qui, selon nous, ont sous-performé et où un rattrapage est possible.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières devraient bénéficier des anticipations de reprise économique et de disponibilité d'un vaccin. À l'avenir, la demande de pétrole pourrait se redresser par rapport aux niveaux actuellement faibles, mais le prix du WTI devrait se maintenir entre 40 \$ et 50 \$ le baril au cours des prochains mois. Dans les métaux précieux, la récente correction de l'or et de l'argent est due aux inquiétudes liées au niveau élevé des taux réels, aux inquiétudes liées au « risk on » et à une pause dans les achats d'actifs par la Fed. Élément important, les politiques des banques centrales ont fait grimper les cours de l'or et, tant que cette attitude accommodante est maintenue, toute correction douloureuse est peu probable. Toutefois, si les BC changent de position de manière inattendue, l'or pourrait être vulnérable à une grave dégradation de sa notation, étant donné que sa juste valeur, basée sur des indicateurs traditionnels (taux et devises), est bien inférieure à celle des niveaux actuels.
	Devises			Le soutien structurel et cyclique au dollar s'estompe, ce qui suggère que le billet vert peut continuer à baisser en 2021. Contrairement au passé où le dollar ne cessait de s'écarter de sa juste valeur, il a désormais perdu deux des principaux supports cycliques: l'avantage de taux et la prime de croissance américaine se sont effondrés au S1 2020. Toutefois, nous pensons qu'il existe encore des risques à court terme qui empêcheront un mouvement linéaire. En effet, la corrélation avec les actifs risqués reste élevée et certaines devises (GBP, EUR surtout) restent attachées au risque de déception sur les anticipations de croissance.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 30 septembre 2020, opinion relative à un investisseur basé en EUR. Ce document représente une évaluation de l'environnement de marché à un moment donné et n'a pas vocation à constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme des recherches, des conseils en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement fournies à titre d'illustration et à titre pédagogique et peuvent être modifiées.

Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'aucun produit d'Amundi. IG = Obligations d'entreprises « investment grade », HY = Obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale = obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 21/09/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
Monde	3,1	-4,8/-3,8	4,8/5,9	3,0	2,6	2,8
Pays développés	1,7	-7,2/-5,8	3,7/5,0	1,4	0,8	1,5
États-Unis	2,3	-5,6/-4,2	3,0/4,0	1,8	1,3	1,8
Japon	1,2	-5,1/-4,5	2,1/2,7	0,7	0,1	0,3
Royaume-Uni	1,4	-11,5/-10,5	7,0/9,0	1,8	0,8	1,5
Zone euro	1,2	-9,4/-7,4	4,2/6,2	1,2	0,4	1,4
Allemagne	0,6	-7,6/-5,6	2,6/4,6	1,5	0,7	1,5
France	1,2	-11,2/-9,2	6,0/8,0	1,3	0,5	1,2
Italie	0,3	-11,7/-9,7	4,1/6,1	0,7	0,1	1,1
Espagne	2,0	-12,5/-11,5	7,5/8,5	0,7	0,1	1,2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** le rebond économique du troisième trimestre dépasse nos attentes en matière de PIB, entraînant une révision à la hausse de nos prévisions d'août. Toutefois, la décélération de plusieurs indicateurs à la fin du troisième trimestre ne permet pas de maintenir la dynamique du troisième trimestre dans les prévisions du quatrième. Après un certain fléchissement au second semestre 2020, l'inflation globale devrait poursuivre sa tendance haussière progressive pour se stabiliser autour de 2 % à partir de mi-2021, avec d'éventuels dépassements temporaires. À l'approche du 3 novembre, le regard des décideurs politiques se déplace quelque peu et le risque que la politique budgétaire de 2020 soit plus diluée que prévu augmente avec, notamment, une visibilité réduite sur la phase 4 de l'accord.
- Zone euro :** après un important rebond au début du troisième trimestre, la courbe de reprise des économies de la zone euro s'est aplatie, tandis que la réapparition du Covid-19 en septembre dans plusieurs pays suscite des inquiétudes quant à la dynamique économique à l'approche du quatrième trimestre. Nous tablons donc sur une reprise progressive de la demande intérieure et extérieure, soutenue par une politique monétaire ultra-accommodante et des politiques budgétaires contracycliques. L'inflation restera modérée à court terme et augmentera progressivement jusqu'en 2021, tout en restant largement inférieure à l'objectif. La prolongation temporaire des dispositifs de chômage partiel pourrait permettre d'éviter une forte détérioration du marché de l'emploi.
- Japon :** la deuxième vague de Covid-19 a laissé son empreinte sur la reprise économique, les dépenses des ménages marquant le pas au début du troisième trimestre et la mobilité restant stationnaire. Le moral des entreprises a été mitigé en septembre et si les perspectives du secteur manufacturier se sont améliorées pour l'automobile, elles ont été freinées par le commerce de détail en dehors du secteur manufacturier. Nous continuons à envisager une reprise en douceur, sans anticiper de retour de l'économie à ses niveaux d'avant-Covid en 2021. La lente réduction de l'écart de production fera baisser l'inflation.
- Royaume-Uni :** durant l'été, l'économie a continué à rebondir après son repli du deuxième trimestre, bien qu'à un rythme plus lent en septembre, dans un contexte de résurgence du Covid-19 et de mise en place de nouvelles restrictions qui devraient probablement peser sur la dynamique économique du quatrième trimestre. Le marché du travail est toujours sous pression et le chômage pourrait bondir si les dispositifs de chômage partiel (qui prennent fin en octobre) ne sont pas prolongés. Une telle évolution accroîtrait la probabilité d'une nouvelle série de mesures de soutien budgétaire, ainsi que d'un certain assouplissement sur le front monétaire plus tard dans l'année, tandis que le Brexit constitue une menace baissière supplémentaire.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	29-09 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.07
Zone euro	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.60
Japon	-0.05	-0.1	-0.06	-0.1	-0.09
RU	0.10	0.00	0.04	0.00	-0.04

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	4 novembre
BCE Conseil des gouverneurs	29 octobre
Banque du Japon MPM	29 octobre
Banque d'Angleterre MPC	5 novembre

Source : Recherche Amundi

- **Fed** : la Fed a dévoilé ses nouvelles orientations prospectives associées aux récentes modifications de ses objectifs à long terme et de sa stratégie de politique monétaire. Le taux actuel sera maintenu « jusqu'à ce que le marché du travail ait atteint un niveau compatible avec ce que le Comité estime être le plein-emploi et que l'inflation soit passée à 2 % et qu'elle soit en mesure de dépasser légèrement ce seuil durant un certain temps. »

Selon les nouvelles projections économiques, les taux devraient rester à zéro jusqu'en fin 2023 au moins.

Pour l'heure, la Fed estime que sa politique est adaptée. Son programme d'achat d'actifs n'a pas été modifié et la Fed ne semble pas juger urgent de passer à un dispositif de QE plus traditionnel favorisant l'achat d'échéances plus longues. Le QE se maintiendra au rythme actuel « durant les prochains mois ».

- **BCE** : la BCE semble à l'aise avec l'orientation actuelle de sa politique monétaire, mais se tient prête à ajuster tous ses dispositifs. Elle évaluera attentivement les données entrantes, y compris l'évolution du taux de change et ses conséquences en termes de perspectives d'inflation à moyen terme.

Christine Lagarde a souligné le bilan positif des dernières mesures de relance. Les TLTRO, qui ont pour objectif de stimuler les prêts à l'économie, ont été un franc succès. En effet, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières atteignait 7 % en juillet. Le PEPP dispose encore d'une puissance de feu inutilisée d'environ 850 milliards d'euros.

- **BoJ** : la BoJ a maintenu sa politique monétaire inchangée le 17 septembre, au lendemain de l'inauguration du gouvernement de Yoshihide Suga. Le gouverneur Haruhiko Kuroda a souligné que la banque centrale continuerait à coordonner son action avec le gouvernement du Premier ministre Yoshihide Suga. Joignant le geste à la parole, une réunion s'est tenue entre les deux le 23 septembre. Haruhiko Kuroda a précisé qu'il resterait en fonction jusqu'à la fin de son mandat en avril 2023 et a déclaré que, malgré l'appréciation récente du yen, la banque centrale ne prévoyait aucun changement de son objectif d'inflation à 2 %.

- **BoE** : comme largement anticipé, la Banque d'Angleterre a voté le maintien inchangé de sa politique.

La BoE a pris acte des risques que l'évolution récente de la pandémie et l'issue du Brexit font peser sur la croissance économique. Les marchés s'attendent toujours à une prolongation du QE avant la fin de l'année, lorsque le programme actuel prendra fin. Dans l'immédiat, la combinaison d'un dispositif de QE avec des orientations prospectives restera probablement l'outil privilégié par rapport aux autres outils disponibles, malgré la récente décision d'évaluer l'option des taux négatifs.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 21/09/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 fourchette	2021	2019	2020	2021
Monde	3,1	-4,8/-3,8	4,8/5,9	3,0	2,6	2,8
Pays émergents	4,0	-3,2/-2,4	5,5/6,4	4,1	3,7	3,6
Brésil	1,1	-5,9/-4,9	3,7/4,7	3,7	2,7	3,0
Mexique	-0,3	-10,5/-9,5	3,6/4,6	3,6	3,5	3,8
Russie	1,3	-4,0/-3,7	2,5/4,5	4,5	3,2	3,8
Inde	4,9	-9,5/-8,1	7,6/8,9	3,7	6,4	5,9
Indonésie	5,0	-3,4/-2,4	2,9/3,9	2,8	2,1	2,8
Chine	6,2	1,8/2,4	7,6/8,2	2,9	2,7	2,0
Afrique de Sud	0,2	-9,1/-8,1	2,8/3,8	4,1	3,4	4,4
Turquie	0,8	-5,2/-4,2	3,3/4,3	15,5	11,3	11,0

Source : Recherche Amundi

- Chine :** nous anticipons une normalisation de la croissance séquentielle de la Chine qui devrait redescendre vers la tendance du second semestre 2020, tandis que la croissance globale en variation annuelle devrait continuer à se redresser pour atteindre environ 6 %. Les dernières données font état d'une reprise plus équilibrée, avec une accélération des investissements privés et de la consommation de services. Par ailleurs, nous tablons sur une diminution de l'inflation des denrées alimentaires et sur une nouvelle baisse de l'IPC au quatrième trimestre, à mesure que les stocks de porc se reconstituent. Les services et l'inflation sous-jacente ont commencé à se stabiliser en août, grâce à un renforcement de la demande et à la reprise progressive du secteur des services.
- Argentine :** l'activité économique redémarre après une phase de forte dépression dans un contexte de mobilité croissante résultant du respect moins rigoureux des mesures de confinement. Le PIB devrait néanmoins subir une contraction supérieure à 10 % cette année. Sur le plan macroéconomique, particulièrement complexe, il faut désormais composer avec des mesures politiques encore moins orthodoxes qu'avant, les autorités ayant renforcé le contrôle des capitaux pour empêcher l'épuisement des réserves de change (liquidités nettes) au détriment de la croissance et de la crédibilité. La conclusion d'un accord de restructuration de la dette avec le FMI reste néanmoins possible grâce à la vision plus réaliste du FMI sur les difficultés de l'Argentine ce qui constituerait un catalyseur positif.
- Indonésie :** le gouverneur de Jakarta a annoncé et imposé un confinement plus sévère dans la zone métropolitaine. Ce dispositif de confinement a été mis en place le 14 septembre et doit être renouvelé toutes les deux semaines. Nous nous attendons à ce qu'il soit renouvelé pour les prochaines semaines en raison du risque d'engorgement des hôpitaux et du poids de Jakarta dans le PIB du pays (quasiment 20 %), ce qui aggrave les risques baissiers pesant sur la croissance. La banque centrale est restée sur ses positions en septembre et confirme sa volonté de poursuivre le processus de monétisation de la dette. La politique monétaire reste accommodante et la pression en faveur d'un assouplissement supplémentaire s'est renforcée en raison des nouveaux risques qui menacent la croissance.
- Turquie :** La BC a augmenté ses taux de 200 pb avec un taux repo à une semaine à 10,25 %. Cette décision a été motivée par « une reprise rapide de l'économie avec une forte dynamique de crédit », une « évolution des marchés financiers », à savoir la poursuite de la baisse de la monnaie et une « inflation suivant une trajectoire plus élevée que prévu ». Après cette annonce, la devise ne s'est appréciée que marginalement. Si cette hausse est la bienvenue, elle n'est pas suffisante pour restaurer la crédibilité du *policy-mix*, le marché espérant un retour à des taux réels positifs.

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

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

	01-10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
Chine	3,85	3,85	3,75	3,85	3,75
Inde	4	4	3,65	4	3,6
Brésil	2	2	2	2	2,5
Russie	4,25	4,00	4,15	4,25	4,35

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 octobre
RBI (Inde)	4 décembre
BCB (Brésil)	28 octobre
CBR (Russie)	23 octobre

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** le 20 septembre, la PBoC a maintenu son taux de référence des prêts bancaires (LPR) inchangé à 3,85 % pour un cinquième mois consécutif. Nous pensons que, sur le marché interbancaire, la neutralisation politique est pratiquement achevée. Le taux de prise en pension à sept jours sur le marché interbancaire (DR007) a atteint 2,2 %, ce qui correspond au taux que la PBoC applique pour son propre outil d'injection de liquidités avec la même échéance de 7 jours. À l'avenir, nous nous attendons à ce que la banque centrale maintienne le DR007 autour de 2,2 % en ajustant avec agilité le montant de ses injections de liquidités. La croissance du crédit devrait se stabiliser autour de son niveau actuel et le durcissement du crédit ne devrait pas porter au-delà du secteur immobilier visé.
- RBI (Inde) :** après avoir suspendu le mouvement d'assouplissement de sa politique monétaire début août (maintien du taux des prises en pension à 4,0 %), la RBI devrait également maintenir le statu quo lors de la réunion d'octobre en raison de la persistance d'une inflation élevée (6,7 % en variation annuelle en août). Compte tenu des difficultés à faire reculer l'inflation, nous voyons une toute petite marge d'assouplissement additionnel. Les données d'inflation du quatrième trimestre pourraient offrir une marge d'assouplissement supplémentaire. Entre-temps, la RBI mène des opérations spéciales d'open market (OMO) sur les obligations d'État afin de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers. La dernière a été annoncée le 24 septembre.
- BCB (Brésil) :** la banque centrale a maintenu ses taux à 2 % en septembre, conformément à nos attentes, et entend les garder à ce niveau très accommodant jusqu'à ce que les attentes en matière d'inflation se rapprochent suffisamment de la cible. L'action à venir de la banque centrale dépendra toutefois de la situation budgétaire et du maintien d'une politique prudente dans ce domaine. Dans son rapport sur l'inflation du troisième trimestre, la banque centrale a révisé la croissance à la hausse et a confirmé ses prévisions favorables pour l'inflation. Tout bien considéré, nous estimons que la politique de taux « plus bas plus longtemps » sera maintenue pendant au moins un an, pourvu que les autorités gardent le risque budgétaire sous contrôle
- CBR (Russie) :** suite à la baisse de 25 points de base en juillet, la Banque centrale de Russie (CBR) a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 % lors de la réunion du 18 septembre. Cette interruption s'explique par une inflation légèrement plus élevée que prévu, liée à la reprise de la demande des consommateurs, à un rouble plus faible et à un environnement extérieur plus volatil. La CBR est désormais pratiquement à la fin de son cycle de baisses. Elle devrait rester prudente et surveiller à la fois les évolutions géopolitiques ainsi que la dynamique et les anticipations d'inflation avant d'effectuer la dernière baisse de 25 points de base avant la fin de l'année.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES
Prévisions macroéconomiques

(21 septembre 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	-5,6/-4,2	3,0/4,0	1,8	1,3	1,8
Japon	1,2	-5,1/-4,5	2,1/2,7	0,7	0,1	0,3
Zone euro	1,2	-9,4/-7,4	4,2/6,2	1,2	0,4	1,4
Allemagne	0,6	-7,6/-5,6	2,6/4,6	1,5	0,7	1,5
France	1,2	-11,2/-9,2	6,0/8,0	1,3	0,5	1,2
Italie	0,3	-11,7/-9,7	4,1/6,1	0,7	0,1	1,1
Espagne	2,0	-12,5/-11,5	7,5/8,5	0,7	0,1	1,2
Royaume-Uni	1,4	-11,5/-10,5	7,0/9,0	1,8	0,8	1,5
Brésil	1,1	-5,9/-4,9	3,7/4,7	3,7	2,7	3,0
Mexique	-0,3	-10,5/-9,5	3,6/4,6	3,6	3,5	3,8
Russie	1,3	-4,0/-3,7	2,5/4,5	4,5	3,2	3,8
Inde	4,9	-9,5/-8,1	7,6/8,9	3,7	6,4	5,9
Indonésie	5,0	-3,4/-2,4	2,9/3,9	2,8	2,1	2,8
Chine	6,2	1,8/2,4	7,6/8,2	2,9	2,7	2,0
Afrique du Sud	0,2	-9,1/-8,1	2,8/3,8	4,1	3,4	4,4
Turquie	0,8	-5,2/-4,2	3,3/4,3	15,5	11,3	11,0
Pays développés	1,7	-7,2/-5,8	3,7/5,0	1,4	0,8	1,5
Pays émergents	4,0	-3,2/-2,4	5,5/6,4	4,1	3,7	3,6
Monde	3,1	-4,8/-3,8	4,8/5,9	3,0	2,6	2,8

Prévisions de taux directeurs
Pays développés

	29/09 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,08	0/0,25	0,07
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,60
Japon	-0,05	-0,1	-0,06	-0,1	-0,09
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,04	0,00	-0,04

Pays émergents

	01/10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
Chine	3,85	3,85	3,75	3,85	3,75
Inde	4	4	3,65	4	3,6
Brésil	2	2	2	2	2,5
Russie	4,25	4,00	4,15	4,25	4,35

Prévisions de taux longs
Taux 2 ans

	29/09 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,13	0,10/0,3	0,15	0,1/0,3	0,18
Allemagne	-0,696	-0,70/-0,50	-0,75	-0,70/-0,50	-0,81
Japon	-0,136	-0,20/-0,10	-0,13	-0,20/-0,10	-0,13
Royaume-Uni	-0,06	0/0,25	-0,12	0/0,25	-0,14

Taux 10 ans

	29/09 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,66	0,7/0,9	0,77	0,8/1	0,85
Allemagne	-0,51	-0,60/-0,40	-0,47	-0,50/-0,30	-0,43
Japon	0,02	-0,10/0,10	0,08	0/0,2	0,13
Royaume-Uni	0,21	0,20/0,4	0,30	0,3/0,5	0,36

Prévisions de change

	24/09/2020	Amundi T4 2020	Consensus T4 2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021
EUR/USD	1,16	1,16	1,20	1,19	1,22
USD/JPY	105	105	105	106	105
EUR/GBP	0,92	0,93	0,90	0,90	0,91
EUR/CHF	1,08	1,07	1,09	1,11	1,10
EUR/NOK	11,08	10,40	10,45	10,21	10,18

	24/09/2020	Amundi T4 2020	Consensus T4 2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021
EUR/SEK	10,62	10,25	10,30	10,20	10,18
USD/CAD	1,34	1,33	1,31	1,32	1,30
AUD/USD	0,70	0,75	0,73	0,75	0,75
NZD/USD	0,65	0,66	0,67	0,67	0,69
USD/CNY	6,83	6,70	6,80	6,60	6,73

Source: Recherche Amundi

AVERTISSEMENT CONCERNANT NOS PRÉVISIONS

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

Une récession mondiale est notre scénario central à l'heure actuelle.

1. Profondeur de la récession

- La profondeur de la récession sera fonction de la longévité du virus dans les pays touchés et du confinement d'abord progressif, puis total, qui en résultera dans la plupart d'entre eux. Le ralentissement de la demande intérieure (à des degrés divers selon les composantes) et de la dynamique commerciale est déjà manifeste. Nous supposons que l'essentiel du ralentissement aura lieu au cours du trimestre de confinement et qu'il sera suivi d'un ralentissement moins prononcé. Nous surveillons l'évolution des foyers épidémiques et les interruptions/reprises de l'activité économique.

2. Durée de la récession

- La durée de la récession dépendra de l'ampleur de la perturbation économique, des conditions de crédit et de la progression du nombre de défauts d'entreprises qui amplifieront les turbulences sur les marchés financiers et, partant, leur impact sur l'économie.
- La chronologie du choc s'est allongée et, dans l'ensemble, un pic est attendu entre mai et juin 2020. L'économie mondiale pourrait se stabiliser au cours du quatrième trimestre 2020.
- La chronologie de la récession est également fonction des développements spécifiques de l'épidémie ainsi que des faiblesses préexistantes.

3. Impact budgétaire

- L'impact micro et macroéconomique des mesures budgétaires n'est pas intégré dans nos prévisions, mais il semble légitime de tabler sur une normalisation des conditions financières et de liquidité sous l'impulsion des autorités de politique monétaire.

Objectifs financiers

- Les objectifs financiers sont examinés selon le même principe et comprennent des mesures politiques mises en œuvre au quotidien.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THE DAY AFTER



The day after #11

Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)

BLANQUE Pascal, CIO Groupe

- La crise du Covid-19 a rappelé à notre mémoire certaines images du passé (pandémies, guerres, grande crise financière), poussant les banques centrales (BC) et les gouvernements à prendre des mesures sans précédent. Tout ceci a façonné le discours actuel autour du « jour d'après ».
- Les marchés financiers se sont adaptés à ce nouveau discours, les prix reflétant la version la plus optimiste d'une « renaissance le jour d'après ».
- Mais un soutien budgétaire et monétaire bien plus important sera nécessaire pour appuyer la reprise à venir. La crise du Covid-19 a un impact considérable et généralisé sur l'économie réelle et sur la société : le niveau d'endettement global grimpe en flèche et certains secteurs ont très peu de chances de revenir à leurs niveaux d'avant la crise. Les inégalités sociales et intergénérationnelles croissantes sont l'ennemi à combattre si l'on veut éviter la survenue de soulèvements sociaux.
- La politique est ce qui fait le lien entre les discours tenus sur la scène publique (renforcés dans les médias et sur les réseaux sociaux) et les discours institutionnels. Les discours qui émergeront à l'occasion des grands événements politiques à venir — l'élection présidentielle américaine et le débat sur l'allocation des ressources du Fonds européen de relance — détermineront l'orientation des marchés financiers.
- Des discours convaincants peuvent influencer le consensus du marché et entraîner une concentration des transactions autour de grands thèmes. Le discours actuel reste axé sur la relance, ainsi que sur les taux d'intérêt à zéro, tandis que l'inflation demeure la grande oubliée de l'ère du Covid-19. Les investisseurs doivent toutefois être bien conscients que les discours peuvent changer rapidement et qu'il faut s'y préparer. D'ailleurs, ces changements sont probablement le seul moment où les investisseurs peuvent systématiquement extraire de la valeur. Il sera donc essentiel de maintenir un niveau élevé de flexibilité et de liquidité afin d'exploiter les opportunités découlant des inefficiences et des dislocations du marché.

The day after #10

Repenser la recherche macro et cross -asset : les leçons de la crise du Covid-19 (20-07-2020)

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

INSIGHTS PAPERS



Risk budgeting and trade sizing: why they matter to multi-asset portfolio construction (21-09-2020)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset — MCDONALD Shane, Head of Multi Asset Portfolio Construction and Financial Engineering — ORTISI Matteo, Portfolio Construction and Financial Engineering_Senior Analyst — TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

Contributeurs BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Multi-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists

- Dans le contexte actuel d'incertitude accrue, la gestion d'un portefeuille multi-actifs a rarement semblé aussi complexe qu'aujourd'hui, en particulier pour les investisseurs en quête d'un modèle de gouvernance approprié pour la prise de décisions d'investissement.
- Il s'agit non seulement de faire des prévisions de marché précises et de formuler des avis d'investissement adéquats, mais aussi de construire un portefeuille efficace sur la base de ces avis et dans le cadre d'un budget de risque donné.
- L'optimisation de moyenne-variance est depuis longtemps reconnue comme une pratique courante, mais selon nous, elle peut conduire à des portefeuilles très concentrés et instables, ainsi qu'à des rééquilibrages réguliers.
- La « diversification efficace » est au cœur de notre approche de construction de portefeuille. Un cadre d'investissement multi-actifs assorti d'une gestion active doit répartir le risque sur quatre piliers : stratégie macro, couverture macro, stratégies satellites et stratégies de sélection, dans le but d'atteindre les performances ou l'objectif visés par le portefeuille.

Looking for hidden ESG gems: a new frontier for responsible investing with "improvers" (01-09-2020)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities — IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

- La crise actuelle du Covid-19 et les turbulences de marché qui en ont résulté ont confirmé la pertinence croissante de l'intégration de critères ESG et de durabilité dans les décisions d'investissement.
- Les actions ESG ont fait preuve de résilience tout au long de la crise, tant en termes de flux que de performances.
- Nous pensons que l'Europe jouera un rôle essentiel dans la tendance en faveur de l'investissement ESG, car elle englobe la plupart des leaders ESG mondiaux et dispose du cadre ESG le plus avancé au monde.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

The case for US equities in global portfolios (27-07-2020)

STERLING Craig, Director of Core Equity & Head of Equity Research, US — PIRONDINI Marco, Head of Equities US

WORKING PAPERS



Climate change investment framework (09-09-2020)

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

- Ce document présente une première étude de cas de mise en œuvre dans le cadre du portefeuille d'obligations climatiques asiatiques d'AIIB, exécuté en partenariat avec Amundi Asset Management et qui se concentre sur les obligations d'entreprises des marchés émergents. Le Climate Change Investment Framework et ses outils d'analyse peuvent être appliqués à un large éventail de profils d'émetteurs et de classes d'actifs.
- Son objectif est de fournir aux investisseurs un outil de référence servant à évaluer un investissement, au niveau de l'émetteur, en fonction des risques et opportunités financières liés au changement climatique.
- Cette approche transpose les trois objectifs de l'accord de Paris en indicateurs fondamentaux que les investisseurs peuvent utiliser pour évaluer le niveau de progression d'un investissement vers la réalisation des objectifs d'atténuation du changement climatique, d'adaptation et de transition vers une économie à faible émission de carbone.

Measuring and managing carbon risk in investment portfolios (2020-08)

RONCALLI Theo, LE GUENEDAL Theo, LEPETIT Frédéric, SEKINE Takaya, Quantitative Research — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research

INVESTMENT TALKS



Élection présidentielle américaine : quels impacts sur l'économie et les marchés financiers américains? (25-09-2020)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — TODD Christine, Head of US Fixed Income — UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Voir aussi sur ce sujet, l'encadré «Présidentielle américaine course serrée pour la Maison blanche» page 39 de cette édition.

Investing in the first in, first out theme: opportunities in Asia (07-08-2020)

MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor — BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro & Strategy Research — McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity — LAW Esther, Portfolio Manager Emerging Market Debt — with the contribution of HUANG Claire, EM Macro Strategist and LAHBABI Hicham, Deputy Head of Asia ex-Japan Equity

Challenges and opportunities in US Commercial Real Estate (29-07-2020)

SCHIAPPA Andrew, Credit Analyst — TODD Christine, Head of Fixed Income, US — UPADHYAYA Paresh, Director of currency strategy, US portfolio manager

Accord Union européenne : une réponse forte susceptible de renforcer les actifs de l'UE et l'investissement ESG (22-07-2020)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — BRARD Eric, Head of Fixed Income — ELMGREEN Kasper, Head of Equities — With the contribution of de FAY Alban, SRI Corporate Bonds Portfolio Manager - Head of FI SRI Processes — VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Govies and Inflation

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 — Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

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

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

LETORT Valérie, Stratégiste Taux

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit