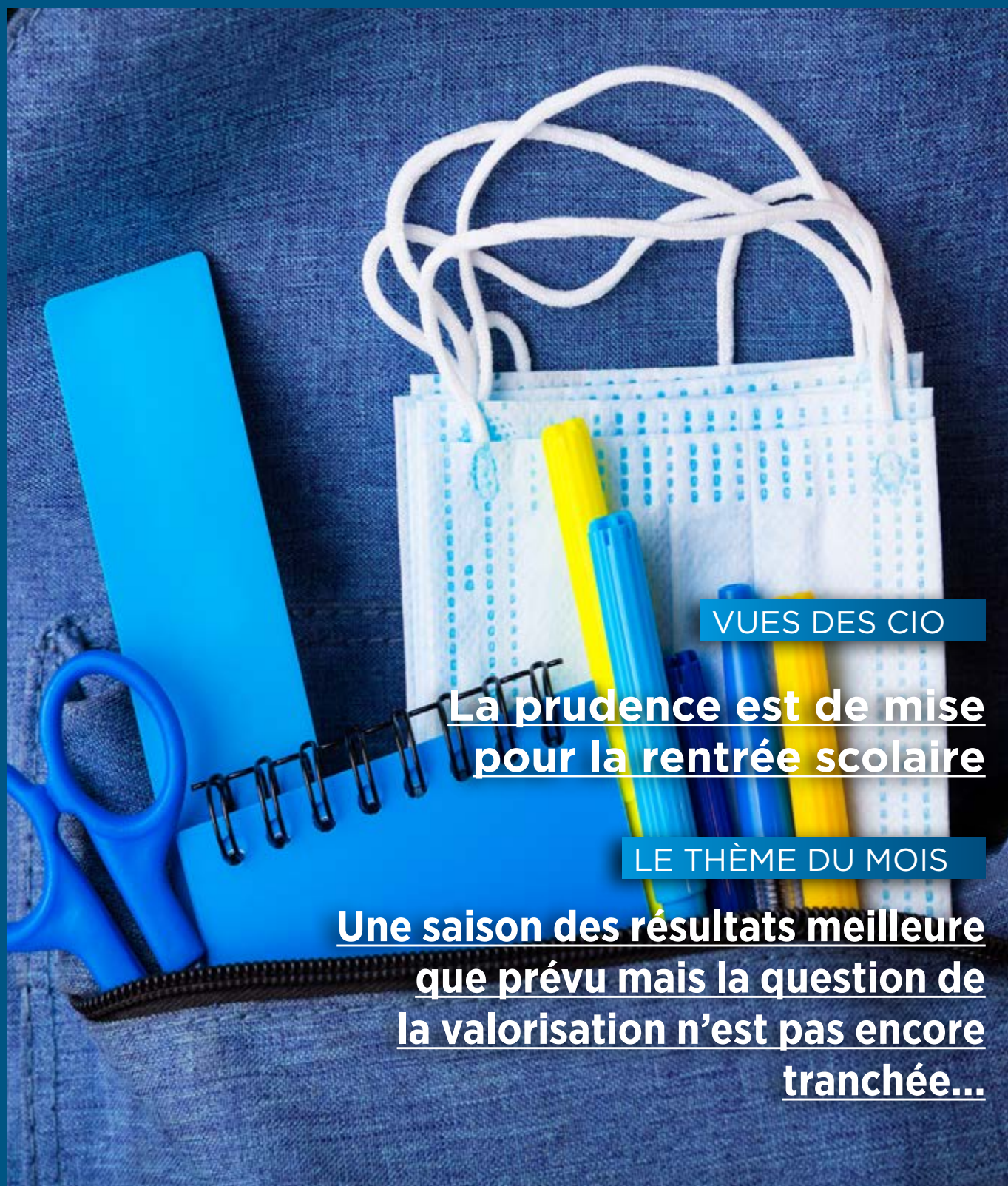


# CROSS ASSET Investment Strategy

# 09

Septembre  
2020

Mensuel



VUES DES CIO

La prudence est de mise  
pour la rentrée scolaire

LE THÈME DU MOIS

Une saison des résultats meilleure  
que prévu mais la question de  
la valorisation n'est pas encore  
tranchée...

## #09 - septembre 2020

### Sommaire

#### Global Investment Views

##### CIO Views

##### **La prudence est de mise pour la rentrée scolaire** p. 3

La saison estivale a vu se poursuivre le découplage entre l'économie réelle et les marchés financiers. Le test de la rentrée scolaire en septembre est crucial, puisqu'en cas de forte reprise du cycle épidémique, les marchés financiers seraient impactés. Les principaux points sensibles sur le front géopolitique sont toujours les tensions entre les États-Unis et la Chine ainsi que les élections américaines. Ces risques, associés à des valorisations serrées, soulignent la nécessité pour les investisseurs d'adopter une attitude prudente et avisée.

##### Macro

##### **Prévisions de croissance et d'inflation post Covid-19** p. 5

Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour cette année, mais revu à la hausse les chiffres pour 2021 en raison d'un effet de base plus fort. Nous pensons que l'inflation sera modérée à court terme, mais qu'elle repartira à la hausse l'an prochain.

##### Gestion diversifiée

##### **Le maître mot reste l'équilibre** p. 7

La couverture contre une phase incertaine de la rentrée scolaire est selon nous, essentielle pour protéger les portefeuilles.

##### Marchés obligataires

##### **La chasse aux revenus, mais attention au niveau des prix** p. 9

Le crédit et la dette émergente, en particulier les obligations à haut rendement, offrent le potentiel de générer des rendements supplémentaires pour les investisseurs. Toutefois, la priorité accordée à la qualité et à la liquidité ne doit pas être diluée.

##### Actions

##### **Le temps des grands contrastes : jouer les dislocations du marché** p. 11

Nous sommes prudents à l'égard des valeurs à forte croissance présentant des valorisations extrêmes, et préférons les valeurs de qualité et cycliques.

#### Thématiques

##### **Rentrée scolaire, rentrée politique ?** p. 13

Le contexte macroéconomique s'est amélioré, bien qu'à un rythme plus lent ces derniers temps et la réponse européenne à la crise a encore renforcé le moral des investisseurs. Le contexte politique, en revanche, a évolué aux États-Unis durant l'été et s'est dégradé en Europe.

##### **Obligations d'État de la zone euro L'état des financements par rapport au QE de la BCE présage d'un bon équilibre offre/demande dans les derniers mois de 2020** p. 15

Les progrès en matière de financement paraissent assez encourageants en fin juillet pour les obligations d'État de la zone euro, environ 80 % des besoins estimés d'émissions nettes pour l'année ayant été couverts, et ce dans les quatre mois d'avril à juillet pour la plupart (plus de 50 %). Si l'on considère l'offre restante par rapport aux flux de la BCE, le contexte technique des obligations souveraines de la zone euro semble favorable aux taux bas et à la quête persistante de portage qui en découle.

#### Le thème du mois

##### **Une saison des résultats meilleure que prévu mais la question de la valorisation n'est pas encore tranchée...** p. 27

Les résultats du 2<sup>nd</sup> trimestre se sont fortement dégradés mais s'avèrent cependant meilleurs qu'attendus ; leur chute étant finalement moins accentuée que lors de la Grande Crise Financière de 2008-2009 (GCF), alors que la récession en cours est bien plus brutale. Cette résistance étonnante est due en grande partie à des aspects sectoriels. Ainsi, les valeurs financières ont dans l'ensemble mieux résisté que lors de la GCF. Par ailleurs, la Santé et la Technologie ont remarquablement tiré leur épingle du jeu. Revers de la médaille, hormis ces deux derniers secteurs, le recul des résultats aurait été bien plus prononcé. Compte tenu des révisions passées et des acquis du 1<sup>er</sup> semestre, sauf nouvel épisode de confinement généralisé, l'essentiel de l'ajustement du consensus semble derrière nous. Le débat sur la valorisation - excessive ou pas - est en revanche encore loin d'être tranché. Pour répondre à cette question, la durée de la crise sera le paramètre essentiel.

#### Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 26
- > Principaux risques p. 28
- > Analyse cross asset :  
Identification du point de retournement des marchés p. 30
- > Points clés de la Recherche p. 31
- > Allocation d'actifs Amundi p. 33

#### Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 35  
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 37  
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 39
- > Avertissement concernant nos prévisions p. 40
- > Publications récentes p. 41

## CIO VIEWS

## La prudence est de mise pour la rentrée scolaire

PASCAL BLANQUÉ,  
CIO GroupeVINCENT MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

L'appétit pour les actifs risqués est resté fort pendant l'accalmie estivale. Lors de cette période **des thèmes existants ont été confirmés et de nouveaux ont émergé**. Le découplage entre l'économie réelle et les marchés financiers s'est avéré persistant et **nous n'en avons pas terminé avec le virus**: le test du retour à l'école en septembre sera clé. Une forte réaccélération du cycle du virus frapperait les marchés financiers, entraînant des anticipations accrues de mesures de soutien supplémentaires, ce qui pousserait à nouveau les marchés à la hausse. Une reprise en W serait dans ce cas le scénario le plus probable. Sur le plan géopolitique, la confrontation sino-américaine a récemment pris un tour nouveau dans le domaine technologique. Le président Trump doit résister à la tentation de rompre l'accord commercial, car cela perturberait la fragile reprise et les marchés, mais il doit maintenir une forte pression avant les élections. La course à la présidence est encore très incertaine et une victoire démocrate affecterait les marchés, conduisant vraisemblablement à court terme à une volatilité plus élevée dans le secteur corporate. **Pour les investisseurs, le scénario est incertain, et les risques asymétriques**. Les marchés se rapprochent de leurs conditions de février (valorisations élevées et complaisance). De nombreux secteurs sont loin de retrouver leurs niveaux d'avant la crise, de nombreuses entreprises ont été maintenues en vie avec des subventions et le niveau d'endettement du système a explosé. Les actifs risqués intègrent des stimuli supplémentaires, un vaccin à court terme et tout impact positif de politiques démocrates. Toute déception sera un motif de prudence, et ce d'autant plus avec des valorisations tendues. En termes de stratégies d'investissement, cela signifie que :

**Les investisseurs doivent rester prudents, mais pas « risk off »** : l'automne et les risques précités pourraient déclencher un retour à la réalité, ou du moins limiter tout écart supplémentaire entre le monde réel et le monde financier. La politique monétaire restera le fil conducteur pour les marchés, la Fed envoyant le message qu'elle fera tout ce qui est nécessaire pour soutenir la reprise économique naissante. Cela reste essentiel pour soutenir les actifs risqués, même si **la vigueur observée cet été ne devait pas persister**. Tous les éléments qui ont soutenu le rebond des actifs risqués ralentissent : il est peu probable que l'expansion budgétaire supplémentaire soit comparable à la première, il en va de même pour la politique monétaire et les premiers signes d'une reprise pourraient être remis en cause. Dans la mesure où les risques sont élevés, il sera vital de **détenir des portefeuilles bien diversifiés, avec des actifs de qualité et des niveaux adéquats de liquidité**.

**Concernant les actifs risqués, l'accent reste mis de manière sélective sur le crédit et les obligations émergentes** : nous restons positifs sur le crédit, avec une note de prudence pour le mois de septembre compte tenu de l'importance des émissions en Europe et pour les obligations dont les valorisations sont maximales. En Europe, la dette financière et subordonnée reste un point d'attention, de même que certaines opportunités dans les TMT, l'énergie et les cycliques. Les obligations des pays périphériques de la zone euro constituent également un segment pour lequel nous conservons un biais positif. Aux États-Unis, les obligations d'entreprises sont privilégiées, avec un accent mis sur le portage. Le marché américain offre également des valorisations attractives pour les crédits titrisés et des opportunités au sein des ABS subordonnés et grand public. **Les spreads de la dette émergente ont continué de se resserrer, mais sont encore loin de leurs niveaux d'avant Covid. L'écart est particulièrement important entre le HY et l'IG**. Selon nous, ce dernier est de plus en plus cher, tandis que dans le HY, la marge de resserrement par rapport aux niveaux actuels est encore importante. Une sélectivité importante est toutefois nécessaire dans les pays émergents et les investisseurs doivent être conscients des risques idiosyncratiques : la crise imminente de la balance des paiements turque en septembre/octobre (négative),

## Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Une position prudente et équilibrée, en vue d'exploiter les imperfections du marché et la valeur relative.

## Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Utiliser l'écart de valorisation pour profiter de l'évolution vers les cycliques
- ▶ Verrouiller les gains le cas échéant en crédit

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

la finalisation de la restructuration de la dette en Argentine et en Équateur (positive) et la crise en Biélorussie, qui pourrait affecter le sentiment sur la Russie.

**La dispersion des valorisations des actions peut offrir des opportunités :** les marchés semblent valorisés pour la perfection, mais la dispersion des valorisations est extrême, offrant aux investisseurs des opportunités sélectives pour jouer la reprise. En Europe, le secteur des matériaux de construction est attractif car il existe de fortes barrières à l'entrée et il est un bénéficiaire majeur du Fonds de relance. À l'inverse, la technologie (logiciels notamment), malgré une bonne croissance structurelle, n'est pas à l'abri des effets du Covid-19. Les valorisations actuelles sont extrêmes, nécessitant de la prudence dans ce secteur. Aux États-Unis, la divergence entre les cinq méga capitalisations et les grandes capitalisations à forte croissance avec le reste du marché est énorme. Cela signifie que les investisseurs doivent se préparer à une rotation du marché, en se concentrant sur l'univers "value" de grande qualité. **Les actions sont toujours plus attractives que les obligations, mais l'orientation des taux d'intérêt est un élément clé à surveiller.** Des taux plus élevés à la marge pourraient remettre en cause les valorisations actuelles. En revanche, le niveau de la consommation américaine semble correct et le taux d'épargne a explosé. Le coût de financement de la dette ne semble pas non plus poser de problème, et l'immobilier résiste désormais quelque peu et se porte mieux que prévu.

MACRO

## Prévisions de croissance et d'inflation post Covid-19



**MONICA DEFEND,**  
Responsable de la Recherche  
Groupe



**ALESSIA BERARDI**  
Responsable des Marchés  
émergents, Recherche Stratégie  
Macroéconomique



**ANNALISA USARDI**  
CFA, Économiste Senior

*Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour cette année, mais revu à la hausse les chiffres pour 2021 en raison d'un effet de base plus fort. Nous pensons que l'inflation sera modérée à court terme, mais qu'elle repartira à la hausse l'an prochain*

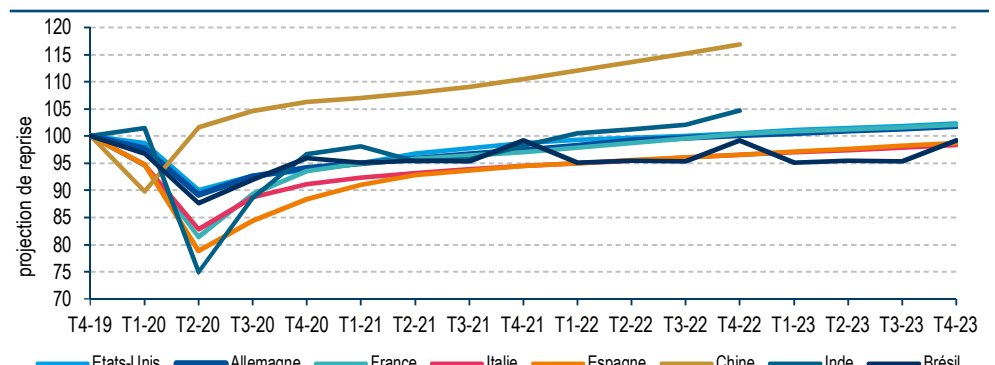
La nature ambiguë et sans précédent de la crise a rendu les prévisions économiques difficiles, d'où la nécessité de les actualiser à mesure que de nouvelles données sont disponibles. **Nous avons légèrement revu à la baisse nos prévisions de croissance pour cette année, mais revu à la hausse les chiffres pour l'année prochaine.** En revanche, nous pensons que l'inflation restera modérée cette année, et se redressera en 2021.

Les données officielles du PIB au T2 sont à présent disponibles. Il est donc possible d'évaluer correctement la contraction économique induite par le confinement et de réévaluer, à partir du point de départ actuel, les perspectives économiques futures. **Le PIB mondial devrait désormais se contracter entre -3,5 % et -4,7 % en glissement annuel** (estimations antérieures -2,9 % à -4,2 %), sous l'effet de la dégradation de l'activité dans plusieurs pays. À noter la révision à la baisse du PIB au **Royaume-Uni et de quelques pays du sud de l'Asie** (Malaisie, Philippines, par exemple) où le PIB du 2<sup>e</sup> trimestre a été faible. Cependant, la révision à la baisse de 2020 déclenchera un effet de base plus fort en 2021: nous avons donc légèrement **revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour l'année prochaine à 4,8/6,0 %** (contre 4,1/5,1 % précédemment). Plus précisément, nous anticipons une reprise plus lente dans la seconde partie du T3. Après un solide rebond

de l'activité post-confinement à partir de mai et début juin, le rythme de la reprise semble s'être ralenti et stabilisé entre fin juillet et août, ce qui est visible aussi bien dans les chiffres « réalisés » que dans les données « d'enquête ». La courbe de projection de la reprise basée sur les données de haute fréquence de l'activité de production, du marché du travail et du sentiment des consommateurs<sup>1</sup> a commencé à s'aplatir presque partout, sans atteindre les niveaux d'avant la crise, à de très rares exceptions près. Après les pertes subies au S1, la reprise au T3 ne semble pas suffisante pour ramener la majorité des économies à leurs niveaux d'avant la crise dans un avenir proche. **Le plus dur est passé, mais la convalescence des économies pourrait être plus longue que prévue.** Selon nous, les performances économiques vont s'améliorer graduellement avec un rattrapage progressif.

Dans le scénario central, cela se traduit par le fait que **le retour au niveau antérieur au Covid-19 ne sera pas atteint avant plusieurs trimestres**, en moyenne, à l'exception de la Chine qui devrait atteindre le niveau d'activité de fin 2019 d'ici fin 2020 (cf. graphique). Un vaccin, attendu par de nombreux analystes d'ici la mi-2021, permettrait d'éviter que les dommages temporaires ne se transforment en pertes durables, et soutiendrait la reprise via un renforcement de la confiance des ménages et des entreprises.

### Projections de reprise du PIB



Source : Recherche Amundi, données au 31 août 2020. Les prévisions pour la Chine et l'Inde sont disponibles jusqu'au T4 2022.

<sup>1</sup> Production d'électricité, données de mobilité, recherche d'emploi, etc.

## MACRO

Dans l'intervalle, de nouveaux foyers localisés de résurgence de virus ne devraient pas entraîner de nouveaux confinements à grande échelle, mais ralentiront la reprise.

La combinaison des chocs sur l'offre et la demande induits par le confinement a entraîné **des distorsions dans la dynamique des prix bien au-delà de la saisonnalité**, la demande de biens et de services « essentiels » ayant explosé, poussant les prix à la hausse, tandis que les prix des biens et services « non essentiels » ont fortement baissé. Ces distorsions devraient certes se corriger, mais dans l'intervalle, elles ne manqueront pas d'accroître **la volatilité des données d'inflation dans les mois à venir**, car ces ajustements sont difficiles à anticiper. **Pour les pays développés, nous nous attendons à ce que l'inflation reste modérée à court terme, mais qu'elle augmente l'année prochaine** en raison a) de la disparition des effets de base négatifs pour les prix

de l'énergie b) de la réduction de l'écart entre les prix des output et des input en raison des pressions sur les coûts et c) de la disparition des effets de base lié à la réduction de la TVA, lorsqu'elle est mise en œuvre.

Toutefois, cette tendance haussière se stabilisera autour de l'objectif, après avoir culminé à la mi-2021. Dans les pays émergents, l'inflation a commencé à se redresser en juillet, principalement sous l'effet des chocs d'offre. Les biens et les produits alimentaires, en particulier, jouent toujours un rôle important dans l'indice des prix à la consommation. Dans l'ensemble, la situation devrait rester favorable, et l'inflation demeurer conforme aux objectifs des banques centrales (BC). Toutefois, il convient de surveiller la dynamique des prix, compte tenu des politiques monétaires très accommodantes mises en place par la plupart des BC.

GESTION  
DIVERSIFIÉE



**MATTEO GERMANO,**  
Directeur du Métier Gestions  
Diversifiées

*La couverture contre une phase incertaine de la rentrée scolaire est selon nous, essentielle pour protéger les portefeuilles*

## Le maître mot reste l'équilibre

Au cours de la publication des résultats de cet été, nous avons assisté à la reprise de la pandémie dans certaines régions d'Europe ainsi qu'à une escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine, probablement liée aux prochaines élections américaines. En revanche, les nouvelles autour des vaccins, des données économiques et des résultats des entreprises (meilleurs que les très faibles attentes) ont tiré les marchés à la hausse. Même si nous reconnaissons l'amélioration marginale des conditions économiques, nous pensons que le moment n'est pas venu d'être trop exubérant. En même temps, nous ne recommandons pas d'éviter complètement le risque. Les investisseurs doivent plutôt ajuster leurs portefeuilles pour faire face à des risques asymétriques. Dans l'ensemble, **nous préférons adopter une position équilibrée, défensive et diversifiée.**

### Des idées de conviction forte

Au sein des actions des pays développés, nous sommes devenus plus optimistes à l'égard de l'Europe au cours de l'été, la région semblant désormais en meilleure situation, avec une croissance solide et un risque politique plus faible. Toutefois, cela ne doit pas se faire au prix d'une moindre attention portée à la liquidité et les investisseurs doivent surveiller constamment celle-ci dans un contexte de deuxième vague du virus et de possibilités de confinements locaux. Outre-Atlantique, les tensions politiques aux

États-Unis, tant à l'intérieur du pays qu'avec la Chine, semblent s'intensifier en cette année électorale, ce qui nous conduit à maintenir notre position prudente. De plus, les États-Unis affichent des niveaux de valorisation historiquement élevés et font monter l'ensemble du marché. **Certains marchés émergents ont démontré une meilleure maîtrise de la contagion.** Notre préférence régionale reste pour la Chine, l'Indonésie, la Corée du Sud et Taïwan, notamment en raison des fortes mesures de relance et de l'exposition sectorielle.

En termes de **durabilité**, nous restons proches de la neutralité sur les bons du Trésor américain car la Fed devrait maintenir sa politique monétaire ultra-accommodante, ce qui empêchera les rendements à long terme d'augmenter trop. Dans ses dernières minutes de politique monétaire, même si la Fed s'est abstenue de fournir des indications sur les taux à terme et le contrôle de la courbe des taux, nous pensons que nous sommes déjà dans un tel environnement.

Nous préférons toujours les obligations américaines à 5 ans aux obligations allemandes à 5 ans, la valeur relative étant encore plus favorable aux États-Unis du fait de leur statut de valeur refuge. Toutefois, nous surveillons actuellement la courbe 5-30 ans qui reste tirée par le sentiment. En ce qui concerne l'inflation américaine, nous maintenons notre vue positive compte tenu des valorisations attractives et du soutien apporté par la reprise encore naissante.

### 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

La **dette des pays périphériques de la zone euro** reste attractive sur fond d'effort collectif lié à l'initiative de l'UE et, par conséquent, nous sommes légèrement positifs à l'égard de l'Espagne. **Le crédit est une oasis de revenus pour les investisseurs** dans le monde obligataire en manque de rendement, où nous conservons une préférence pour l'IG (surtout en Europe) par rapport au HY, mais la sélectivité est essentielle. De manière générale, les valorisations des obligations IG sont attractives par rapport aux obligations à haut rendement, en particulier américaines, sur la base des fondamentaux et du soutien continu des banques centrales. La **dette émergente**, sur laquelle nous restons neutres, semble être la seule classe d'actifs bon marché en termes de *spread* des obligations, mais nécessite une sélection active. En ce qui concerne les **devises émergentes**, nous sommes optimistes à l'égard de certaines devises à haut rendement, dans la mesure où elles bénéficieront d'un regain d'appétit pour le risque; toutefois, nous restons

vigilants à l'égard de toute tension liée à l'environnement géopolitique entre les États-Unis et la Chine ou à la guerre des prix du pétrole. Sur les **devises des pays développés**, compte tenu de la faible visibilité, il est prudent de rester positif sur la couronne norvégienne face à l'euro, la première pouvant offrir un potentiel de hausse si la situation économique s'améliore.

**Risques et couverture**

Une deuxième vague de Covid-19, des progrès limités ou inexistants sur les négociations sur le Brexit et des élections américaines incertaines présentent tous des risques pour les portefeuilles. Les investisseurs devraient maintenir des couvertures suffisantes sous la forme de JPY et d'or. Toutefois, compte tenu du mouvement déjà marqué du métal précieux, les cours de l'or devraient faire l'objet d'une surveillance active. Les options sur le dollar américain peuvent également servir de protection contre le risque baissier, car nous pensons que le dollar va se renforcer dans un contexte d'aversion au risque



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

La chasse aux revenus, mais attention  
au niveau des prix



ÉRIC BRARD,  
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,  
Responsable mondial  
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,  
Directeur des Investissements US

Les marchés sont influencés par les nouvelles concernant les interventions budgétaires et monétaires, qui continuent de faire baisser les taux et les *spreads* même si les gouvernements s'efforcent de restaurer le soutien budgétaire dans certains pays. Toutefois, la hausse des niveaux d'endettement, le risque d'une deuxième vague du virus et les tensions géopolitiques en cette année électorale américaine restent préoccupants. Du point de vue des investisseurs, si la tentation de réduire davantage la qualité de crédit pour ce rendement supplémentaire reste élevée, **elle devrait être équilibrée avec la nécessité d'une sélection élevée et d'une concentration sur la liquidité**

Obligations internationales  
et européennes

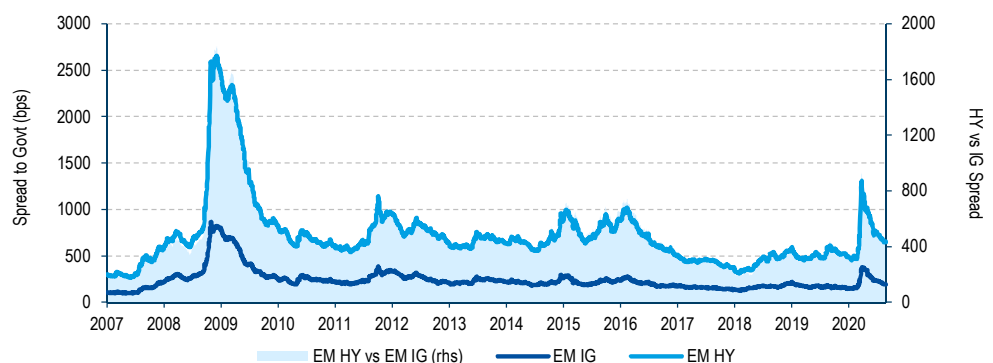
Nous nous abstenons de toute position forte sur la durée, **nous maintenons soigneusement notre vue globalement proche de la neutralité (positive US, prudente Euro) et sommes maintenant constructifs sur la Chine**. Nous nous concentrons sur les opportunités de valeur relative, où nous sommes plus optimistes à l'égard des États-Unis par rapport à l'Allemagne et à l'égard de l'Australie par rapport au Canada. La dette des pays périphériques de la zone euro reste attractive dans la mesure où les risques politiques s'atténuent, même si nous pensons que les investisseurs

devraient enregistrer des gains le cas échéant. Dans un contexte de réouverture progressive de l'économie, nous ne sommes que légèrement optimistes à l'égard de l'inflation, car une hausse semble peu probable à court terme, mais les points morts d'inflation restent attractifs. En ce qui concerne **les courbes de taux**, nous voyons désormais une plus grande possibilité d'aplatissement de la courbe aux États-Unis et au Japon et pensons qu'une pentification est peu probable dans les pays « core » de la zone euro, la BCE limitant les hausses de taux. Toutefois, nous pensons désormais que les investisseurs pourraient bénéficier de la pentification de la courbe britannique. Dans un monde où les taux longs sont plus bas, le crédit est l'un des rares domaines où les investisseurs peuvent obtenir du rendement. **Tout en restant positifs sur le crédit à moyen terme**, nous pensons que, pour des raisons tactiques, il convient de faire preuve d'une certaine prudence avant d'émettre massivement en septembre. Nous sommes constructifs sur les financières et la dette subordonnée.

Obligations américaines

Les données de haute fréquence et les données réelles restent encourageantes alors même que la Fed maintient sa politique d'assouplissement. Toutefois, nous constatons une fracture socio-économique entre les classes et entre les grandes et les petites entreprises. Alors que nous comprenons qu'une

Marchés émergents IG vs HY spreads



Source : Bloomberg, données quotidiennes au 25 août 2020. Analyse basée sur les indices ICE BofA.

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, TIPS = Titres du trésor protégés contre l'inflation, ILS = Titres indexés sur l'assurance, CRE = Immobilier d'entreprise, JPY = yen japonais

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

*Le crédit et la dette émergente, en particulier les obligations à haut rendement, offrent le potentiel de générer des rendements supplémentaires pour les investisseurs. Toutefois, la priorité accordée à la qualité et à la liquidité ne doit pas être diluée*

victoire démocrate pourrait être un frein à la croissance des entreprises, une victoire de Donald Trump reste plausible. Par conséquent, **notre position globale est prudente, combinée à des volants de liquidités suffisants.** Nous restons défensifs sur les bons du Trésor américain (surévalués): l'augmentation des émissions de bons du Trésor américain, la reprise de l'activité économique et les dépenses en déficit sont autant d'éléments à surveiller. Les deux derniers devraient pousser l'inflation à long et moyen terme à la hausse. Sur le crédit d'entreprise, nous sommes positifs mais recommandons aux investisseurs de prendre des bénéfices sur les obligations et les prêts là où les valorisations sont pleines. **La vigueur du marché immobilier résidentiel et un consommateur résilient et moins endetté,** sont de bon augure pour les marchés du crédit à la consommation et du crédit immobilier résidentiel (valorisations attractives). Dans ce contexte, nous restons optimistes à l'égard des RMBS non émis par des agences et pensons que les MBS émis par des agences sont un bon moyen de s'exposer aux bons du Trésor car ils fournissent de la liquidité.

Nous apprécions également les actifs non corrélés, tels que les titres assurantiels (ILS) et les TIPS.

**Obligations des marchés émergents**

**La dette en devise forte reste notre classe d'actifs préférée.** En ce qui concerne le HY, nous pensons qu'il y a encore beaucoup de marge pour une nouvelle compression des *spreads*, tandis que le crédit IG nous semble de plus en plus cher. Nous restons positifs sur les taux des marchés émergents dans leur ensemble, mais sommes sélectifs.

**Devises**

**Nous restons positifs sur l'EUR/USD** (accord UE) et positifs sur le JPY/USD mais pensons que la GBP pourrait rester faible dans un contexte de Brexit difficile. Dans les pays émergents, nous sommes plus positifs à l'égard des devises asiatiques (premier entré, premier sorti), mais neutres à l'égard des devises liées aux matières premières et nous préférons les opérations de valeur relative.

ACTIONS

## Le temps des grands contrastes : jouer les dislocations du marché



**KASPER ELMGREEN,**  
*Responsable Actions*



**YERLAN SYZDYKOV,**  
*Responsable mondial des marchés émergents*



**KENNETH J. TAUBES,**  
*Directeur des Investissements US*

### Évaluation globale

Les liquidités abondantes ont permis aux actions de progresser durant l'été, soutenues par la saison des résultats du deuxième trimestre qui s'est avérée plus solide que les attentes déprimées du marché, ce qui laisse entrevoir un potentiel de révisions positives des bénéfiques. Nous observons une dispersion extrême des valorisations, avec des différences sous-jacentes importantes entre les actions et les secteurs (valeurs technologiques chères par rapport aux matériaux par exemple). La tendance haussière semble incertaine dans la mesure où les niveaux actuels semblent intégrer pleinement une reprise économique et, dans une certaine mesure, une disponibilité de vaccins. La solvabilité des entreprises est un autre risque dans la mesure où la rhétorique « tout ce qu'il faut » a rendu les investisseurs complaisants. Ceci, conjugué à des prévisions limitées, confirme la nécessité de faire preuve de prudence en accordant une attention particulière aux bilans des entreprises, à l'analyse approfondie des scénarios et à l'équilibre des portefeuilles.

### Actions européennes

Notre priorité accordée à la **sélection de titres, à la discipline bottom-up rigoureuse et à la liquidité** est manifeste par notre orientation vers les secteurs cycliques du luxe et des matériaux, où nous avons renforcé notre opinion positive à l'égard du secteur des matériaux de construction. Ce dernier

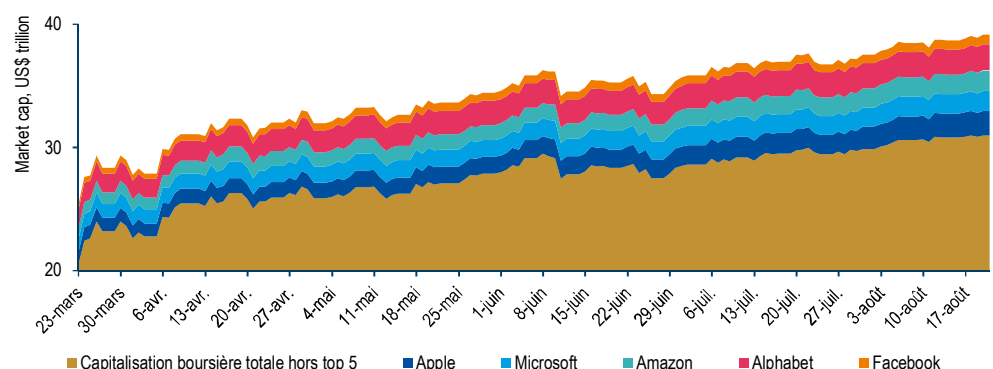
connaît de fortes barrières à l'entrée, des activités non perturbées, des valorisations attractives et a connu de fortes révisions de bénéfiques. Il sera également un bénéficiaire clé du Fonds de relance de l'UE, ce qui pourrait offrir un potentiel de hausse supplémentaire. À l'inverse, nous entrevoyons également des perspectives pour des valeurs défensives attractives comme dans la santé. Toutefois, nous sommes prudents à l'égard de la consommation durable (distribution, médias, automobile) en raison de la faiblesse structurelle et de la technologie. La technologie offre une source de croissance structurelle très onéreuse et présente selon nous des valorisations excessives et des anticipations implicites. Nous pensons également que le régime actuel de taux bas est négatif pour les banques, où le retour sur la valeur comptable des actifs corporels reste faible.

### Les actions américaines

**Les actions américaines continuent d'offrir une meilleure valorisation que les obligations** et cela explique l'appétit des investisseurs pour ce marché qui atteint des plus hauts historiques malgré l'incertitude autour d'une seconde vague de Covid-19, les élections américaines de novembre et les tensions avec la Chine. Si l'on considère la juste valorisation de l'ensemble du marché, nous voyons que le secteur technologique atteint des extrêmes et nécessite donc une certaine prudence.

Nous avons une vision équilibrée entre les secteurs en raison du large éventail

### Capitalisation boursière S&P 500 du 23 mars 2020 : le Top 5 et les autres



Source: Amundi. Bloomberg au 21 août 2020.

## ACTIONS

de résultats de Covid-19 et des élections présidentielles. Nous explorons des valeurs de qualité dans les industrielles qui ne sont pas soumises aux défis de taux durablement bas. Nous continuons également de préférer les industrielles aux financières/à l'énergie, et les biens de consommation non durable/aux services aux collectivités (valorisations désormais attractives) à l'immobilier.

Compte tenu de la divergence croissante des valorisations entre les méga-caps et les grandes capitalisations à forte croissance par rapport au reste du marché, nous sommes **optimistes à l'égard des titres « value » de grande qualité**. Nous apprécions les valeurs qui présentent un potentiel de rendement élevé et des avantages bilanciaux/séculaires, et sommes même disposés à rechercher de la qualité dans les segments les plus bas de l'univers des grandes capitalisations. Toutefois,

nous restons prudents à l'égard des titres « value » en difficulté et à forte croissance.

**Actions des marchés émergents**

La résurgence du coronavirus et l'instabilité des relations sino-américaines pèsent sur les perspectives des pays émergents, ce qui nous pousse à rester prudents.

**Nous privilégions les pays d'Asie** (Corée, Chine) car ils se sont révélés être les premiers à sortir de la pandémie.

Nous apprécions certains pays EMEA peu chers et/ou ceux qui présentent de bonnes perspectives de rendement du dividende (Russie, Pologne). Au niveau sectoriel, nous recommandons un équilibre entre les secteurs de la croissance et ceux de la valeur, avec une sélectivité dans les secteurs cycliques, industriels, des matériaux, de la technologie et des TI.

## THÉMATIQUE



**DIDIER BOROWSKI,**  
*Responsible Global Views*



**PIERRE BLANCHET,**  
*Responsible Investment Intelligence*

*Peu de changement sur le plan économique... Mais le paysage politique a fortement évolué durant l'été*

## Rentrée scolaire, rentrée politique ?

Le contexte macroéconomique s'est amélioré, bien qu'à un rythme plus lent ces derniers temps et la réponse européenne à la crise a encore renforcé le moral des investisseurs. Le contexte politique, en revanche, a évolué aux États-Unis durant l'été et s'est dégradé en Europe.

### La rentrée des classes démarre avec peu de changement sur le front économique

Une reprise est en cours, mais ne prend pas la forme d'un « V ». L'épidémie n'est manifestement pas encore maîtrisée et un scénario en « W » ne peut plus être exclu. En revanche, les progrès de la recherche sur les vaccins et l'amélioration des traitements contre la maladie apportent une lueur d'espoir.

**Sur les marchés financiers, les taux d'intérêt réels se sont davantage enfoncés en terrain négatif (aux États-Unis notamment)** avec la hausse des anticipations d'inflation et d'achats massifs d'obligations par les banques centrales. Les taux d'intérêt réels bas ont été (et restent) **l'un des principaux facteurs de soutien des actifs risqués**. Une situation qui devrait perdurer.

**La BCE et la Fed ne sont pas près d'abandonner leurs politiques activistes.** En l'absence de menace inflationniste, les taux nominaux sont sous contrôle et même en cas de légère hausse de l'inflation, les banques centrales ne devraient pas mettre fin à leurs programmes de QE. Dans la zone euro, il semble que la politique de taux d'intérêt négatifs soit parvenue à alimenter la croissance des prêts sans trop d'effets secondaires. En d'autres termes, les effets positifs ont dominé jusqu'à présent. Aux États-Unis, la nouvelle stratégie présentée par le président Jerome Powell à Jackson Hole (ciblage de l'inflation moyenne sur le cycle) confirme l'adoption officielle par la Fed d'une politique de taux « bas pour plus longtemps ». À un moment donné, la BCE adoptera probablement une approche similaire, de sorte que les rendements des obligations d'État continueront à se dissocier de leurs fondamentaux pendant une période prolongée. **Grâce à ce soutien sans précédent et durable des banques centrales, les gouvernements continuent à soutenir leur économie**

**sans avoir à se soucier** du risque de surendettement ou de la hausse des taux d'intérêts. Pas de changement, donc, sur le plan macroéconomique.

### Le paysage politique a considérablement évolué depuis le mois de juin

Le sommet de juillet a permis d'élaborer une réponse politique européenne cohérente, mais certains risques sont réapparues. **Le Fonds européen de relance constitue un signal positif fort** pour les marchés et un effort budgétaire considérable. Toutefois, **plusieurs écueils demeurent**, dont le risque de désaccord sur les réformes de l'offre, le manque de projets d'investissement éligibles et les retards administratifs. En outre, **le thème du Brexit sans accord devrait revenir sur le devant de la scène à partir de septembre**. Nous anticipons la mise en place, d'ici la fin de l'année, d'accords de libre-échange (ALE) pour la plupart des produits, mais seulement d'accords sectoriels pour les services. Pour autant, le risque de sortie sans accord, avec des retombées négatives sur les activités commerciales, reste élevé. Parallèlement, des tensions géopolitiques sont apparues à la frontière européenne. Après l'Ukraine, c'est désormais la situation de la Biélorussie qui risque d'affaiblir davantage les relations déjà fragiles avec la Russie. **Mais, le véritable talon d'Achille de l'Europe est la Turquie**. En plus de la situation macro-financière déjà dégradée, des tensions avec la Grèce (relatives aux droits de forage) sont apparues durant l'été.

**Les élections américaines occuperont le devant de la scène au cours des prochains mois, bien que les conventions démocrate et républicaine aient mis en avant des positions plus « mesurées » qu'on ne le craignait initialement.**

Côté démocrate, **Joe Biden a confirmé son positionnement centriste.**

## THÉMATIQUE

Ainsi, la question de la réglementation ou du démantèlement des grandes entreprises technologiques (l'un des sujets les plus déstabilisants pour les marchés) ne devrait pas être à l'ordre du jour. Une majorité démocrate au Sénat semble peu probable, ce qui diminue le risque de hausse significative des impôts par une administration démocrate (la principale inquiétude des marchés actions américains).

Le programme républicain reste assez vague pour l'instant. Toutefois, sa tonalité générale est sans surprise (moins d'impôts, plus de déréglementation, plus de relocalisations d'entreprises américaines implantées en Chine, déglobalisation, moins d'interventionnisme, moins d'immigration). Les sondages indiquent que la campagne du président Trump a repris de l'élan et nous pensons que l'incertitude quant à l'issue de l'élection en réduit le risque inhérent. En effet, si les chances de victoire du candidat sortant deviennent de plus en plus faibles, celui-ci pourrait se montrer de plus en plus imprévisible, ce qui serait source de volatilité pour les marchés.

**Instabilité dans et entre les pays émergents**

La crise sanitaire et économique combinée au contexte politique des États-Unis (abandon progressif du multilatéralisme par Donald Trump et imminence des élections) pourrait entraîner des tensions géopolitiques et une certaine instabilité nationale dans les pays émergents. Les dirigeants autoritaires sont confrontés à la menace du mécontentement intérieur et pourraient tenter d'« agir » avant les élections américaines pour consolider leur pouvoir ou promouvoir leurs objectifs géopolitiques.

Aucune crise « systémique » avec un impact sur le marché n'a été identifiée pour l'heure, mais nous restons attentifs à un certain nombre de situations comme la Libye, la Grèce/Turquie, le Liban, la Biélorussie, les manifestations en Russie orientale et le conflit frontalier entre l'Inde et la Chine. Pour la Turquie qui se trouve déjà dans une situation particulièrement délicate avec des déséquilibres intérieurs significatifs, les obstacles économiques représentent un risque supplémentaire.

*Finalisé le 01/09/2020*

## THÉMATIQUE



**SERGIO BERTONCINI**  
Responsable de la Recherche  
Taux et Change

---

*70 % et 80 %  
des besoins  
d'approvisionnement  
souverain brut et net  
estimés des pays de  
la zone euro pour  
l'ensemble de 2020  
ont été placés dans les  
sept premiers mois de  
l'année*

---

## Obligations d'État de la zone euro

### L'état des financements par rapport au QE de la BCE présage d'un bon équilibre offre/demande dans les derniers mois de 2020

Les progrès en matière de financement paraissent assez encourageants en fin juillet pour les obligations d'État de la zone euro, environ 80 % des besoins estimés d'émissions nettes pour l'année ayant été couverts, et ce dans les quatre mois d'avril à juillet pour la plupart (plus de 50 %). Si l'on considère l'offre restante par rapport aux flux de la BCE, le contexte technique des obligations souveraines de la zone euro semble favorable aux taux bas et à la quête persistante de portage qui en découle.

#### Financements 2020 : bilan positif pour l'heure

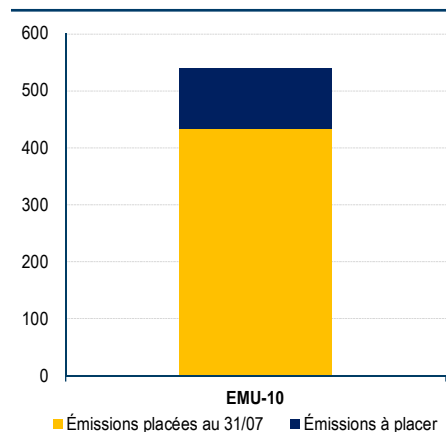
Les mesures budgétaires d'envergure qui ont été requises pour faire face à la crise mondiale déclenchée par le Covid-19 ont entraîné un bond soudain à des niveaux records des besoins de financement annuels de tous les grands émetteurs de dette souveraine des économies avancées. Les pays de la zone euro n'ont pas fait exception et, en quelques mois, la forte hausse des déficits budgétaires prévisionnels a fait flamber les volumes d'émission bruts et nets de dette publique nécessaires pour l'année 2020. À titre d'exemple, l'Italie et l'Espagne ont multiplié le volume de leurs émissions nettes d'obligations pour l'année par 3,5 et 4 respectivement par rapport à leurs objectifs annuels initiaux, tandis que dans les pays du cœur de la zone euro les besoins de financement de l'Allemagne ont augmenté encore davantage, en raison de son vaste plan de relance budgétaire. Les révisions et augmentations des besoins de remboursement sont, en outre, intervenues à la fin d'un premier trimestre caractérisé par une augmentation moyenne moindre des financements. En effet, les deux premiers mois de l'année s'étaient basés sur des estimations de refinancement nettement plus faibles, tandis qu'en mars, au plus fort de la crise, les conditions du marché étaient devenues très difficiles. Cette combinaison de facteurs a entraîné une accélération encore plus marquée de l'activité sur le marché primaire au deuxième trimestre et en juillet, avec le déploiement d'efforts exceptionnels et sans précédent par les trésors de tous les pays de la zone euro au cours des quatre mois d'avril à juillet

pour répondre rapidement à la hausse des besoins de financement. L'efficacité de ces efforts est sans conteste attribuable pour l'essentiel à l'activisme de la BCE du côté de la demande et aux effets indirects du soutien par la politique monétaire de la demande des investisseurs privés pour la dette souveraine, principalement parmi les banques.

Si l'on se penche sur les chiffres, les progrès en matière de financement pour 2020 semblaient assez encourageants à la fin du mois de juillet. **Concrètement, 70 % et 80 % des besoins d'approvisionnement souverain brut et net estimés des pays de la zone euro pour l'ensemble de 2020 ont été placés dans les sept premiers mois de l'année**, avec des progrès assez importants pour les différents pays (voir graphique 1). Si les « quatre grands », à savoir l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, ont encore une petite portion de leur offre nette à placer, d'autres pays ont déjà atteint ou même dépassé leurs objectifs nets annuels. Comme nous l'avions anticipé, l'essentiel des émissions (plus de 50 % du volume annuel) a été effectué entre avril et juillet, alors qu'à fin mars seulement 28 % des émissions nettes de la dette publique de la zone euro avaient été placées. Il est sans doute utile de souligner que ce bond de l'offre n'a pas empêché les marchés obligataires de se redresser. Le rendement moyen à l'échéance des obligations souveraines européennes est passé d'un pic de 0,5 points de base en avril à -0,03 points de base à la fin du mois de juillet, ce qui signifie que les volumes d'émission records concentrés en quelques mois seulement ont été plus que compensés par la hausse de la demande.

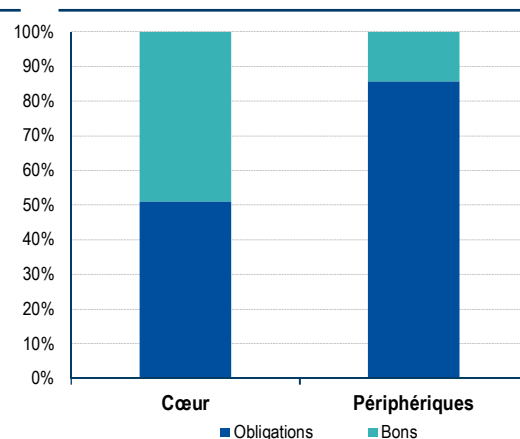
THÉMATIQUE

1/ **Émissions nettes d'obligations souveraines de l'UEM à 10 ans placées cette année et estimation du reste à placer**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi  
Données 31/07/2020

2/ **Répartition sur l'année en cours (au 31 juillet) des émissions nettes de dette souveraine entre obligations et bons, en % : pays cœur vs périphériques**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi  
Données au 31/07/2020

Les chiffres présentés dans le graphique se rapportent aux obligations à moyen/long terme des 10 pays les plus actifs, à savoir : l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande, l'Irlande et le Portugal.

**La composition différenciée des financements entre pays cœur et périphériques se reflète dans la diversité des maturités moyennes pondérées des achats de la BCE**

Les besoins de financement extraordinaires résultant de la crise du Covid-19 ont été couverts par des combinaisons de financement assez différentes entre les pays du cœur de la zone euro, d'une part, et les pays périphériques, d'autre part. Comme ce fut déjà le cas après la crise de 2008 et la crise de la dette souveraine, les pays du cœur de la zone euro ont privilégié des émissions massives de bons et d'obligations d'État à court terme, tandis que les pays périphériques ont continué à préférer les obligations à moyen et long terme afin de maintenir une maturité moyenne élevée et de réduire le risque de refinancement pour les prochaines années. Les chiffres publiés (graphique 2) montrent que les émissions nettes de dette depuis le début de l'année sont réparties à parts égales entre obligations à long terme et bons à court terme dans les pays cœur, tandis que dans les pays périphériques, les obligations à long

terme représentent 85 % des émissions. Le détail des chiffres des pays cœur montre même que le mix de l'Allemagne contient 75 % de bons à court terme, tandis que le mix de la France semble plus équilibré. Ces dosages différents se reflètent également dans les achats de la BCE, l'Allemagne (et les Pays-Bas) enregistrant la plus faible maturité moyenne pondérée du QE de tous les pays de la zone euro.

Sur la base des communiqués et des chiffres relatifs aux refinancements publiés jusqu'à présent, nous estimons que le bilan de l'année en cours est assez représentatif de la composition globale attendue pour l'ensemble de l'année 2020. Sur les derniers mois de l'année, il est probable que les instruments de court terme soient privilégiés pour la dette allemande, contrairement à la France la proportion de bons à court terme ne devrait plus changer de manière significative. En ce qui concerne les pays dits périphériques, il faut s'attendre à ce que la répartition des financements se maintienne autour des niveaux actuels d'ici la fin de l'année.

**Rôle des IFM en matière de demande**

Les banques de la zone euro ont acheté des quantités records de dette souveraine dans les mois qui ont suivi la crise du Covid. Selon les données de la BCE, les avoirs des institutions financières monétaires (IFM) en dette publique ont augmenté de 330 milliards



THÉMATIQUE

*Les banques des pays du cœur de la zone euro ont augmenté leurs positions en dette souveraine nationale et extérieure de manière assez homogène*

d'euros au premier semestre 2020, soit un bond de 22 % par rapport aux niveaux de décembre 2019. L'essentiel de cette augmentation, environ 250 milliards d'euros, a eu lieu entre les mois de mars et mai, trois mois durant lesquels les banques ont acquis un volume de dette publique à peine inférieur aux 268 milliards d'euros d'achats cumulés par la BCE. Cette dynamique s'est ralentie en juin, malgré une augmentation supplémentaire de 37 milliards d'euros des avoirs des banques.

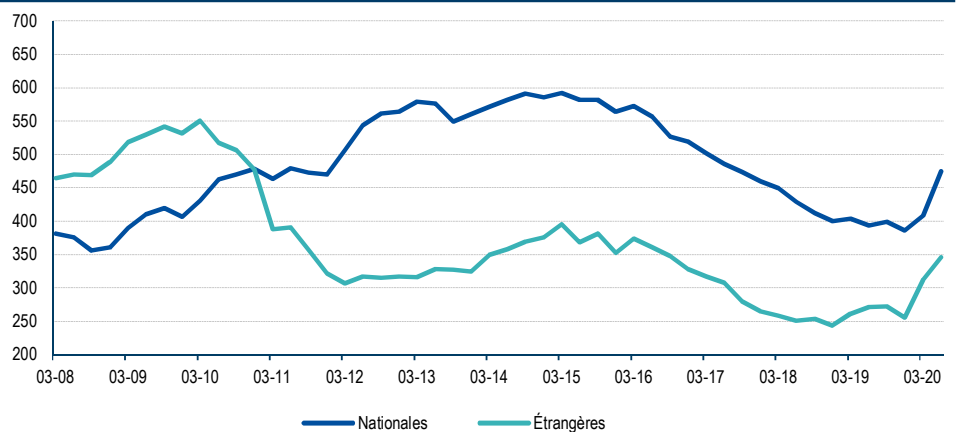
Le rôle des Institutions Financières et Monétaires en matière de soutien aux dettes souveraines nationales en période de crise n'est pas nouveau. Toutefois, il est intéressant de noter que, pour la première fois depuis des années, les banques des pays cœur ont augmenté leurs positions en dette souveraine nationale et extérieure de manière assez homogène, avec respectivement 91 et 89 milliards d'euros au premier semestre 2020. Le graphique 3 montre que l'une des principales caractéristiques des IFM au cours des dernières années a été

leur fort biais domestique, les banques préférant la dette souveraine de leur propre pays. Cette tendance, comme on le sait, a débuté pendant la crise de la dette de la zone euro avec une réduction considérable de l'exposition des banques des pays core à la dette des pays périphériques, une tendance qui, dans une certaine mesure, obligeait les banques périphériques à se concentrer encore plus sur leur dette intérieure, surtout en période de volatilité.

**Mais désormais, depuis six mois consécutifs, les positions en dette souveraine extérieure ont augmenté.**

Cette tendance a sans aucun doute été soutenue par le dispositif de QE de la BCE et les injections massives de liquidités dans un premier temps, mais aussi, plus récemment, par les attentes croissantes d'un accord européen qui ont réduit à la fois les anticipations de risque extrême et encouragé les flux transfrontaliers dans une sorte de rééquilibrage de portefeuille par le biais du QE, chose longtemps espérée, mais guère réalisée par la BCE.

3/ **Positions en dette souveraine domestique et extérieure (en milliards d'euros) des banques des pays cœur**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30/06/2020

**En plus de cette évolution des derniers mois, on observe également un changement du rapport entre les banques et les opérations de refinancement à long terme auprès de la BCE.** Jusqu'en février de cette année, les dispositifs de LTRO/TLTRO<sup>1</sup> concernaient essentiellement les banques périphériques, celles d'Italie et d'Espagne se taillant la part du lion et les banques des pays cœur ne détenant, au contraire, qu'une part

limitée des TLTRO existants et détenant l'essentiel des excédents de liquidités du système en dépôt auprès de la BCE (à des taux actuellement négatifs). Ce changement de rapport s'est d'abord opéré de manière progressive entre mars et mai avec des LTRO, puis de manière généralisée avec des TLTRO en juin (voir graphique 4). Au total, les banques des pays cœur sont passées d'un quart seulement à près de la moitié de leur quota de TLTRO auprès de la

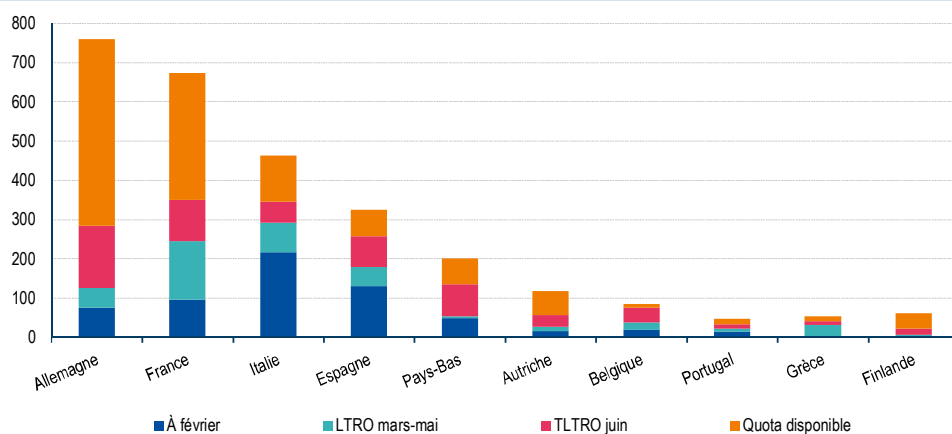
<sup>1</sup> TLTRO : Targeted Longer-Term Refinancing Operations - LTRO : Long Term Refinancing Operations

THÉMATIQUE

BCE, dépassant pour la première fois les encours des banques périphériques. À fin juin, les banques françaises affichaient un taux d'utilisation plus élevé de leur quota de TLTRO que les banques italiennes tandis que les banques allemandes avaient dépassé le niveau des banques espagnoles. Quant aux banques néerlandaises,

pour prendre un autre exemple, elles sont passées de 26 % à 67 % de leur dotation maximale. Il semble donc que les choses aient changé pour le mieux, avec moins de fragmentation, à la fois en termes de biais domestique sur la dette souveraine et d'utilisation des fonds mis à disposition par la BCE.

4/ Évolution de l'encours des TLTRO par pays, après les LTRO hebdomadaires de mars-mai et les TLTRO de juin



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données à août 2020

Rôle de la demande de la BCE dans les mois restants de l'année

Si l'on considère l'offre restante par rapport aux flux de la BCE, le tableau technique des obligations souveraines de la zone euro semble favorable pour le contexte actuel de taux bas et la quête de portage qui en découle. Jusqu'à présent, selon nos estimations, la BCE a couvert la plus grande partie de l'offre nette sur l'année en cours pour de nombreux pays, atteignant une proportion de 90 % des émissions nettes d'obligations. Dans l'hypothèse où la majeure partie du volume global du QE sera allouée à la dette publique (80 %) conformément aux dispositions de la clé de répartition du capital, avec une proportion de deux tiers cette année et un tiers restant au premier semestre de l'année prochaine, les achats de la BCE devraient plus que couvrir les besoins budgétaires restants au cours des derniers mois de 2020. Ce serait le cas tant pour les pays cœur que périphériques en ce qui concerne les obligations à moyen/long terme. Toutefois, compte tenu des écarts enregistrés jusqu'à présent, l'hypothèse d'un respect des clés de répartition du capital semble, dans

une certaine mesure, difficile à réaliser complètement d'ici la fin de l'année, car cela impliquerait une réorientation massive des achats de la BCE vers la dette allemande dans les cinq mois restants et un ralentissement assez brutal des flux périphériques. Une hypothèse implicite de notre analyse est que la BCE utilisera pleinement le montant du PEPP d'ici juin de l'année prochaine. C'est également le scénario de base évoqué par la présidente de la BCE lors de la dernière réunion et également repris dans le compte rendu, dans la mesure où la condition d'une moindre utilisation (taille du PEPP comme « plafond ») serait une hausse surprise des perspectives d'inflation à moyen terme, ce qui est assez peu probable dans l'environnement actuel. En outre, une éventuelle « économie » partielle de la pleine capacité du PEPP aurait sans doute plutôt lieu au deuxième trimestre qu'au premier trimestre de l'année prochaine. L'hypothèse en termes de répartition dans le temps des achats de la BCE entre cette année (deux tiers) et 2021 (un tiers) est liée à la fois au nombre de mois de QE et à l'évolution des besoins budgétaires. Tout d'abord, le PEPP va durer neuf mois en 2020 et six mois en

## THÉMATIQUE

*Les émissions nettes d'obligations souveraines de la zone euro, « nettes » des achats de la BCE, devraient devenir négatives dans la dernière partie de l'année*

2021, et le PSPP associé à l'enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros devrait être intégralement utilisé en 2020. Deuxièmement, les déficits budgétaires devraient être nettement moins élevés en 2021 que cette année, voire divisés par deux pour certains pays à partir de 2020.

Si l'on se base sur les hypothèses exposées ci-dessus, un examen plus approfondi des chiffres des deux plus grands pays périphériques montre que les volumes restants de QE de la BCE devraient plus que couvrir la faible offre nette qui reste à placer. En fin juillet, avec le placement net supplémentaire de plus de 20 milliards d'euros de bons, le financement net de l'Italie avait atteint environ 130 milliards d'euros sur les quelque 150 milliards d'euros d'obligations à moyen/long terme de son objectif annuel estimé. De son côté, l'Espagne a placé 82 milliards d'euros d'émissions nettes sur son objectif de 102 milliards d'euros, ainsi qu'une émission nette de 16 milliards d'euros en bons à court terme. Chacun des deux pays ne dispose donc plus que d'environ 20 milliards d'euros nets supplémentaires à financer, tandis que les achats de la BCE prévus dans les hypothèses évoquées ci-dessus devraient avoisiner les 40 milliards d'euros pour les deux pays. Il est également utile de mentionner que ces derniers chiffres sont calculés dans le cadre d'une clé de répartition du capital et que tout écart par rapport à celle-ci se traduirait par une augmentation des émissions nettes négatives au-delà des achats de la BCE.

Dans les pays cœur, l'équilibre entre l'offre et la demande de la France et de l'Allemagne semble également meilleur que jusqu'à présent. Les données sur l'année en cours montrent que les achats cumulés de la BCE ont couvert la majeure partie des émissions nettes d'obligations françaises et la majeure partie des émissions nettes combinées d'obligations et de bons de la dette allemande. Selon les hypothèses formulées plus haut, la demande à venir de la BCE semble également supérieure à l'offre nette pour les deux pays, les écarts éventuels par rapport à la clé de répartition du capital réduisant l'écart positif entre les flux de QE et l'offre.

**Conclusion**

**Les émissions nettes d'obligations souveraines de la zone euro hors achats de la BCE ont été légèrement positives au cours des sept premiers mois de l'année pour la plupart des pays de la zone euro. Le signal devrait devenir négatif, tant pour les pays cœur que périphériques, si la BCE ne ralentit pas de manière significative sa trajectoire d'achats de dette souveraine dans la dernière partie de l'année.**

L'augmentation du PEPP, en adaptant la puissance de feu globale du QE pour couvrir également l'essentiel des besoins de financement de l'année prochaine, a rendu le programme bien plus efficace et assez crédible dans sa prolongation dans le temps. Le soutien indirect sur la demande privée de cette augmentation combinée aux injections massives de liquidités par l'intermédiaire des TLTRO, a finalement réduit la nécessité pour la BCE d'agir directement pour soutenir la dette publique, lui offrant davantage de flexibilité pour les mois à venir.

Cette flexibilité pourrait être utilisée par la banque centrale pour soutenir davantage les programmes privés, être préservée pour l'année prochaine ou servir de filet de sécurité en cas de besoin, les taux étant au plus bas et les *spreads* s'étant resserrés pour revenir proches de leurs niveaux d'avant-Covid. Elle pourrait également équilibrer une éventuelle réduction partielle des positions du système bancaire à l'approche de la fin de l'année et compte tenu de leur forte augmentation évoquée précédemment. Les banques ont toujours intérêt à conserver leurs portefeuilles de titres souverains dans le contexte actuel de facilités de financement très attractives mises en place par la BCE et de taux négatifs imposés aux réserves excédentaires, ce qui devrait sans doute limiter une éventuelle réduction des expositions.

**Ce contexte de l'offre et de la demande est susceptible de soutenir l'environnement actuel de rendements bas et négatifs dans les pays cœur, tout en soutenant la quête de portage pour la dette périphérique,** malgré l'important resserrement des *spreads* constaté ces derniers mois.

*Finalisé le 24/08/2020*

LE THÈME DU MOIS



IBRA WANE,  
Stratège Actions Senior

## Une saison des résultats meilleure que prévu mais la question de la valorisation n'est pas encore tranchée...

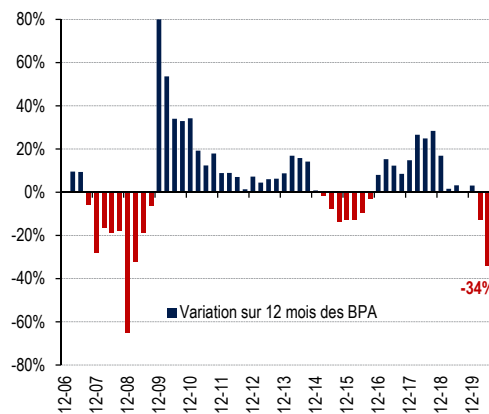
Les résultats du 2<sup>nd</sup> trimestre se sont fortement dégradés mais s'avèrent cependant meilleurs qu'attendus; leur chute étant finalement moins accentuée que lors de la Grande Crise Financière de 2008-2009 (GCF), alors que la récession en cours est bien plus brutale. Cette résistance étonnante est due en grande partie à des aspects sectoriels. Ainsi, les valeurs financières ont dans l'ensemble mieux résisté que lors de la GCF. Par ailleurs, la Santé et la Technologie ont remarquablement tiré leur épingle du jeu. Revers de la médaille, hormis ces deux derniers secteurs, le recul des résultats aurait été bien plus prononcé. Compte tenu des révisions passées et des acquis du 1<sup>er</sup> semestre, sauf nouvel épisode de confinement généralisé, l'essentiel de l'ajustement du consensus semble derrière nous. Le débat sur la valorisation - excessive ou pas - est en revanche encore loin d'être tranché. Pour répondre à cette question, la durée de la crise sera le paramètre essentiel.

### Une baisse sans précédent depuis la Grande Crise Financière

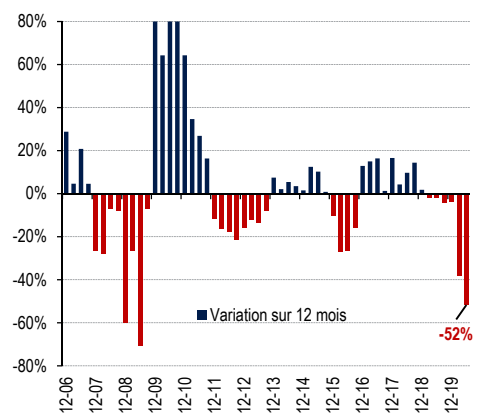
Les publications du second trimestre 2020 se sont littéralement effondrées avec une baisse des chiffres d'affaires (-10 % pour le S&P 500 et -20 % pour le Stoxx 600) et des résultats (-34 % et -52 %) bien plus prononcée qu'au premier trimestre et sans précédent depuis la

Grande Crise Financière de 2008-2009 (GFC) avec la crise des subprimes et la faillite de Lehmann Brothers. Compte tenu d'une durée de confinement bien plus étendue qu'au 1<sup>er</sup> trimestre - six semaines en moyenne contre deux - cette nouvelle détérioration des résultats par rapport aux trois premiers mois de l'année n'est pas pour surprendre.

### 1/ Résultats trimestriels S&P 500 2/ Résultats trimestriels Stoxx 600



Source : IBES, Recherche Amundi, 11 août 2020



Source : IBES, Recherche Amundi, 11 août 2020

La chute aurait pu être pire...

### Des résultats meilleurs que prévu suite à une combinaison d'effets sectoriels

Bien qu'en forte baisse, ces résultats ont toutefois été bien **meilleurs qu'attendus** tant aux États-Unis (-34 % vs -44 %, soit +10 points) qu'en Europe (-52 % vs -66 %, soit +14 points). Compte tenu de l'ampleur des révisions baissières depuis le 1<sup>er</sup> (-30 % en Europe, -22 % aux États-Unis), cette « bonne surprise-là » est toutefois à **relativiser**.

La véritable « **bonne surprise** » en revanche provient du fait que **la chute actuelle soit finalement moins accentuée que lors de la GCF** alors que la récession en cours est bien plus brutale qu'à l'époque. Ainsi, au T2 2020, le PIB américain s'est contracté de -9,5 % sur 12 mois contre -3,9 % au plus fort de la GCF (T2 2009). De même en zone euro - la moyenne de l'Union européenne (UE) n'étant pas encore connue - le PIB a décroché de -12,1 % contre -3,1 % à son acmé au T1 2009 (et -5,5 % pour l'UE).

LE THÈME DU MOIS

Les financières  
ont mieux résisté  
qu'en 2008-2009

Cette « bonne résistance relative » s'explique notamment par une **combinaison d'effets sectoriels**. Tout d'abord, à la différence de l'époque, **les Financières ne sont plus au cœur de la crise** cette fois-ci. Par ailleurs, **la Santé et de la Technologie ont remarquablement tiré leur épingle du jeu** à l'occasion de la pandémie.

S'agissant du **secteur Financier**, ses résultats ont fortement baissé (-54 % aux États-Unis et -43 % en Europe au T2) mais ceci est sans comparaison avec l'ampleur des pertes encaissées lors de la crise des *Subprimes*. Ainsi, au T2 2020, les Financières n'expliquent plus que 30 % du repli des résultats du S&P 500 et 29 % de ceux du Stoxx 600. Cela demeure important mais sans commune mesure avec l'année 2008 où, à elles seules, elles avaient occasionné 84 % du recul des résultats du S&P 500 et plus de 100 % de ceux du Stoxx 600 (106 %). Enfin, non seulement elles ont mieux résisté, mais leur poids relatif est également bien moindre qu'à l'époque. Ainsi au 30 juin 2020, le secteur ne pèse plus que 15 % de la capitalisation du Stoxx 600 contre 24 % onze ans auparavant. De même, la part des Financières au sein du S&P 500 s'est contractée d'un quart, passant de 13,5 % à 10,1 %.

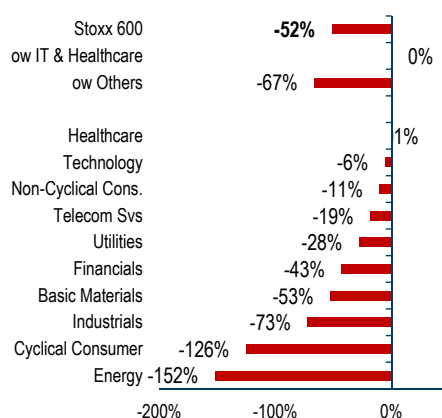
À l'inverse, le poids de la **Technologie** a très fortement augmenté sur la même période, passant de 18 à 27 % pour le S&P 500 et de 3 à 8 % pour le Stoxx 600. Par ailleurs le confinement forcé et l'engouement pour le télétravail ont constitué un formidable accélérateur

pour ce secteur, depuis l'amont avec les semi-conducteurs jusqu'à l'aval chez l'utilisateur final. Dès lors, tant les chiffres d'affaires (+13 % pour le Stoxx, +4 % pour le S&P) que les résultats du secteur au T2 (-6 % pour le Stoxx, +2 % pour le S&P) se sont largement démarqués de la tendance générale (CA: Stoxx -20 %, S&P -10 %, Résultats: Stoxx -52 %, S&P -34 %).

Étant donné la nature de la crise, **la Santé** est l'autre grand secteur qui est parvenu à tirer son épingle du jeu. Ainsi de part et d'autre de l'Atlantique, celui-ci s'est révélé très résilient avec une hausse de ses résultats de +1,4 % en Europe et +5,5 % aux États-Unis. En Europe, c'est même le seul secteur à avoir connu une progression de ses résultats au T2 2020. Cette très bonne résistance de la Santé et de la Technologie masque cependant **une situation détériorée dans de larges pans de la cote**. Les baisses moyennes du S&P 500 (-34 %) et du Stoxx 600 (-52 %) sont donc à relativiser car hormis ces deux secteurs, la moyenne chute de 15 à 20 % (cf. graphiques 3 et 4).

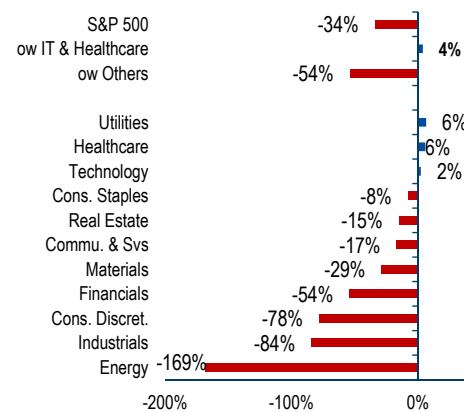
Au-delà des aspects macroéconomiques généralement mis en avant, **ces aspects sectoriels expliquent également en bonne part les écarts de résultats entre les États-Unis et l'Europe**. Le S&P 500 bénéficie en effet d'une **exposition à la Technologie** bien plus importante que le Stoxx 600 (27 % de sa pondération contre 8 %). À l'inverse, **Énergie, Biens d'Équipement, Luxe et Automobile** qui ont subi de plein fouet les effets de la crise, pèsent globalement deux fois

3/ Stoxx 600 : résultats T2 20, var 12M en %



Source : IBES au 11 août 2020, Recherche Amundi

4/ S&P 500 : résultats T2 20, var 12M en %



Source : IBES au 11 août 2020, Recherche Amundi

## LE THÈME DU MOIS

*L'énergie, la consommation discrétionnaire et l'Industrie ont été particulièrement touchées*

*Même le luxe a été sous pression cette fois-ci...*

plus lourd en Europe (20 % contre 9 %).

**Les mêmes secteurs en première ligne des deux côtés de l'Atlantique**

De part et d'autre de l'Atlantique, trois secteurs ont été particulièrement touchés : l'Énergie, la Consommation Discrétionnaire et les Industrielles. Nous reviendrons plus en détail sur le cas des deux premiers qui nous semble très révélateur.

S'agissant de **l'Énergie**, les Majors ont non seulement souffert de la chute des cours du brut et de la baisse de la demande liée au Covid-19 mais elles ont dû également passer des provisions massives afin de tenir compte d'un prix du baril durablement plus bas.

Ainsi, BP prévoyant « une demande en énergie potentiellement plus faible sur une période prolongée... (voire)... une transition énergétique qui pourrait s'accélérer dans le cadre des plans de relance post Covid-19 » a déprécié ses actifs de 17,5 Mds d'USD au T2, soit l'équivalent de 20 % de son bilan. ENI (3,0 Mds USD), Total (8,1 Mds USD) et Shell (16,8 Mds USD) ayant peu ou prou fait de même, ce n'est pas moins de 45 Mds de provisions que les **Majors européennes** ont inscrit dans leurs comptes en un seul trimestre, soit (en moyenne) l'équivalent de 73 % de leur EBIT cumulé de l'ensemble de l'année dernière ! Ces dépréciations d'actifs n'engendrent certes pas de sortie de cash mais, en réduisant les fonds propres, elles augmentent mécaniquement les ratios d'endettement. En retour, ceci jette une ombre sur les perspectives de dividendes, alors qu'il s'agissait là d'un des principaux attraits du secteur. Aux **États-Unis** si Exxon Mobil et Chevron ont tous deux plongé dans le rouge au T2 (respectivement -1,1 Md et -8,3 Mds d'USD), c'est surtout du côté des producteurs de pétrole ou de gaz de schiste que la situation est préoccupante. Ainsi, selon une étude de Deloitte du 22 juin dernier<sup>1</sup>, le secteur pourrait être amené à provisionner l'équivalent de 50 % de son actif net si les prix bas venaient à perdurer...

La **Consommation discrétionnaire** - qui est également passée dans le

rouge en Europe et qui fait partie des plus fortes baisses aux États-Unis - recouvre différents **sous-secteurs** aux caractéristiques très différentes comme le Luxe, l'Électronique grand public, l'Automobile et les Services aux Consommateurs. Si le **Luxe** est d'ordinaire un secteur de forte croissance et relativement immune au cycle, cette fois-ci il a été lourdement impacté par l'effondrement du tourisme international et la quasi-disparition des achats offshore. Ainsi, après -15 % au T1, le chiffre d'affaires cumulé de LVMH, Hermès et Kering a chuté de 39 % au T2, soit -27 % sur l'ensemble du semestre. De même, leurs résultats du 1<sup>er</sup> semestre ont plongé en moyenne de -75 %, ce qui - même si ces groupes ne publient pas de résultats trimestriels - laisse augurer d'une perte au T2, ce qui serait sans précédent pour ce secteur. Plus habituée aux crises, **l'Automobile** a sans surprise été également très durement frappée avec un chiffre d'affaires en recul de -9 % au T1 et -38 % au T2, soit -26 % sur l'ensemble du semestre. Les marges du secteur étant très sensibles aux volumes, ceci s'est traduit par un effondrement de l'EBIT (-61 %) et du résultat net (-88 %) cumulé de BMW, Daimler, Fiat Chrysler et BMW dès le 1<sup>er</sup> trimestre (Michelin, Peugeot et Renault ne publiant pas de comptes trimestriels). Compte tenu de la nouvelle dégradation de l'activité au T2, le recul des résultats sur l'ensemble du 1<sup>er</sup> semestre a été encore plus violent avec -108 % au niveau de l'EBIT et -171 % de celui du résultat net. Enfin, la palme revient aux **Services aux Consommateurs** qui recouvrent notamment les Hôtels & Restaurants et le Transport aérien, deux secteurs touchés au premier chef par le confinement et les interdictions de voyager. Ainsi, le chiffre d'affaires cumulé du Transport aérien a baissé de 87 % (!) au T2 2020, avec des pointes jusqu'à 99,6 % pour Easy Jet. Dès lors, toutes les compagnies du secteur, y compris celles jusque-là les plus rentables comme Ryanair, ont plongé dans le rouge. De même, dans l'hôtellerie, les deux européens figurant dans le top 10 mondial ont subi un recul massif de leur Revenu par chambre

<sup>1</sup> <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/about-deloitte/articles/press-releases/the-great-compression-implications-of-covid-19-for-the-us-shale-industry.html>

LE THÈME DU MOIS

disponible au T2 avec -75 % pour InterContinental et -88 % pour Accor.

Aux **États-Unis**, les résultats de la Consommation discrétionnaire ont également fortement baissé (-78 %) mais de façon moindre qu'en Europe (-126 %). Mais là encore, les pondérations sectorielles expliquent une bonne part des différences. Ainsi, en Europe, l'Automobile (22 %), le Luxe (46 %) et l'Hôtellerie-Loisirs (11 %) pèsent ensemble près de 80 % de la Consommation discrétionnaire mais seulement 26 % aux États-Unis. Le reste, correspondant au Retail (74 %), et notamment à la Vente par Internet et Marketing direct; une sous-catégorie dominée par **Amazon**, qui à lui seul pèse 43 % de la Consommation Discrétionnaire et 4,8 % du S&P 500! Amazon ayant été plébiscité pendant le confinement, ses résultats du T2 se sont envolés avec un chiffre d'affaires (+40 %), et un Résultat Net (+100 %) bien au-delà du consensus. À noter toutefois que sans Amazon, les résultats de la Consommation Discrétionnaire auraient chuté de 98 %, au lieu de 78 %, se rapprochant ainsi des 126 % relevés en Europe.

**Le consensus s'est désormais largement ajusté...**

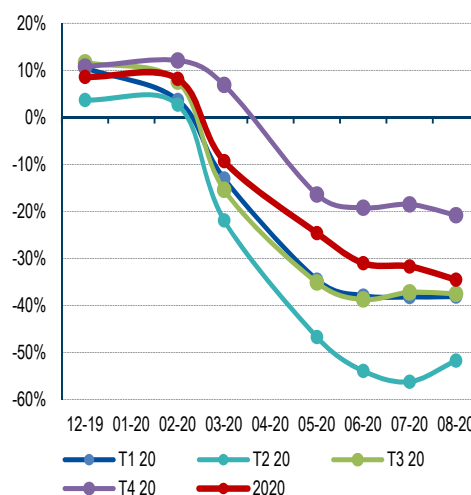
Avec près de 5 milliards d'habitants de la planète simultanément confinés début mai, les circonstances du **second trimestre 2020** ont été tout à fait

exceptionnelles et celui-ci devrait donc durablement marquer le **point bas** des prochaines publications.

**L'environnement des dix-huit prochains mois demeure toutefois très incertain.** Entre les inconnues sanitaires (évolution du déconfinement, seconde vague ou pas, découverte et disponibilité d'un vaccin...), économiques (évolution de la confiance des ménages et des entreprises...) et géopolitiques (élections US, fiscalité, protectionnisme...), les conjoncturistes hésitent entre toutes sortes de symboles pour caractériser la reprise à venir: en V, W, U, L, racine carrée voire virgule inversée. Dans, ces circonstances, il est évidemment délicat de se prononcer sur la croissance des résultats futurs.

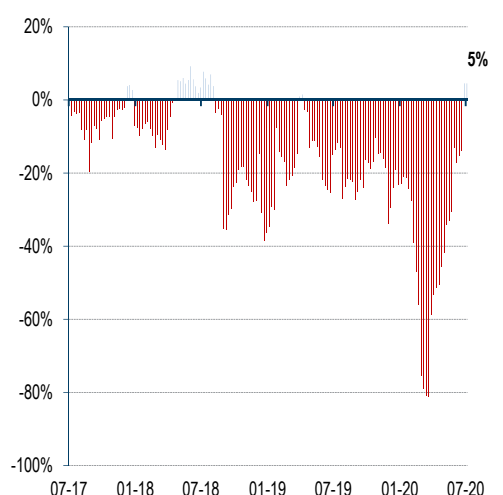
**Sauf nouvel épisode de confinement généralisé, l'essentiel de l'ajustement du consensus semble cependant derrière nous.** Ainsi au fil des mois, les révisions de bénéfices par actions (BPA) se sont amenuisées (cf. graphique 5) et le net-up des analystes s'est redressé (cf. graphique 6). On rappellera que le net-up correspond au solde net des révisions de BPA à la hausse sur le total des révisions. Cet indicateur, qui varie de -100 % (toutes les révisions sont négatives) à +100 % (toutes les révisions sont positives), est plus sensible que les révisions de BPA en tant que tel. On l'utilise dès lors en complément de ces dernières afin de mieux anticiper les changements de tendance. Dans le graphique 6, on voit

5/ **Stoxx 600**  
Évolution des attentes de BPA



Source : IBES, Refinitiv au 11 août 2020

6/ **Net-up des révisions de BPA**  
en Europe



Source : Datastream, Recherche Amundi, 11 août 2020

LE THÈME DU MOIS

ainsi nettement qu'après avoir atteint un point bas à -81 % à la mi-avril, le net-up est revenu désormais en territoire de neutralité.

Le **consensus bottom-up du Stoxx 600** table actuellement sur un **déclin des BPA de -35 % en 2020**, suivi d'un rebond de **+38 % en 2021**. En d'autres termes, le BPA 2021 serait 10 % inférieur à celui du point de départ pré-Covid de 2019. Pour notre part, **nous demeurons un peu plus prudents sur 2020** (-45 %) du fait de divergences sur le 4<sup>e</sup> trimestre sur lesquelles nous reviendrons. **En revanche, nous convergeons en niveau sur 2021**, où nous prévoyons des BPA en baisse de 12,5 % par rapport à 2019. (vs. -10 % pour le Consensus).

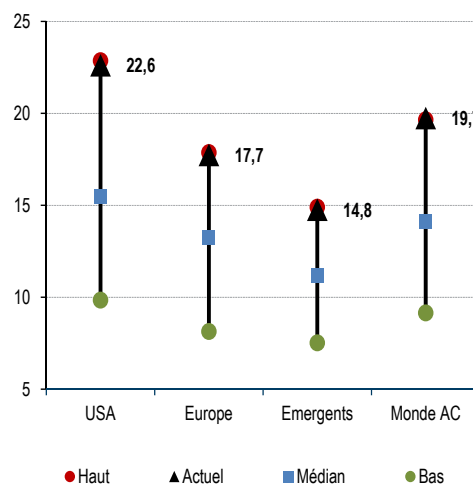
S'agissant tout d'abord des résultats du **3<sup>e</sup> trimestre**, après le décrochage du T2, ils devraient connaître une hausse séquentielle mais continuer à nettement baisser sur 12 mois. En cela, nous partageons la vision du Consensus (-38 % selon IBES, -40 % d'après nos estimations). En effet, en dehors de secteurs très défensifs comme les Utilities, la Santé et les Télécom, ou de la Technologie qui a actuellement le vent en poupe, les autres secteurs qui représentent ensemble plus de 70 % du chiffre d'affaires cumulé du T2 2020, seront loin d'avoir retrouvé leur niveau de l'année dernière. En revanche, nous divergeons sensiblement du Consensus pour le **4<sup>e</sup> trimestre**; celui-ci tablant sur un recul de 21 % et nous de 50 %.

En réalité, la différence est moins spectaculaire qu'il n'y paraît et est plus d'ordre comptable qu'économique. Tout d'abord, comme la plupart des observateurs, nous faisons l'hypothèse qu'il n'y aura pas de second confinement généralisé et que la pandémie sera progressivement maîtrisée. Dès lors, il semble logique de conclure comme le Consensus que la baisse des résultats au T4 devrait s'amenuiser (-21 % au T4, après -38 % au T3 et -52 % au T2). À cette relative amélioration de la **performance opérationnelle**, il nous semble cependant qu'il faut rajouter la prise en compte d'importants **éléments exceptionnels**. Compte tenu d'une visibilité qui demeurera très limitée en fin d'année, nous ne serions effectivement pas surpris si les sociétés procédaient à de nouvelles dépréciations d'actifs (*goodwill*, actifs d'impôts différés, marques, réserves...) ou provisions pour restructuration. Au final, la baisse de 50 % des résultats du T4 que nous anticipons, correspondrait pour moitié à des éléments courants et pour l'autre à de l'exceptionnel.

**...mais le débat sur la valorisation n'est pas encore tranché...**

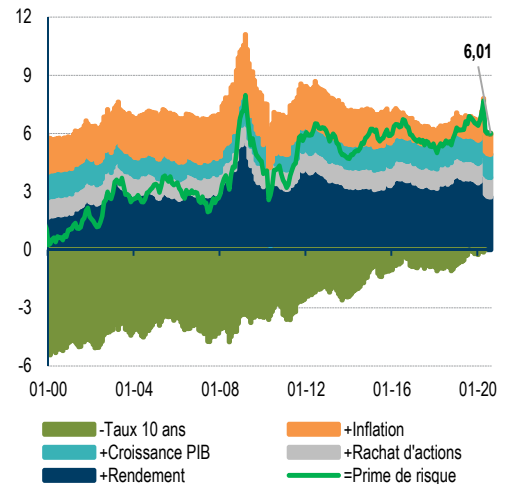
Quelle que soit l'évolution précise des BPA en 2020 et 2021, compte tenu de l'ampleur des révisions (baissières) de bénéfice au cours des six derniers mois et du rebond des marchés depuis mi-mars, les multiples de valorisation se sont très fortement tendus. Ainsi, qu'il s'agisse des 12M forward PE (graphique 7)

**7/ 12M forward PE de 2008 à 2020 (13 août)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

**8/ Prime de risque actions Europe (13 août)**



Source : Datastream, Recherche Amundi



LE THÈME DU MOIS

ou du CVI<sup>2</sup>, ces indicateurs sont au plus haut ou quasiment depuis douze ans, voire vingt aux États-Unis. En revanche, la prime de risque des actions (graphique 8) renvoie un signal complètement différent du fait de l'écrasement des taux longs qui la rende attractive. Que faut-il dès lors en conclure ?

**La réponse n'est pas univoque et la durée de la crise sera cruciale pour trancher entre ces deux visions. Si la crise est intense mais relativement courte, les investisseurs, rassurés par les mesures de soutien monétaire et budgétaire, devraient être en mesure de patienter. Autrement dit,**

**compte tenu du peu d'alternatives (TINA), ils continueraient à faire l'impasse sur les mauvais résultats en se fiant aux conclusions de la prime de risque. En revanche, si la normalisation de l'économie devait s'avérer décevante l'an prochain, voire pire être durablement remise en question, alors le marché ne pourrait faire autrement que consolider. Les prochains mois seront donc déterminants. Le quatrième trimestre notamment sera à surveiller de près. Mais pour l'instant, le message des résultats du second trimestre est plutôt celui du verre à moitié plein.**

Achévé de rédiger le 14 août 2020

<sup>2</sup> Le CVI est un indicateur combinant Trailing PE, Fwd PE, Price to Book, Dividend Yield et Price Cash Flow

Résultats des marchés émergents au T2

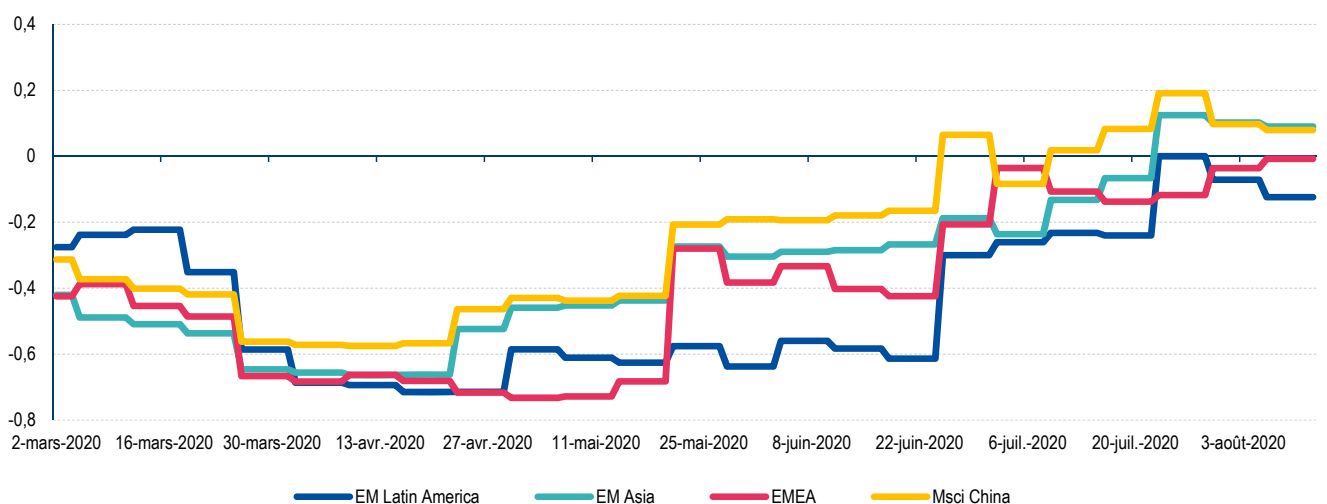
DEBORA DELBO', *Strategiste Senior Marchés émergents*

La publication des résultats du 2e trimestre 2020 indique une croissance en devise locale des revenus nets en glissement annuel négative, à -6,6 %. Le pourcentage de croissance en glissement annuel est négatif presque partout, à l'exception de quelques pays comme la Pologne, Taïwan, la Grèce, la Chine et la Malaisie. Quelque 59 % de l'ensemble des valeurs du MSCI EM ont présenté des surprises positives. Dans l'ensemble, le pourcentage moyen de surprises parmi toutes les entreprises est positif et proche de 20 %. La Russie, les Philippines, la Malaisie et, de façon marginale, l'Indonésie ont enregistré un pourcentage moyen de surprises négatif.

**Les révisions des bénéfices pour l'exercice fiscal 2020** continuent globalement de repartir à la hausse. Les révisions des bénéfices pour les valeurs du MSCI Chine et des émergents d'Asie sont à nouveau en territoire positif. Elles sont proches de zéro en EMOA et encore négatives en Amérique latine malgré une amélioration.

La croissance sur douze mois des BPA des valeurs du MSCI EM a légèrement diminué, passant à -19 % (contre -18 % en juillet). Les prévisions à douze mois (source: IBES) ont augmenté de +10 % à +13 % et sont toujours élevées en Chine (+12 %), en Corée (+33 %), en Afrique du Sud (+29 %) et à Taïwan (+12 %). Les prévisions ont également augmenté le mois dernier au Brésil (de +2 % à +18 %) et au Mexique (de +10 % à +16 %). Nos prévisions internes de BPA à 12 mois pour le MSCI EM (en USD) sont toujours négatives, bien qu'en amélioration, à -6,9 % en glissement annuel, en raison de la faiblesse du commerce mondial et de la dynamique des exportations des pays émergents en 2020, avec une reprise qui devrait s'amorcer en 2021. Nos perspectives quant au cours du pétrole sont très proches de leur niveau actuel pour 2020 et légèrement plus élevées en 2021.

Révision des résultats anticipés pour 2020 (IBES)



Source : IBES, Recherche Amundi

## SCÉNARIO CENTRAL &amp; SCÉNARIOS ALTERNATIFS

## Mise à jour mensuelle

Légère modification de notre scénario central et des scénarios alternatifs pour tenir compte des dernières évolutions. Les données récentes confirment un ralentissement de la reprise économique en ligne avec notre scénario central. Nous accroissons donc la probabilité de notre scénario central de 60 à 70 % tout en réduisant la probabilité du scénario haussier de 20 à 10 %.

SCÉNARIO BAISSIER  
20 %

## 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 et/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 %

## 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 deuxième semestre 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 durée (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 POSITIF  
10 %

## 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 Covid-19 : gérer le retour des vacances d'été

Au cours des dernières semaines, le nombre de cas dans les pays européens est reparti à la hausse notamment dans les pays qui ont enregistré une augmentation du nombre de visiteurs pendant la pause estivale. Toutefois, il est également vrai que le nombre de tests a augmenté et que nous devons attendre la mi-septembre pour tirer des conclusions plus précises quant à la possibilité d'une deuxième vague. Dans le pire des scénarios, nous pensons que les éventuels dispositifs de confinement seront locaux, car les économies sont trop fragiles pour faire face à des mises à l'arrêt généralisées. À l'inverse, aux États-Unis, le nombre de cas a chuté de près de 40 % depuis le pic de juillet, ce qui a entraîné la reprise des marchés actions dans la région.

Dans une perspective à plus long terme, les traitements s'améliorent et notamment celui de la transfusion du plasma sanguin des survivants. Malgré l'absence de données sur les essais, le marché a accueilli favorablement l'approbation par les autorités américaines des transfusions de plasma. Une priorité de plus en plus importante est la production en masse d'anticorps spécifiques qui auront probablement un potentiel à la fois thérapeutique et préventif (plus de 70 sont en cours de déploiement par différentes entreprises). Ces traitements (plus chers en définitive que le vaccin) seront probablement prêts dès l'été prochain et les entreprises collaborent pour dynamiser leur production qui devra être massive. *(finalisé le 31/08/2020)*

## 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 épicycles 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 %**Dépression**

- **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**
  - Nous avons vu la Fed réduire l'expansion de son bilan durant l'été en raison d'une hausse de l'inflation
  - Les programmes de QE pourraient devenir une source de problèmes pour la reprise lorsque l'inflation entrera dans l'équation
  - 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)
- **Deuxième vague de Covid-19**
  - L'augmentation rapide du nombre de cas en Europe fait craindre une deuxième vague lors de la rentrée scolaire

**RISQUE FINANCIER**  
15 %**Instabilité financière**

- **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 %**Tensions politiques aggravées par le Covid-19**

- **Élections américaines et tensions chinoises**
  - La campagne électorale américaine et la violence du discours de Donald Trump pourraient aggraver les tensions avec la Chine
  - Le ton tout aussi belliciste du parti démocrate suscite de nouvelles incertitudes politiques en matière de relations bilatérales si Joe Biden remporte l'élection
  - Au-delà de la guerre technologique et du cas Huawei, de la guerre du capital contre les participations étrangères et de la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, la situation à HK fait naître un risque de sanctions américaines contre les banques chinoises et un risque d'exclusion de celles-ci du système financier américain
  - Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité dans et entre les pays émergents**
  - La crise sanitaire et économique, conjuguée à l'abandon progressif du multilatéralisme par les États-Unis et à l'approche des élections US, pourrait entraîner des tensions géopolitiques et une certaine instabilité politique dans les pays émergents

**RISQUE ÉCONOMIQUE**  
10 %

**Dépression**

- Bien que notre capacité à faire face au virus se soit considérablement améliorée (traitement, infrastructure sanitaire, 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

**+** 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 %

**Instabilité financière**

- Les risques liés au déploiement du Fonds européen de relance ne doivent pas être sous-estimés. Les dissensions entre pays membres de l'UE pourraient faire réapparaître le risque lié aux obligations périphériques

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

**-** Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

**RISQUE (GEO)POLITIQUE**  
15 %

**Tensions politiques aggravées par le Covid-19**

- À ce stade, aucune crise « systémique » avec un impact sur le marché n'a été identifiée, mais un certain nombre de situations méritent d'être suivies : Libye, Grèce/Turquie, Liban, Biélorussie, manifestations en Russie orientale, conflit frontalier entre l'Inde et la Chine
- Pour la Turquie qui se trouve déjà dans une situation particulièrement délicate avec des déséquilibres intérieurs significatifs, les obstacles économiques représentent un risque supplémentaire

**+** 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

- Les conditions d'exploitation continuent de s'améliorer et les entreprises déclarent un renforcement de leur activité dans un nombre croissant de secteurs importants.
- Les prestataires de services estiment que leurs principaux freins sont la faiblesse de la demande mondiale et les mesures restrictives qui subsistent, perturbant notamment les activités liées au tourisme et aux loisirs. Les divergences entre secteurs se sont donc intensifiées dernièrement.
- Le taux de reprise ralentit dans les principales économies de la zone euro.

●●● FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les actifs risqués paraissent chers selon presque tous les indicateurs traditionnels.**
- Côté actions, les PER en valeur absolue semblent très élevés, même si l'on tient compte des prévisions élevées en matière de BPA. La faible prime de risque actions reste un argument valable grâce aux taux d'intérêt extrêmement bas et à l'expansion du bilan des banques centrales.
- Jusqu'à présent, les BC ont empêché toute répercussion négative de la récession sur les taux de défaut des entreprises en protégeant les investisseurs en crédit et les banques.

ALLOCATION  
D'ACTIFS  
DÉFENSIVE

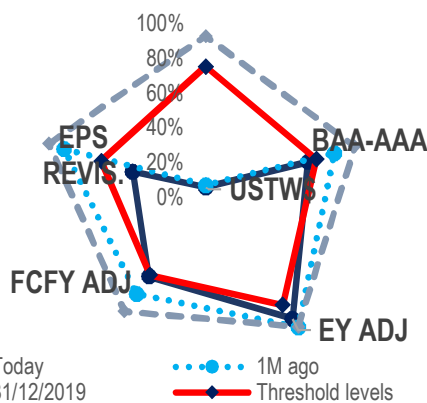
●●● FACTEURS TECHNIQUES

- Les signaux tactiques (facteurs techniques en plus des indicateurs de sentiment) font état d'une amélioration récente et le momentum est toujours favorable aux marchés.
- D'un point de vue « contrariant », les marchés semblent toutefois un peu tendus.

●●● SENTIMENT

- Les conditions financières se sont assouplies au cours de l'été grâce à l'intervention des banques centrales i) les indicateurs de santé du système bancaire (TED, Libor/OIS, billets de trésorerie) sont revenus à des niveaux normaux et ii) les *spreads* des obligations d'entreprises se sont encore resserrés.
- La composante CAST reste le principal contributeur en termes de sentiment, presque toutes ses composantes étant dans le VERT**
- Du point de vue des flux (données State Street), l'humeur est toujours à la PRISE DE RISQUE, avec un regain d'appétit, ces derniers temps, pour les titres à haut rendement (oblig. d'entreprises et souveraines) et les actions.

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



Recherche Amundi, données au 25 août 2020

**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 Reprise en forme V****Nous ne croyons pas à la reprise en V anticipée par les marchés**

- La partie la plus rapide de la reprise économique est terminée. Elle sera désormais plus progressive. Le contexte économique reste donc fragile et dépendant de la pandémie.
- Les données préliminaires pour le deuxième trimestre sont globalement conformes à nos attentes, sans révisions majeures en termes de croissance, hormis quelques surprises négatives en Espagne et en Allemagne. Les données relatives au PIB du troisième trimestre semblent confirmer nos prévisions d'un ralentissement de la dynamique en fin juillet avec une reprise désormais plus progressive. Le risque de réapparition de cas menace à nouveau après la reprise post-confinement des activités.
- Après les pertes des premier et deuxième trimestres, la reprise du troisième trimestre ne semble pas suffisante pour un retour à la normale dans la plupart des économies. Les performances économiques suivront une trajectoire de rattrapage lente et progressive. Un vaccin éviterait la transformation de dommages temporaires en pertes durables et permettrait de renforcer la reprise.
- Les mesures politiques dans les marchés développés ont principalement visé la préservation des revenus des ménages dans la perspective d'une reprise en forme de V par le biais de différentes formes de soutien à l'emploi. Nous percevons donc un risque durant la période de transition vers 2021, lorsque ces dispositifs arriveront progressivement à expiration. La consommation fait preuve de résistance, mais pourrait être mise à mal si les conditions du marché du travail se dégradent.
- Dans notre scénario central, cela se traduit par le fait que les niveaux du PIB d'avant crise ne seront pas atteints avant plusieurs trimestres, excepté en Chine. Par conséquent, nos prévisions de croissance des BPA restent prudentes et nous tablons sur un rebond en 2021, mais à des niveaux inférieurs à ceux anticipés par le consensus.

**2 Marché de la dette de la zone euro****Les besoins de financement de la zone euro sont pratiquement couverts pour l'année, ce qui allège la pression sur la BCE et accorde un certain répit aux programmes d'achat d'actifs**

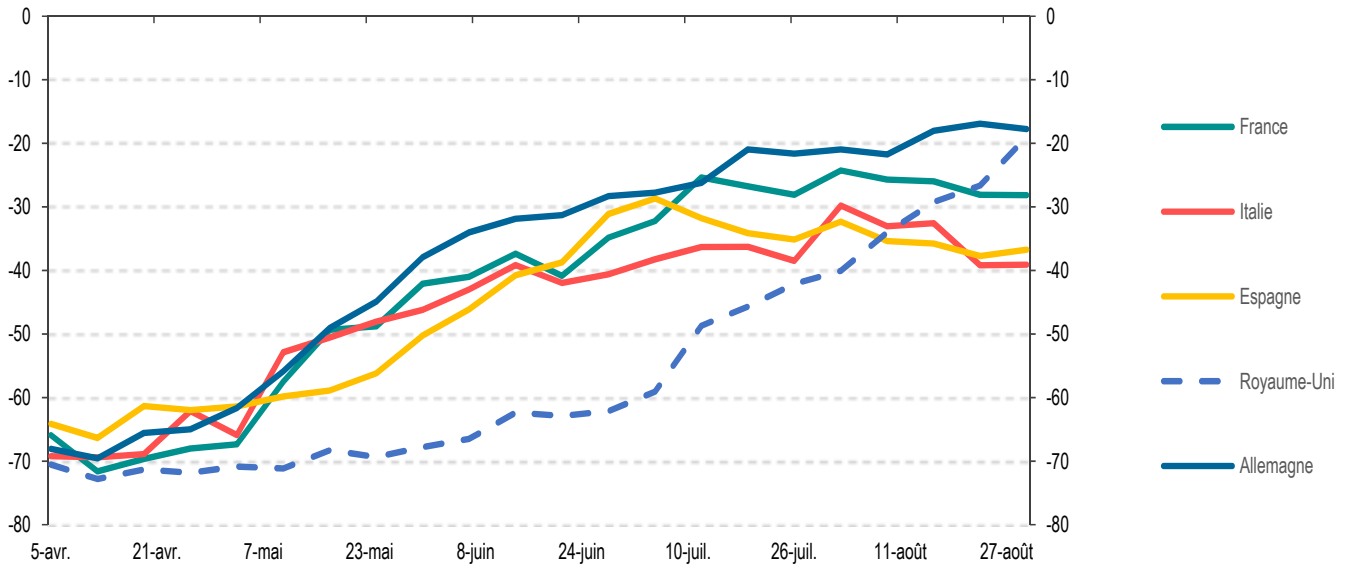
- Le panorama technique des obligations d'État de la zone euro semble propice à l'environnement actuel de rendements cœur bas et à la quête de portage qui en résulte.
- Selon nos estimations, la BCE a absorbé l'essentiel de l'offre nette pour l'année en cours, couvrant, dans de nombreux pays, jusqu'à 90 % des émissions nettes d'obligations. Dans l'hypothèse où la majeure partie du volume global du QE sera allouée à la dette publique (80 %) conformément aux dispositions de la clé de répartition du capital, avec une proportion de deux tiers cette année et un tiers restant au premier semestre de l'année prochaine, les achats de la BCE devraient plus que couvrir les besoins budgétaires restants d'ici la fin de l'année.
- Les rendements de la zone euro sont au plus bas et les *spreads* se sont resserrés pour revenir proches de leurs niveaux d'avant-Covid. Par conséquent, la BCE gagne en flexibilité. Elle pourrait donc être amenée à soutenir certains programmes privés et à préserver ses capacités d'achat d'obligations souveraines pour l'année prochaine, comme soutien en cas de besoin ou en cas de rééquilibrage des avoirs des banques en fin d'année.
- Les banques ont toutefois intérêt à conserver leurs portefeuilles de titres souverains dans le contexte actuel de facilités de financement très attractives de la BCE et de taux négatifs imposés aux réserves excédentaires, ce qui devrait sans doute limiter une éventuelle réduction des expositions.
- Ce contexte de l'offre et de la demande est susceptible de soutenir l'environnement actuel de rendements bas et négatifs dans les pays cœur, tout en soutenant la quête de portage à travers la dette périphérique.

**3 Dynamique fragile****La dynamique des marchés devrait marquer un plateau**

- Nous ne nous attendons pas à ce que l'économie mondiale retrouve ses niveaux d'avant-Covid dans un futur proche, notamment en ce qui concerne le marché du travail (chômage), et nous pensons que l'anticipation par le marché d'une reprise en forme de « V » est irréaliste.
- Les valorisations sont gravement faussées par les interventions des banques centrales et nous considérons que les niveaux actuels des marchés boursiers intègrent pleinement notre scénario de référence. Si l'on analyse en détail les principaux indices actions, on constate que le marché est très polarisé, ce qui offre des opportunités de sélection de valeurs, mais constitue également un risque lorsque cette polarisation est extrême.
- Nous évitons donc de nous exposer de manière directionnelle aux actions, car la disparité des rendements et des valorisations entre les régions (États-Unis) et les secteurs (technologie) fragilise leur dynamique. Nous anticipons une augmentation du risque politique et des déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents.

POINTS CLÉS

Indicateurs de reprise d'activité



Source : Blavatnik School of Government, University of Oxford, ENTSO-E, OpenTable, ShopperTrack, Moovit App, Recherche Amundi - Données au 30/08/2020



ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
<b>ACTIONS</b>	<b>États-Unis</b>	-/=		Les actions américaines continuent d'offrir une meilleure valeur que les obligations; toutefois, la divergence de momentum et de valorisation entre les méga-caps et les grandes capitalisations par rapport au reste du marché est extrême. Et ce en dépit de l'incertitude autour des élections américaines et d'une résurgence des cas de virus dans certains États. Dans cet environnement, il est important de veiller à l'équilibre des portefeuilles. Nous pensons qu'une rotation des dirigeants est probable, et les investisseurs devraient se tourner vers des valeurs de grande qualité.
	<b>Europe</b>	=		L'environnement économique s'améliore mais des risques d'une seconde vague du virus sont apparus qui pourraient affecter une reprise échelonnée. La saison des résultats du T2 a dépassé les attentes qui étaient déjà déprimées, avec une visibilité prévisionnelle très faible. En conséquence, les dispersions de valorisation restent élevées. À l'avenir, les investisseurs devraient rester très sélectifs et s'efforcer d'identifier des modèles économiques résilients.
	<b>Japon</b>	=		L'amélioration des perspectives de croissance mondiale et un environnement favorable aux valeurs cycliques devraient profiter aux actions japonaises, compte tenu de la dépendance du pays aux exportations.
	<b>Marchés émergents</b>	=		Les questions géopolitiques telles que les relations sino-américaines et la pandémie de Covid-19 sont les principaux facteurs qui affectent les marchés émergents à l'heure actuelle. Nous privilégions les pays de la région asiatique (Corée du Sud, Chine) à la lumière de notre approche « premier entré, premier sorti ». Certains pays de la région EMEA affichent des valorisations attractives et nous apprécions également ceux qui présentent de bonnes perspectives de rendement du dividende comme la Russie et la Pologne.
<b>FIXED INCOME</b>	<b>Govies États-Unis</b>	=/+		D'un point de vue obligataire mondial, nous préférons les bons du Trésor américain en raison de leur statut de valeur refuge, mais nous n'accordons pas de place importante à la durée dans son ensemble. Du point de vue du portefeuille américain, nous sommes prudents à la lumière de certains facteurs tels que la reprise de l'activité économique et les dépenses en déficit qui pourraient peser sur le marché.
	<b>États-Unis Obligations d'entreprise IG</b>	=/+		Les mesures de relance continuent de soutenir la demande d'IG, mais les marchés intègrent déjà l'impact de mesures de relance supplémentaires et d'effets vaccins. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir des coussins de liquidité appropriés et de prendre des bénéfices sur les obligations et les prêts le cas échéant. Dans l'ensemble, la sélectivité des noms et des secteurs est essentielle pour éviter les dépréciations permanentes.
	<b>États-Unis Obligations d'entreprise HY</b>	-/=		Si les actions de la Fed devaient soutenir cette classe d'actifs, afin d'éviter les défauts et de protéger les investisseurs des portefeuilles, elles devraient se concentrer sur des titres de grande qualité et liquides capables de résister à une lente reprise.
	<b>Govies Europe</b>	-/=		Nous restons prudents à l'égard des pays « core » de la zone euro et restons positifs à l'égard des pays périphériques, même si les investisseurs devaient prendre une partie de leurs gains. La pentification de la courbe des taux des pays « core » de la zone euro semble peu probable pour le moment, car la BCE devrait limiter les hausses de taux dans un contexte d'inflation modérée.
	<b>Euro Obligations d'entreprise IG</b>	++		Nous sommes optimistes à l'égard des obligations d'entreprises <i>Investment Grade</i> (IG) libellées en euros et pensons que les défauts globaux des obligations d'entreprises européennes sont stables. L'endettement des entreprises IG de la zone euro reste inférieur à celui de leurs homologues américaines et le coût global du financement est également faible grâce au soutien de la BCE. Si nous maintenons notre vue positive sur la dette financière et subordonnée IG, dans l'ensemble, nous gardons un œil sur les nombreuses émissions de septembre. Au total, la sélection reste primordiale.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=		Le segment BB à haut rendement présente toujours des opportunités sur une base sélective. Nous sommes prudents à cet égard et recherchons des rendements supplémentaires dans des titres susceptibles de sortir avec succès de la crise. Comme toujours, il est important de se concentrer sur la liquidité.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous continuons de privilégier la dette émergente en devise forte (euro par rapport au dollar). Nous pensons qu'il est possible de poursuivre la compression des <i>spreads</i> dans le HY et nous restons prudents à l'égard des obligations IG. Dans l'ensemble, les <i>spreads</i> souverains IG ne sont que de 30 pb par rapport à leurs niveaux d'avant Covid, tandis que les <i>spreads</i> HY restent de 300 pb au-dessus de leurs niveaux d'avant Covid. Toutefois, les risques de défaut souverain doivent être surveillés.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous sommes neutres/prudents à l'égard des taux émergents et continuons de penser que la sélectivité est essentielle. Concernant les devises émergentes, nous sommes optimistes à l'égard des devises liées aux matières premières dans un contexte de réouverture progressive des économies et de rebond des cours du pétrole.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			La reprise économique favorise les matières premières, même si les incertitudes prévalent sur l'évolution de la pandémie et d'éventuels confinements. Toutefois, les récents chiffres macroéconomiques en Chine et aux États-Unis restent favorables. En général, les matières premières restent la classe d'actifs risquée la moins chère et pourraient bien bénéficier plus que les autres d'une reprise économique. La demande de pétrole devrait se redresser après s'être effondrée de 11 millions de b/j au S1, et nous tablons sur un prix du pétrole de \$/b 35-45 pour le WTI. Dans les métaux, la récente correction de l'or (et de l'argent) est liée aux inquiétudes liées à la hausse des taux réels, au risque « normal » et à l'arrêt par la Fed de ses achats d'actifs. Toutefois, les obligations convertibles resteront plus accommodantes, ce qui évitera toute correction douloureuse à l'avenir.
	<b>Devises</b>			Les interventions des banques centrales, les initiatives au niveau national et le fonds de relance de l'UE ont stabilisé le sentiment à l'égard de l'EUR/USD, mais la trajectoire de correction du USD à mesure que nous avançons vers 2021 ne sera pas linéaire et nous pourrions assister à une stabilisation du USD par rapport à l'EUR. En ce qui concerne la livre sterling, l'environnement est plus favorable à l'euro si l'on considère la croissance régionale, les conditions financières et la prime de risque politique (Brexit).

### LÉGENDE



Source : Amundi, au 24 juillet 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 31/08/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
<b>Monde</b>	3,1	-5,0/-3,8	4,8/6,0	3,0	2,5	2,7
<b>Pays développés</b>	1,7	-7,6/-6,1	3,6/5,3	1,5	0,8	1,4
<b>États-Unis</b>	2,3	-6,7/-4,7	2,7/4,7	1,8	1,1	1,6
<b>Japon</b>	1,2	-5,1/-4,5	2,1/2,7	0,7	0,1	0,5
<b>Royaume-Uni</b>	1,4	-11,5/-10,5	7,0/9,0	1,8	0,8	1,5
<b>Zone euro</b>	1,2	-9,4/-7,4	4,2/6,2	1,2	0,5	1,3
<b>Allemagne</b>	0,6	-7,6/-5,6	2,6/4,6	1,5	0,7	1,5
<b>France</b>	1,2	-11,2/-9,2	6,0/8,0	1,3	0,5	1,2
<b>Italie</b>	0,3	-11,7/-9,7	4,1/6,1	0,7	0,1	1,1
<b>Espagne</b>	2,0	-12,5/-11,5	7,5/8,5	0,7	0,1	1,2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** une nouvelle flambée de Covid-19 dans plusieurs États entre juillet et août a imposé une plus grande prudence dans le redémarrage de l'économie, freinant la dynamique de la reprise. Le marché du travail est toujours en difficulté. Au cours des prochains trimestres, l'économie américaine devrait continuer à suivre une trajectoire de reprise progressive, appuyée par une politique monétaire accommodante et un nouveau cycle de relance budgétaire. Nous nous attendons à ce que la croissance trimestrielle reste soutenue par la reprise de la demande intérieure et extérieure, bien que l'incertitude liée aux élections de novembre puisse retarder les nouveaux investissements. L'inflation, plus volatile en raison des distorsions induites par le confinement, convergera graduellement vers la cible, avec un léger dépassement temporaire en mi-2021 résultant d'effets de base liés à l'énergie.
- Zone euro :** l'activité économique a rapidement redémarré au début du troisième trimestre, malgré l'apparition de nouveaux foyers de Covid-19 dans plusieurs pays en juillet et août, qui ont entraîné une décélération des indicateurs d'activité à haute fréquence. Les programmes visant à éviter les licenciements massifs étant toujours en place, le taux de chômage n'a pas atteint des sommets historiques, bien qu'il ait augmenté. L'incertitude liée aux risques de nouvelles flambées pourrait empêcher l'activité économique de revenir à ses niveaux d'avant crise pendant plusieurs trimestres, pour autant, nous anticipons une reprise progressive de la demande intérieure et extérieure, soutenue par une politique monétaire extraordinairement accommodante et des politiques budgétaires anticycliques. L'inflation restera modérée à court terme, mais les effets de base et la correction des distorsions provoquées par le confinement pousseront l'inflation à la hausse jusqu'en 2021, maintenant celle-ci en dessous de l'objectif.
- Japon :** l'économie continue de rebondir après le creux du deuxième trimestre, bien qu'à un rythme plus lent au début du mois d'août, dans un contexte de reprise de l'épidémie de Covid-19. Le gouvernement s'est abstenu de redéclarer l'état d'urgence, malgré une augmentation du nombre de nouveaux cas quotidiens qui dépasse de loin le pic précédent. Cela dit, le risque de vagues épidémiques récurrentes renforce encore l'incertitude quant à la trajectoire de la reprise et les chiffres du PIB ayant été plus mauvais que prévu au deuxième trimestre, nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année. L'inflation restera faible pour le reste de 2020, compte tenu d'un écart de production négatif.
- Royaume-Uni :** le Royaume-Uni continue de se redresser après sa forte récession économique du deuxième trimestre. Les données à haute fréquence confirment le rebond en cours cet été, la consommation étant particulièrement propice à mesure que le pays se déconfiner. Après un rebond au troisième trimestre, une stabilisation progressive à partir du quatrième trimestre devrait se confirmer, soutenue par une demande intérieure plus forte et une reprise du commerce mondial. Le Brexit constitue cependant un risque important pour 2021. Le marché du travail reste sous pression et une hausse du chômage reste possible si les dispositifs de chômage partiel (devant prendre 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.

*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

	28-08 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,08	0/0,25	0,08
Zone euro	-0,50	-0,55	-0,51	-0,58	-0,55
Japon	-0,05	-0,2	-0,05	-0,2	-0,05
RU	0,10	0,00	0,06	0,00	0,01

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	16 septembre
BCE Conseil des gouverneurs	10 septembre
Banque du Japon MPM	17 septembre
Banque d'Angleterre MPC	17 septembre

Source : Recherche Amundi

- Fed :** comme on pouvait s'y attendre, la dernière réunion du FOMC n'a pas donné lieu à des changements de politique et a confirmé le positionnement très accommodant de la Fed. Jerome Powell a pris acte du tassement de la reprise au cours du mois dernier et a souligné l'importance de l'évolution du Covid-19 pour les perspectives économiques. Le FOMC est à l'aise avec le positionnement politique actuel. Un surplus de souplesse n'est pas encore indispensable, néanmoins Jerome Powell a souligné que l'économie aurait besoin de davantage de soutien, tant de la part de la politique monétaire que de la politique budgétaire. Dans son discours de Jackson Hole, le président de la Fed a expliqué les changements entrepris dans le cadre de la révision de la stratégie de la Fed et a annoncé l'adoption d'un dispositif flexible de ciblage de l'inflation moyenne. La Fed a officialisé une nouvelle fonction de réaction et une trajectoire plus accommodante par rapport aux précédentes reprises, le FOMC visant à faire baisser le chômage le plus bas possible, du moins jusqu'à ce que les pressions inflationnistes disparaissent dans les données. De nouvelles mesures de relance monétaire pourraient être adoptées dès la réunion de septembre du FOMC, avec davantage de QE et des orientations prospectives plus précises.
- BCE :** la BCE s'est abstenue d'annoncer de nouvelles mesures de relance lors de sa réunion de juillet, compte tenu de l'ampleur du dispositif déjà existant et dans l'attente des résultats du sommet consacré au Fonds de relance, qui a finalement débouché sur un accord assez favorable pour l'ensemble de la zone euro. Les déclarations ont confirmé la position accommodante de la BCE. Le message principal était rassurant, soulignant la nécessité d'exploiter toute la puissance de feu du PEPP. Face au ton plus ferme adopté par certains membres qui avaient précédemment évoqué la possibilité de n'utiliser que partiellement le dispositif récemment élargi du QE, Christine Lagarde a été très claire : « notre scénario de base est que nous utiliserons la totalité de l'enveloppe du PEPP ». L'accord sur le Fonds de relance est susceptible de renforcer l'efficacité des mesures de relance monétaire actuelles et, indirectement, d'accroître la flexibilité des programmes d'assouplissement quantitatif.
- BoJ :** les dernières perspectives économiques publiées par la banque centrale ont confirmé sa volonté de maintenir les taux bas plus longtemps et ont exclu tout effort de normalisation en 2021. Nous nous attendons à ce que la politique monétaire reste accommodante, mais pas à ce que la banque centrale réduise davantage ses taux, compte tenu des inquiétudes exprimées par certains responsables sur le coût des taux négatifs. La combinaison des politiques de dépenses budgétaires et d'achats d'actifs avec un contrôle de la courbe des taux sera maintenue. Les orientations prospectives et les programmes de crédits spéciaux seront probablement renforcés si une deuxième vague épidémique commençait à peser sur l'économie.
- BoE :** lors de sa dernière réunion, la BoE n'a pas pris de nouvelles mesures politiques après un vote unanime en faveur du maintien inchangé de son taux directeur à 0,1 % et du maintien de son objectif d'achat d'actifs à 745 milliards de livres sterling. Rappelant ses orientations prospectives précédentes selon lesquelles les achats restants seraient effectués avant la fin de l'année, la banque centrale a confirmé un ralentissement assez prononcé des achats d'actifs. Bien que les taux négatifs aient été évoqués comme étant un outil envisageable, la BoE a souligné les risques et les inconvénients liés à une telle option et nous ne pensons donc pas que le comité de politique monétaire y aura recours.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 31/08/2020			Inflation (IPC, a/a, %)		
	Croissance du PIB réel, %			2019	2020	2021
	2019	2020 fourchette	2021			
<b>Monde</b>	3,1	-5,0/-3,8	4,8/6,0	3,0	2,5	2,7
<b>Pays émergents</b>	4,0	-3,3/-2,4	5,6/6,5	4,0	3,7	3,5
<b>Brésil</b>	1,1	-5,5/-4,1	3,1/4,1	3,7	2,6	3,1
<b>Mexique</b>	-0,3	-10,5/-9,5	3,6/4,6	3,6	3,4	3,7
<b>Russie</b>	1,3	-4,5/-3,9	2,5/4,5	4,5	3,2	3,8
<b>Inde</b>	4,9	-9,5/-8,1	7,6/8,9	3,7	6,5	5,8
<b>Indonésie</b>	5,0	-3,4/-2,4	2,9/3,9	2,8	2,1	2,9
<b>Chine</b>	6,2	1,8/2,4	7,9/8,5	2,9	2,6	2,0
<b>Afrique de Sud</b>	0,1	-6,3/-5,3	4,1/5,1	4,1	3,4	4,4
<b>Turquie</b>	0,9	-6,8/-5,8	4,0/5,0	15,5	11,4	8,7

Source : Recherche Amundi

- Chine :** la reprise économique s'est poursuivie au début du troisième trimestre, bien que séquentiellement à un rythme plus lent. La dynamique est restée inégale selon les secteurs, le plan de relance de l'État dopant les ventes de terrains, la construction et les ventes d'équipements connexes, tandis que les investissements dans le secteur manufacturier et la consommation privée restaient à la traîne. Pour l'avenir, nous tablons sur une poursuite de la normalisation de la croissance en termes séquentiels, mais la croissance globale en glissement annuel sera plus élevée. L'IPC global devrait reprendre sa tendance baissière pendant le reste de l'année, une reprise plus substantielle de l'inflation n'étant pas attendue avant 2021.
- Indonésie :** l'assouplissement du dispositif de confinement a apporté un soulagement partiel tandis que la pandémie continue de se propager. Le ministère des Finances et la banque centrale indonésienne ont adopté un système de partage des charges, la banque centrale servant de soutien pour le financement d'un déficit très élevé. Au cours des deux derniers mois, la politique monétaire a fait preuve de prudence, avec seulement 25 points de base d'assouplissement, malgré une inflation très faible (1,5 % en glissement annuel), un léger déficit des échanges courants et un écart de production considérable. Le budget 2021, publié à la mi-août, prévoit une légère augmentation du déficit attendu l'année prochaine, qui devrait passer de 5,2 % à 5,5 % du PIB. Pour l'heure, le manque de recettes est compensé par de très timides versements budgétaires.
- Brésil :** l'économie se redresse avec vigueur, à l'exception du secteur des services, grâce à la logique de « quoi qu'il en coûte » des mesures de politique monétaire et budgétaire — ces dernières représentant 9 % du PIB — et à la normalisation des déplacements suite à l'amélioration de la situation relative au Covid. De fait, le PIB devrait se contracter d'environ 5 % soit « seulement » la moitié de la contraction de presque 10 % enregistrée par le Mexique. L'administration devra faire certains choix complexes dans un avenir proche, notamment en ce qui concerne le budget 2021, qui s'il respecte le plafond des dépenses pourrait plomber la croissance et les efforts de consolidation budgétaire. Il existe toutefois une alternative qui consisterait à accepter un dépassement temporaire du plafond en échange d'une réforme budgétaire qui soutiendrait la reprise et améliorerait la situation budgétaire à moyen terme.
- Turquie :** outre le ralentissement économique lié au confinement imposé dans le cadre du Covid-19, la Turquie a été confrontée à des difficultés croissantes en raison de l'aggravation des déséquilibres et des tensions géopolitiques. Le modèle de croissance alimenté par le crédit s'est accompagné d'un creusement du déficit des comptes courants, de sorties de capitaux et d'une baisse continue des réserves de devises, ces dernières ayant atteint des niveaux préoccupants. Compte tenu du manque de resserrement crédible de la part de la banque centrale turque, la devise nationale s'est dépréciée de près de 20 % depuis le début de l'année, celle-ci signant l'une des plus mauvaises performances parmi les monnaies émergentes. Le 20 août, la banque centrale turque a décidé de maintenir son taux directeur à 8,25 % (l'IPC global est supérieur à 10 %), une décision qui n'est pas de bon augure pour la lire et les actifs turcs.

*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

	01-09 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
<b>Chine</b>	3,85	3,85	3,75	3,85	3,75
<b>Inde</b>	4	4	3,65	4	3,6
<b>Brésil</b>	2	2	2,05	2	2,45
<b>Russie</b>	4,25	4,00	4	4,25	4,1

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 septembre</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>1<sup>er</sup> octobre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>15 septembre</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>18 septembre</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la réunion du Politburo de fin juillet a marqué la fin de la politique d'assouplissement monétaire généralisé. Nous ne nous attendons plus à de nouvelles baisses, cette année, de la facilité de prêt à moyen terme (MLF) ou du taux de référence des prêts bancaires (LPR). Le 25 août, la PBoC a confirmé qu'elle n'entendait pas inonder le marché. Au lieu de cela, la banque centrale devrait déployer des outils de prêt ciblés capables « *d'orienter avec précision les nouveaux financements vers l'économie réelle, en particulier vers les petites et les microentreprises* ». En outre, les banques sont encouragées à briser le « plancher implicite » des taux de prêt en vigueur et à réduire leurs frais, afin d'alléger le fardeau du financement pour les entreprises.
- RBI (Inde) :** la RBI a interrompu sa politique d'assouplissement des taux directeurs début août (décision unanime de maintien du taux des prises en pension à 4,0 %), tout en menant des opérations spéciales d'open market sur les obligations d'État afin de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers. L'inflation globale se situe bien au-dessus de la fourchette cible, ce qui limite la marge de manœuvre de la banque centrale indienne qui maintient néanmoins un positionnement accommodant en raison des conditions économiques difficiles. Compte tenu des difficultés à faire reculer l'inflation, nous ne voyons qu'une toute petite marge d'assouplissement additionnel.
- BCB (Brésil) :** la banque centrale brésilienne (BCB) va-t-elle baisser ses taux davantage ? Les conditions nécessaires à un nouvel assouplissement ont été durcies lors de la dernière réunion, sans pour autant l'exclure totalement. La banque centrale estime ainsi que les possibilités d'ajustement sont faibles, voire inexistantes, à ce stade, mais qu'elles dépendront de l'évolution des politiques budgétaires. Toutefois, ce qui nous intéresse bien plus, ce sont les nouvelles orientations conditionnelles de la BCB. La politique des taux bas pour plus longtemps pourrait se maintenir jusqu'à ce que les prévisions d'inflation arrivent « suffisamment près de l'objectif d'inflation » en 2021 et, dans une moindre mesure, l'année suivante. Selon nous, cela signifie qu'il n'y aura pas de baisse jusqu'en 2022 grâce à la dynamique d'inflation très modérée et au large écart de production.
- CBR (Russie) :** après sa réduction de 100 points de base en juin, la banque centrale de Russie a de nouveau réduit son taux directeur de 25 points de base le 24 juillet, le ramenant à 4,25 %, l'impact désinflationniste des facteurs liés aux restrictions du Covid continuant à exercer des pressions à la baisse sur l'inflation. La CBR a déclaré qu'en dépit de l'assouplissement des restrictions, le redémarrage de l'économie mondiale et nationale serait progressif et qu'en 2021 l'inflation pourrait se situer en dessous de l'objectif de 4 %. Compte tenu de la baisse de la demande intérieure et extérieure et de l'inflation qui se situe autour de 3,4 % en glissement annuel, la CBR se montre toujours disposée à procéder à de nouvelles baisses de taux afin de maintenir l'inflation à un niveau proche de 4 %.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

(31 août 2020)

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

### Prévisions de taux directeurs

#### Pays développés

	28/08 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
<b>États-Unis</b>	<b>0,13</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,08</b>	<b>0/0,25</b>	<b>0,08</b>
<b>Zone euro</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,55</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,05</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,10</b>	<b>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>

#### Pays émergents

	01/09 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
<b>Chine</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,75</b>	<b>3,85</b>	<b>3,75</b>
<b>Inde</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3,65</b>	<b>4</b>	<b>3,6</b>
<b>Brésil</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2,05</b>	<b>2</b>	<b>2,45</b>
<b>Russie</b>	<b>4,25</b>	<b>4,00</b>	<b>4</b>	<b>4,25</b>	<b>4,1</b>

### Prévisions de taux longs

#### Taux 2 ans

	28/08 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25/0,5</b>	<b>0,25</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,673</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,72</b>	<b>-0,70/-0,50</b>	<b>-0,73</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,142</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,30/-0,20</b>	<b>-0,15</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>-0,044</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,04</b>	<b>0/0,25</b>	<b>-0,02</b>

#### Taux 10 ans

	28/08 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
<b>États-Unis</b>	<b>0,71</b>	<b>0,7/0,9</b>	<b>0,81</b>	<b>0,8/1</b>	<b>0,89</b>
<b>Allemagne</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,60/-0,40</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,50/-0,30</b>	<b>-0,35</b>
<b>Japon</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,10/0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0/0,2</b>	<b>0,11</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,24</b>	<b>0,20/0,4</b>	<b>0,29</b>	<b>0,3/0,5</b>	<b>0,36</b>

### Prévisions de change

	31/08/2020	Amundi T4 2020	Consensus T4 2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021
<b>EUR/USD</b>	<b>1,194</b>	<b>1,16</b>	<b>1,180</b>	<b>1,196</b>	<b>1,200</b>
<b>USD/JPY</b>	<b>106</b>	<b>105</b>	<b>106</b>	<b>105</b>	<b>105</b>
<b>EUR/GBP</b>	<b>0,89</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>
<b>EUR/CHF</b>	<b>1,08</b>	<b>1,07</b>	<b>1,08</b>	<b>1,11</b>	<b>1,09</b>
<b>EUR/NOK</b>	<b>10,41</b>	<b>9,97</b>	<b>10,50</b>	<b>10,21</b>	<b>10,30</b>

	31/08/2020	Amundi T4 2020	Consensus T4 2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021
<b>EUR/SEK</b>	<b>10,32</b>	<b>9,77</b>	<b>10,40</b>	<b>9,97</b>	<b>10,30</b>
<b>USD/CAD</b>	<b>1,30</b>	<b>1,32</b>	<b>1,33</b>	<b>1,29</b>	<b>1,33</b>
<b>AUD/USD</b>	<b>0,74</b>	<b>0,75</b>	<b>0,71</b>	<b>0,75</b>	<b>0,72</b>
<b>NZD/USD</b>	<b>0,67</b>	<b>0,66</b>	<b>0,65</b>	<b>0,67</b>	<b>0,67</b>
<b>USD/CNY</b>	<b>6,85</b>	<b>7,00</b>	<b>6,99</b>	<b>6,90</b>	<b>6,90</b>

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 tableer 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 RÉCENTES**

THE DAY AFTER



**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

**The day after #9**

**Crise du Covid-19, catalyseur de changement et de renforcement de l'UE (06-07-2020)**

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

**The day after #8**

**La déglobalisation pourrait améliorer la diversification mais aussi exacerber la contagion financière (23-06-2020)**

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique — BRIERE Marie, Responsable du Centre de recherche pour les investisseurs

INSIGHTS PAPER



**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

**The New Silk Road routes: Why investors should care (23-07-2020)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

**Time to play a cyclical recovery in European equity (10-07-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer — MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor

**Covid-19: short-term pain, long-term opportunities for European commercial real estate (17-06-2020)**

ARIAS Pedro Antonio, Global Head of Real & Alternative Assets.

EXPERT TALK



**The Coronavirus and ESG Investing, the emergence of the Social pillar (03-06-2020)**

SEKINE Takaya, Quantitative Research — LEPETIT Frédéric, Quantitative Research

WORKING PAPERS



**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

**Improving the Robustness of Trading Strategy Backtesting with Boltzmann Machines and Generative Adversarial Networks (2020-07)**

LEZMI Edmond, Quantitative research at Amundi — ROCHE Jules, École Nationale des Ponts et Chaussées — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research — XU Jiali, Quantitative Research

**Trajectory monitoring in portfolio management and issuer intentionality scoring (2020-05)**

LE GUENEDAL Theo — Quantitative Research, GIRAULT Julien — ESG Analysis, JOUANNEAU Mathieu — ESG Analysis, LEPETIT Frédéric — Quantitative Research, SEKINE Takaya — Quantitative Research

THEMATIC PAPERS



**Asset Class Return Forecasts – Q2 2020 (18 05 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research — GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory — KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst\_Institutional Advisor — PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



**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

**EU agreement: a powerful answer that can lift further EU assets and ESG investing (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

**Why USD fixed income may look increasingly attractive to European investors (15-07-2020)**

CHOY Kevin, Vice President, Portfolio Manager — TODD Christine, Head of Fixed Income, US — UPADHYAYA Paresh, Director of currency strategy, US portfolio manager

**Biden's election momentum and financial markets (23-06-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of currency strategy, US portfolio manager — TODD Christine, Head of Fixed Income, US — STERLING Craig, Director of Core Equity & Head of Equity Research, US

### MARKET OUTLOOK



**H2 2020 Investment outlook - investing during a de-freezing cycle (26-06-2020)**

Editors: BLANQUE Pascal , Group Chief Investment Officer & MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor

Contributors: Investment Platforms Leadership Teams, Research Team and Investment Insights Team



## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](http://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 Investment Yield Real Estate  
Strategies 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.msicbarra.com](http://www.msicbarra.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](mailto: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](http://www.amundi.com)

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yulia Naumenko

#### 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

**Drozdziak Patryk**, Marchés émergents, Économiste

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Taux

**HERVE Karine**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LEONARDI Michele**, Analyste Cross Asset

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sosi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**WANE Ibra**, Stratégiste Actions Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit