



# 11  
Novembre  
2020

## CROSS ASSET Investment Strategy

### VUES DES CIO

**Les obligations sont les sentinelles de la séquence de la reprise**

### LE THÈME DU MOIS

**Marchés émergents: faire face aux conséquences de la crise avec le bon dosage politique dans une reprise inégale**

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #11 - novembre 2020

## Sommaire

## Global Investment Views

## CIO Views

**Les obligations sont les sentinelles de la séquence de la reprise**

p. 3

Les marchés tablent sur un scénario de verre à moitié plein malgré le nombre de nouvelles infections qui reste alarmant. Les marchés actions, du crédit et de la dette périphérique européenne réagissent bien, mais les rendements des obligations d'État progressent légèrement. Côté politique, nous pourrions voir des mesures énergiques. Les investisseurs devraient envisager des opportunités allant de la rotation vers des thèmes cycliques, tout en restant attentifs à une éventuelle hausse de la volatilité en mettant l'accent sur la diversification et la sélection. La crise va renforcer des thèmes tels que l'augmentation de la dette, l'accroissement des inégalités et le rôle accru de la Chine dans la croissance mondiale. Il faudra, par conséquent, tenir compte des facteurs clés que sont la qualité, la durabilité et l'ESG.

**Un environnement brillant pour l'or**

p. 5

Le CNY et, plus important encore, la politique monétaire non conventionnelle ont joué un rôle de premier plan dans la dynamique du prix de l'or.

## Gestion diversifiée

**Rester prudent et surveiller les signes de rotation** p. 7

Nous sommes proches de la neutralité sur les actions et légèrement positifs sur le crédit, mais surveillons si l'amélioration de l'économie et la disponibilité des vaccins offrent de meilleurs points d'entrée.

## Marchés obligataires

**Focus sur le portage et la sélection de titres dans le crédit**

p. 9

Dans un environnement de taux réels bas, les investisseurs devraient équilibrer la nécessité d'obtenir des rendements plus élevés et la nécessité d'acheter du crédit de qualité à des valorisations attractives, tout en maintenant une liquidité suffisante.

## Actions

**La dispersion peut créer des opportunités de sélection**

p. 11

La faible reprise en cours pourrait favoriser une rotation vers les valeurs cycliques, mais la sélection des titres est essentielle pour identifier les entreprises résilientes présentant un potentiel de rendement durable.

## Thématique Global views

**"Write hard and clear about what hurts"** Ernest Hemingway

p. 13

Les économistes ont souvent utilisé l'alphabet pour illustrer le profil de la reprise. Mais, une simple lettre ne saurait suffire, et, en définitive, la forme de la reprise dépendra de la durée de l'épidémie tandis que la désynchronisation des cycles mènera à une diversification géographique plus traditionnelle.

## Le thème du mois

**Marchés émergents: faire face aux conséquences de la crise avec le bon dosage politique dans une reprise inégale**

p. 15

La forme de la reprise dépendra, en définitive, de la durée de l'épidémie. Une reprise inégale et une inflation modérée (en l'absence de choc d'offre persistant) nécessiteront la poursuite d'un dosage politique accommodant, tant sur le plan monétaire que budgétaire et la combinaison des deux doit être surveillée de près dans les marchés émergents.

## Thématiques

**Cycle de défauts du high yield et variations de notation : une situation « différente » cette fois-ci**

p. 20

Malgré une sévère contraction macroéconomique, les mesures politiques adoptées pour faire face à la crise du Covid ont limité les dégradations et les défauts sur le segment du high yield. Cet article expose nos prévisions concernant le cycle des notations et celui des défauts.

**Des obligations qui n'en sont pas vraiment**

p. 26

Peut-on considérer que les €2800 milliards de dettes souveraines ou équivalentes\* inscrites au bilan de la Banque Centrale Européenne (BCE) ne sont pas des obligations comme les autres? Cette question qui revient régulièrement depuis plusieurs mois est loin d'être anodine, car se cache derrière la volonté de faire oublier, voire d'annuler, une partie de l'endettement public mobilisé pour faire face à la crise du Covid-19. Mais plutôt que de les faire disparaître, une solution plus habituelle pour les marchés financiers consisterait à considérer ces dettes comme des obligations pour l'instant virtuelles et à les exclure temporairement des ratios d'endettement public.

## Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 29
> Avertissement concernant nos prévisions	p. 30
> Principaux risques	p. 31
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 33
> Points clés de la Recherche	p. 34

## Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 36
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 38
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 40
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 42
> Publications récentes	p. 43

## CIO VIEWS



**PASCAL BLANQUÉ,**  
CIO Groupe



**VINCENT MORTIER,**  
CIO Adjoint Groupe

## Les obligations sont les sentinelles de la séquence de la reprise

Les développements sur le front du virus et du vaccin et les élections américaines sont des sujets brûlants. **Les marchés intègrent un scénario de verre à moitié plein, malgré les chiffres toujours alarmants de l'infection liée au virus** (deuxième vague en Europe et record de nouveaux cas à l'échelle mondiale). L'interconnexion des trois cycles - virus, économie réelle et financière - se poursuit, mais le mécanisme de transmission du virus change. La capacité du cycle du virus, le plus critique des trois cycles, à affecter les deux autres est désormais plus faible par rapport au début de l'année. Aujourd'hui, le monde est mieux équipé en termes de tests et de mesures locales de confinement et par conséquent la probabilité d'un blocage mondial affectant l'économie diminue. Du côté des marchés, l'argument selon lequel les poussées fiscales et monétaires vont se poursuivre empêche toute perturbation majeure. Tout signe de faiblesse est considéré comme une opportunité d'achat.

**Phase 1 de la reprise : avec l'accélération du virus c'est là que nous en sommes aujourd'hui.** Toute nouvelle concernant la trajectoire de la reprise est bonne, mais la fin du cycle du virus n'est pas encore à l'horizon. L'environnement positif persiste sur la base des fortes hypothèses de taux bas perpétuel et d'absence de tensions inflationnistes. Il est vrai que la séquence dans les prochains mois pourrait être déflationniste pour commencer, mais la reprise est en cours, notamment grâce à la Chine (et à d'autres économies asiatiques) qui renforce encore son rôle de moteur de la croissance mondiale. Dans ce contexte, les marchés d'actions, de crédit et de dette de la périphérie de la zone euro ont bien réagi. Toutefois, au sein des obligations d'État, la volatilité s'est accrue. Bien que la pentification anticipée de la courbe a commencé, elle est maintenant suspendue. Le résultat des élections est incertain et un stimulus fiscal massif apparaît moins probable.

**Phase 2: les choses doivent empirer avant qu'elles ne s'améliorent, et cela signifie que des politiques agressives doivent être mises en place particulièrement sur le plan monétaire.** Ceci est de bon augure pour une reprise qui devrait soutenir une rotation vers les thématiques cycliques en 2021. Cela devrait favoriser les actions, qui pourraient avoir un potentiel de hausse plus important que le crédit HY; qui pourrait être moins attractif sur la base du couple rendement/risque aux valorisations actuelles. Une rotation des valeurs à forte croissance vers des valeurs plus cycliques et de qualité devrait probablement se concrétiser courant 2021 bien que celle-ci soit actuellement à l'arrêt. Les secteurs liés aux matières premières pourraient également bénéficier de ce rebond cyclique. **La disponibilité d'un vaccin ferait partie de cette reprise : les marchés intègrent sa disponibilité à mi-2021 puis une réaccélération économique.** Tout retard pourrait générer de la volatilité, plaçant une fois de plus le cycle du virus en tête des préoccupations du marché. Les investisseurs devraient considérer les opportunités issues de la rotation, tout en étant conscients de la possibilité d'une volatilité plus élevée. **Les obligations seront les sentinelles clés de la prochaine phase.**

**Phase 3: de l'amélioration à une croissance-durable.** La prochaine partie de la séquence comprend un nouveau *policy mix* et une sortie lente de la phase d'assouplissement extrême observée jusqu'à présent. Les mesures introduites pour lutter contre la pandémie seront très difficiles à retirer, et les gouvernements et les banques centrales devront probablement en faire plus. Les politiques budgétaire et monétaire seront encore plus liées les unes aux autres, faisant de la possibilité d'une nouvelle monétisation de la dette pour financer la reprise un scénario probable. Certains pays émergents dont la crédibilité des banques centrales est faible pourraient voir l'inflation augmenter plus rapidement dans un contexte de reprise qui pourrait entraîner une hausse des prix des matières premières. Cela pourrait provoquer une surchauffe de l'économie et, en fin de

### Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Avec une position prudente et diversifiée, exploiter la rotation sur les actions cycliques de qualité et de valeur; opportunités dans l'ESG

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Des gains verrouillés dans des actifs au profil de risque asymétrique
- ▶ Recherche une rotation du crédit de faible qualité vers les actions, dans l'anticipation d'une hausse des bénéfices

*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

compte, une certaine inflation et désancrer le système, qui repose sur l'hypothèse de perpétuels taux bas, et les taux réels pourraient devenir plus volatils. Cette phase sera difficile pour les actifs risqués et pourrait favoriser une nouvelle rotation vers les actions, matières premières et actifs réels.

**Le passage d'une phase à une autre ne sera pas linéaire** et les investisseurs doivent garder à l'esprit à la fois les thèmes court et long terme. Bien qu'à l'arrêt en raison de l'incertitude liée aux élections US, le passage de la phase 1 à la phase 2 offrira l'année prochaine des opportunités de rotation (actions émergentes et valeurs plus cycliques et de qualité), mais les investisseurs devraient se concentrer sur la diversification et la sélection afin de neutraliser la volatilité. Sur le long terme, ces trois phases intègrent des thèmes communs qui seront renforcés par la crise : une dette plus élevée, des inégalités plus fortes et un rôle plus important de la Chine dans le commerce mondial et la croissance économique. Du point de vue de l'investissement, la qualité et la durabilité seront de nouveau des facteurs clés à prendre en compte. Les thèmes ESG, axés sur le social et le « green », vont devenir généralisés. Des chemins divergents vont émerger au niveau de la croissance économique. Dans les pays émergents, les pays étroitement liés à la Chine et dotés d'une plus grande crédibilité des banques centrales pour lutter contre d'éventuelles surprises inflationnistes seront favorisés alors que d'autres pays plus endettés et fragilisés pourraient être remis en question. Cela rendra le concept de marchés émergents dans son ensemble plus dépassé et conduira à l'émergence de thèmes globaux liés à la reprise chinoise et aux gagnants cycliques.

## MACRO

## Un environnement brillant pour l'or



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



**LORENZO PORTELLI**  
Responsable de la Recherche  
Cross Asset

*Le CNY et, plus important encore, la politique monétaire non conventionnelle ont joué un rôle de premier plan dans la dynamique du prix de l'or*

Le prix de l'or a progressé depuis mars, les responsables politiques étant intervenus pour soutenir le système financier mondial affecté par la crise de Covid-19, bien que récemment, alors que la Fed observait une pause dans ses achats d'actifs, le métal a subi une correction. À l'avenir, nous pensons que le prix de l'or sera soutenu par deux facteurs principaux: **1) la nouvelle taxonomie des déterminants du prix de l'or** (évoquée plus loin) prévoit que l'expansion du bilan des banques centrales (BC) et la dynamique du CNY joueront un rôle prédominant et **2) notre conviction à l'égard du métal jaune est passée d'une « couverture pure » à une « classe d'actifs »**, avec un potentiel de gain en cas de scénario à la baisse comme à la hausse de l'économie.

Au cours des dernières années, nous avons discuté de l'or en raison de sa nature refuge face aux risques géopolitiques croissants, même lorsque les taux étaient en hausse, et en général dans un contexte d'aversion au risque. Plus récemment, la relation (inverse) entre les cours de l'or et le financement en dollars et les taux réels des marchés émergents a été progressivement établie. Nous prévoyons une poursuite de la consolidation vers des niveaux plus élevés, **avec 2 100 \$/once comme référence pour la juste valeur dans notre radar.**

Nous sommes toujours aux prises avec la pandémie, dans un contexte

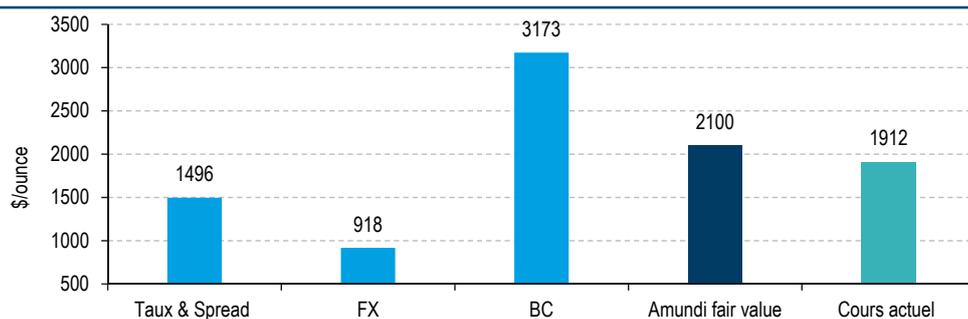
de détérioration des nouvelles liées à la Covid-19, qui pointent vers un prix de l'or résilient. Notre analyse et notre modélisation internes apportent plus de lumière sur les moteurs et les sensibilités du métal jaune, même s'il est important de noter qu'il n'existe pas de matrice de valorisation simple et complète pour l'or. Selon certaines preuves, le prix de l'or dépend de trois facteurs déterminants:

- Les variables économiques et réelles (PIB, inflation, taux réels, écarts entre autres);
- La dynamique des taux de change (USD, JPY et CNY en particulier);
- Les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales (expansion du bilan de la Fed, de la BCE et de la BoJ).

Selon nos calculs, il faut prendre en compte de nouveaux critères. **Le CNY et, plus important encore, la politique monétaire non conventionnelle ont joué un rôle de premier plan dans la dynamique du prix de l'or.**

Ceci explique en fin de compte la corrélation accrue avec les prix des actions par le biais d'un lien commun - des taux réels en baisse qui sont un effet secondaire d'une politique monétaire non conventionnelle. Comme nous anticipons une reprise économique inégale (nécessitant des interventions actives de la part des banques centrales si la croissance se heurte à un blocage, voire à une chute) et que l'économie chinoise mène la croissance mondiale (qui devrait se

## Différents angles et juste valeur



Source : Recherche Amundi, Bloomberg au 19 octobre 2020. La juste valeur d'Amundi est calculée en intégrant les paramètres de taux et de spread, de change et de banque centrale (CB) dans un modèle complet, alors que les 3 premiers histogrammes sont basés sur un retour à la moyenne et des hypothèses d'angle spécifiques.

BoJ = Banque du Japon - Great Framework : Global Risk Exposure Analysis Tool développé par Amundi.

## MACRO

traduire par une hausse du yuan), nous pensons que les prix de l'or peuvent encore s'apprécier. Dans le graphique ci-dessous, nous montrons comment les différentes variables clés sont susceptibles d'affecter le cours de l'or. De toute évidence, si les BC continuent de maintenir leurs programmes d'achat d'actifs et injectent des liquidités dans le système, cela aura de loin l'impact le plus fort sur les prix qui devraient atteindre environ 3173 \$/once. Sur le marché des changes, si nous voyons un dollar plus faible et un yuan plus fort, les prix de l'or devraient s'apprécier par rapport aux niveaux actuels.

En conclusion, conformément à notre cadre GREAT, qui mesure la sensibilité

d'une classe d'actifs aux facteurs de risque macroéconomiques, nous nous attendons à ce que le cours de l'or affiche un comportement symétrique de ses prix. Cela signifie qu'en cas de scénarios économiques à la hausse comme à la baisse, les catégories/déterminants susmentionnés affecteraient positivement le prix de l'or.

**En fait, si la hausse se matérialisait, les tensions inflationnistes pousseraient les taux réels à la baisse, ce qui finirait par booster les cours de l'or.**

Par ailleurs, dans le scénario baissier, nous anticipons une poursuite de l'expansion des bilans des BC et une augmentation de la liquidité, ce qui devrait soutenir la hausse des prix du métal.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Rester prudent et surveiller les signes de rotation



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

*Nous sommes proches de la neutralité sur les actions et légèrement positifs sur le crédit, mais surveillons si l'amélioration de l'économie et la disponibilité de vaccins offrent de meilleurs points d'entrée*

Nous pensons que la reprise économique est soutenue par les initiatives politiques, même si des risques à la baisse peuvent peser sur la croissance au T4. Cette reprise, associée à la disparition des effets de base des prix de l'énergie, devrait soutenir l'inflation dans les pays développés. Toutefois, générer de l'inflation semble plus ardu en Europe qu'aux États-Unis, alors que dans les pays émergents, les chocs d'offre génèrent des poches d'inflation qu'il convient de surveiller. Une autre source de volatilité pourrait venir du résultat des élections américaines et d'une résurgence du virus. **Les investisseurs devraient donc rester vigilants et actifs.** Toutefois, lorsque l'incertitude politique américaine se sera dissipée, qu'il y aura plus de visibilité sur la croissance et un vaccin, les investisseurs pourraient initier une rotation graduelle du crédit vers les actions.

### Des idées de forte conviction

**Nous ne modifions délibérément pas notre vue sur les actions pour le moment, et maintenons un positionnement tactiquement proche de la neutralité** - défensif sur les US (valorisations excessives dans les Technologies) et neutre sur l'Europe. Les anticipations de reprise en 2021, ainsi que les valorisations relatives attractives et les primes de risque, suggèrent une amélioration des arguments en faveur des actions

sur un horizon de 12 mois, à condition qu'un vaccin soit disponible en temps opportun et que la hausse des infections soit contrôlée. Par la suite, les segments cycliques pourraient bénéficier d'un rebond. À court terme, les valeurs à bêta élevé, comme les petites capitalisations américaines ou les actions émergentes, pourraient offrir un certain potentiel de hausse, mais le timing est crucial. Nous sommes constructifs sur l'Asie (Chine et Indonésie), dans l'anticipation d'une reprise plus prononcée dans la région, de bénéfices plus élevés et d'un meilleur endiguement du virus. **Les investisseurs devraient rester actifs en durée**, avec un positionnement globalement proche de la neutralité. Aux États-Unis, les résultats initiaux suggèrent une performance de D. Trump meilleure qu'anticipée par les sondages. Nous restons très attentifs à la possibilité d'un maintien d'une majorité républicaine au Sénat. Cela pourrait impacter l'ampleur de la pentification de la courbe. Sur l'inflation américaine, nous conservons notre vue constructive compte tenu de la cible d'inflation moyenne de la Fed, de la poursuite de la reprise économique et des tendances à la monétisation de la dette.

**Nous sommes positifs sur la dette périphérique européenne** grâce au soutien de la BCE, à des facteurs techniques favorables et à l'impact positif du fonds de relance de l'UE. Nous conservons notre position sur le

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 3 à 6 mois fondée sur les vues exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et d'opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée. L'opinion sur les actions ci-dessus reflète un positionnement neutre/proche de la neutralité

USD = dollar américain, JPY = yen japonais, UST = Trésor américain, DM = marchés développés 3, EM/GEM = marchés émergents, FX = devises étrangères, FI = obligations, IG = Investment grade, HY = haut rendement, CHF = franc suisse, NOK = couronne norvégienne, EUR = euro, CBS = banques centrales, TIPS = Treasury Inflation Protected Security, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

BTP 5 ans qui devrait bénéficier de la stabilité politique et souffrir moins en cas de pentification des courbes EMU.

Bien que les *spreads* de crédit se soient considérablement resserrés depuis mars, **nous restons neutres/légèrement positifs pour le moment** au vu de la demande de portage et de soutien du QE. Nous privilégions l'IG EUR contre l'IG US, en raison de la combinaison de valorisations attractives, des programmes d'achat de la BCE, et d'un moindre endettement en Europe qu'aux États-Unis. **La liquidité mondiale et la recherche de rendement devraient bénéficier aux obligations émergentes.** Nous maintenons notre positionnement positif sur la dette en devise forte, mais nous estimons que la marge de compression des taux locaux est limitée, le principal moteur étant l'exposition au risque de change. Dans l'ensemble, le *spread* EMBI est proche de sa juste valeur, avec la possibilité d'un resserrement du *spread* HY au cours des trois prochains mois. Toutefois, les *spreads* IG semblent désormais avoir atteint des niveaux élevés. Sur le marché des changes, nous restons positifs mais sélectifs à l'égard d'un panier diversifié de devises émergentes en

raison de valorisations attractives, du positionnement léger des investisseurs (et de la hausse des flux) et du soutien potentiel de la reprise économique. Néanmoins, les investisseurs devraient couvrir tactiquement cette exposition, compte tenu de l'incertitude politique aux États-Unis. En revanche, le dollar semble surévalué à moyen terme et nous pourrions assister à une correction, le pays ayant perdu son avantage de croissance et de taux réels élevés par rapport au reste des devises du G10. Mais pour le moment, il peut être risqué d'avoir une exposition négative au billet vert, car l'incertitude des élections pourrait le soutenir. La livre sterling pourrait être pénalisée par la faiblesse de l'activité économique britannique, même si les nouvelles concernant le Brexit doivent être surveillées.

**Risques et couverture**

Les risques de faible croissance économique et d'échec des politiques soulignent la nécessité de maintenir des couvertures appropriées, afin de protéger l'exposition au crédit et aux actions, sous la forme de dérivés, au yen et à l'or. L'USD est également une bonne couverture, si l'incertitude mondiale augmente.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRESFocus sur le portage et la sélection de titres  
dans le crédit

**ÉRIC BRARD,**  
Directeur du Métier Fixed Income



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



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

Nous avons assisté à un rebond économique partiel aux États-Unis, mais l'ampleur des pertes d'emploi permanentes doit être surveillée, alors que les indicateurs avancés en provenance de Chine sont déjà au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, en Europe, la situation semble s'être un peu détériorée en raison d'une nouvelle vague d'infections. Dans l'ensemble, nous ne sommes pas convaincus que l'économie soit déjà sortie d'affaire. En conséquence, les investisseurs devraient noter que la crise actuelle consiste essentiellement à éviter les pièges et à s'exposer aux secteurs/titres qui favorisent une amélioration de l'économie et une rotation potentielle. Cela dit, nous sommes prudents quant à la volatilité potentielle liée à la situation politique américaine et aux risques de Brexit, et suggérons par conséquent de maintenir une liquidité abondante.

### Obligations internationales et européennes

**En ce qui concerne les positions de valeur relative, nous sommes globalement neutres en durée,** positifs aux États-Unis (couverture contre la faiblesse de l'environnement mondial) et en France, et prudents à l'égard de l'Allemagne et du Royaume-Uni. L'amélioration récente du sentiment politique sur les pays périphériques de la zone euro nous a incités à rester positifs

sur l'Italie et l'Espagne. Cependant, dans un contexte de nouvelle vague d'infections qui entraînent de nouveaux confinements, nous sommes prudents sur l'inflation de la ZE, malgré des valorisations bon marché. Bien que nous soyons constructifs sur le crédit, nous reconnaissons que les investisseurs sont confrontés à un double défi: acheter du crédit bon marché et acheter du crédit de qualité. Ceci est d'autant plus compliqué par le maintien des banques centrales / protections fiscales qui fourniront des liquidités faciles, ce qui à son tour entraîne une surévaluation de certains segments du marché. **Ceci, associé à la poursuite de la fragmentation, accroît le champ de sélection des titres en termes de secteurs et d'émetteurs,** avec des opportunités dans les financières et la dette subordonnée, mais les investisseurs devraient conserver des liquidités suffisantes. Dans l'ensemble, nous préférons l'EUR aux US sur l'IG et le HY, en raison d'un endettement plus faible.

### Obligations américaines

La pentification de la courbe des taux US pourrait s'arrêter à court terme, un stimulus fiscal massif semblant maintenant plus incertain. Nous restons prudents sur les bons du Trésor américain. Les marchés n'intègrent pas les avancées médicales ou un vaccin potentiel. Du côté de la Fed, il y a

### Taux réels US 5 ans et breakevens



Source : Amundi, Bloomberg au 21 octobre 2020. Point mort = USGGBE05, taux réels = H15X5YR

GFI = Global Fixed Income, GEMs/EM FX = Global Emerging Markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment Grade, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset Backed securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, TIPS = Treasury Sécurité protégée contre l'inflation, CRE = Immobilier commercial, JPY = yen japonais, CEE = Europe centrale et orientale, JBG = obligations d'état japonaises, ZE = zone euro.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Dans un environnement de taux réels bas, les investisseurs devraient équilibrer la nécessité d'obtenir des rendements plus élevés et la nécessité d'acheter du crédit de qualité à des valorisations attractives, tout en maintenant une liquidité suffisante*

peu de marge pour savoir dans quelle mesure les taux bas peuvent encore baisser par rapport aux niveaux actuels (sans surchauffe de l'économie), étant donné que les taux réels sont déjà bas et qu'il existe déjà des perspectives d'inflation à long/moyen terme.

**Nous maintenons donc notre vue positive sur les TIPS.** Concernant les obligations d'entreprises, nous suggérons aux investisseurs de réduire la durée des *spreads* par une sélection active. Ils devraient également réduire l'exposition aux obligations cash HY, où les risques sont asymétriques. Sur le front de la consommation, certains craignaient qu'à l'expiration des mesures de soutien du gouvernement, l'économie ne soit durement touchée. Mais les dépenses de consommation se sont redressées et le marché immobilier ainsi que le service de la dette des consommateurs restent solides. Nous voyons des opportunités sur les marchés du crédit titrisé, du crédit à la consommation et

du crédit hypothécaire résidentiel, où nous privilégions les MBS émises par agences par rapport aux primes RMBS.

### Obligations émergentes

L'évolution du dollar est l'élément clé à suivre. Le pire scénario serait un renforcement persistant du dollar qui placerait les BC émergentes devant le dilemme de devoir répondre à l'impact économique de la Covid-19 d'une part et d'autre part de stabiliser les devises et les marchés de capitaux, ce qui générerait de la volatilité au sein des devises émergentes. Certaines montreront de la résilience et surperformeront dans cet environnement, comme le rouble russe

### Devises

Nous sommes prudents sur l'USD/JPY, positif sur la NOK/EUR. L'euro pourrait être affecté par la seconde vague du virus en Europe.

## ACTIONS

## La dispersion peut créer des opportunités de sélection



**KASPER ELMGREEN,**  
Responsible Actions



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



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

## Évaluation globale

La reprise économique est en cours même si elle n'est pas uniforme à travers le monde, comme en témoigne la divergence entre les secteurs des services et de l'industrie. Par conséquent, outre une faible visibilité sur l'avenir et un large éventail de résultats, les investisseurs devront traverser une phase de déséquilibres non seulement sous la forme d'un endettement élevé des entreprises, mais aussi sous la forme d'inégalités socio-économiques croissantes. La crise actuelle a exacerbé ces inégalités. Les investisseurs devraient évoluer dans la situation actuelle avec une position globalement équilibrée.

## Actions européennes

**Si une reprise inégale va entraîner une forte dispersion des rendements, elle présente également un moment opportun pour une sélection active.** La dispersion des valorisations est élevée et nous identifions de grandes opportunités, en particulier dans le secteur de qualité supérieure des cycliques, mais étant donné le niveau élevé d'incertitude, être sélectif est nécessaire. Nous privilégions fortement des bilans solides et recommandons la prudence extrême pour ce qui concerne les entreprises affichant des bilans faibles et celles où les modèles d'activité sont perturbés. En outre, les investisseurs doivent faire attention aux domaines de valorisation excessive, tels que la technologie.

Ainsi, d'un côté, nous restons positifs sur la santé (légèrement moins qu'auparavant) au sein des défensives, mais à l'autre extrémité **nous trouvons des opportunités dans les compartiments cycliques**, tels que les matériaux de construction, qui sont un bon moyen de jouer la reprise. Nous trouvons également de plus en plus de titres attractifs dans le secteur de la consommation durable, où le profil risque/rendement s'est révélé intéressant, même s'il faut être très sélectif. Dans l'ensemble, nous maintenons une approche équilibrée. Une autre stratégie intéressante est celle de la valeur ('value'), car elle pourrait bénéficier des anticipations de reflation en 2021.

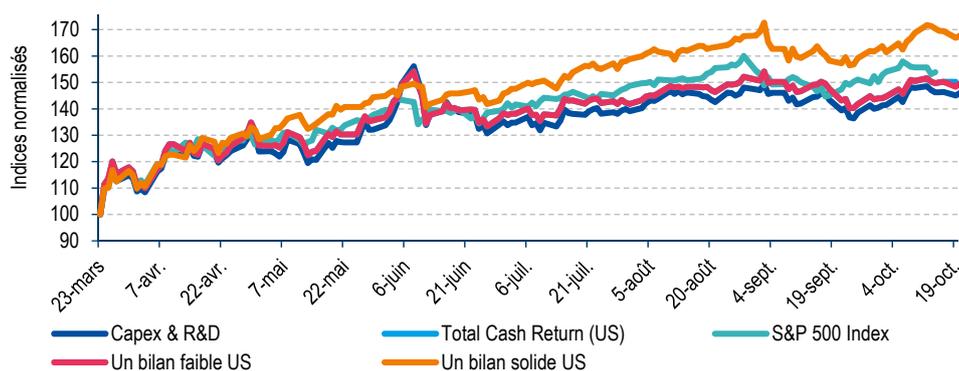
## Actions US

Le résultat incertain des élections US, et un possible Congrès divisé devrait empêcher un stimulus fiscal majeur, mettant sur pause les paris sur la hausse des prix ainsi que le call cyclique. Ce dernier reprendra dès qu'un vaccin sera disponible et que l'économie repartira.

Même dans l'hypothèse d'une victoire de J. Biden avec un Congrès divisé, nous n'anticipons pas de loi importante contre le secteur de la technologie, à qui la pandémie reste profitable.

Nous apprécions également **certaines valeurs de qualité** capables de gérer cette période économique difficile et qui devraient bénéficier du rebond des économies américaine

## Les actions américaines aux bilans solides ont surperformé



Source : Amundi, Bloomberg au 21 octobre 2020. Indices Goldman Sachs rebasés à 100 au 23 mars 2020.

## ACTIONS

*La faible reprise en cours pourrait favoriser une rotation vers les valeurs cycliques, mais la sélection des titres est essentielle pour identifier les entreprises résilientes présentant un potentiel de rendement durable*

et mondiale ainsi que du retour de l'inflation. Toutefois, **il existe une incertitude quant au calendrier de la reflation** et au potentiel d'une hausse correspondante des taux. En outre, certains secteurs orientés 'value' (compagnies aériennes) sont structurellement affaiblis. À l'autre extrémité du spectre, nous sommes constructifs par rapport aux valeurs de croissance stable, exposées à des tendances de croissance séculaires qui ne dépendent pas de la croissance économique : par exemple, le passage à la vente en ligne. En revanche, nous sommes prudents sur l'hypercroissance et les valeurs fortement décotées.

### Actions émergentes

Alors qu'une reprise devrait soutenir les marchés émergents, les tensions sino-américaines doivent être scrutées. En Asie, nous sommes optimistes sur des pays comme la Corée du Sud (premier entré, premier sorti). Au niveau sectoriel, les semi-conducteurs semblent attractifs tandis que les valorisations élevées dans la santé et la consommation non durable nous rendent prudents. Les investisseurs devraient, de manière sélective, rechercher des valeurs bon marché dans le domaine de la croissance/ 'value', en se concentrant sur celles offrant des rendements de dividendes durables ou des catalyseurs de croissance.

## THÉMATIQUE

## “Write hard and clear about what hurts”

Ernest Hemingway



**DIDIER BOROWSKI,**  
Responsible Global Views



**PIERRE BLANCHET,**  
Responsible Investment  
Intelligence

**Les économistes ont souvent utilisé l’alphabet pour illustrer le profil de la reprise. Mais, une simple lettre ne saurait suffire, et, en définitive, la forme de la reprise dépendra de la durée de l’épidémie tandis que la désynchronisation des cycles mènera à une diversification géographique plus traditionnelle.**

### Quel profil de reprise : U, V, W, L, K ? Ou quelle autre ?

Les économistes ont souvent utilisé l’alphabet (latin) pour illustrer le profil de la reprise post-Covid-19. Les lettres V, U, L, W et plus récemment K ont été (et sont toujours) abondamment utilisées, souvent sans préciser l’horizon temporel de l’analyse ou ses hypothèses sous-jacentes en termes de durée de l’épidémie et en tout cas sans distinguer entre les variables économiques (parle-t-on de PIB, de PIB par habitant ou d’emploi?).

Tâchons de clarifier les choses. En termes de PIB, le V illustre assez bien la reprise en Chine et plus généralement dans les économies d’Asie du Nord. Le U (ou la figure d’un bol) permet (par opposition au V) d’illustrer une reprise lente qui ne permet pas un retour rapide aux niveaux de PIB d’avant-crise. Le W fait allusion à la possibilité de double creux en cas de deuxième vague. Le L représente une perte définitive de production potentielle. Certains ont également fait référence au symbole de la racine carrée (c’est-à-dire un long plateau pour le PIB après le rebond technique observé au troisième trimestre) tandis que les poètes annoncent même un profil de reprise « en aile d’oiseau ». Enfin, la reprise en K correspond à une reprise marquée par une augmentation (définitive?) des fragmentations existantes : une augmentation des inégalités avec des divergences sectorielles durables.

### Le problème du K...

La lettre K vise à illustrer les tendances divergentes entre les régions, les pays, et les secteurs, dont certains se redressent et même prospèrent tandis que d’autres ne se redressent pas et pourraient même s’effondrer.

Cette tendance peut-être provisoire dans le monde de l’après-Covid-19 pourrait être lourde de conséquences pour les marchés financiers. En effet, il y a une différence significative entre un simple retard et une divergence sans grand espoir de rattrapage.

Pendant des décennies, le cycle économique mondial a connu des périodes de retard et d’avance entre l’Europe, l’Asie et les États-Unis. Toutefois, les régions et les secteurs sont liés les uns aux autres, tout comme les politiques budgétaires et monétaires et les marchés financiers. Un scénario en forme de K est une tout autre histoire, car des trajectoires de croissance nominale divergentes et prolongées pourraient rompre le lien entre les cycles économiques internationaux. Cela se traduirait à terme par des comportements de marché divergents, avec un impact spécifique sur les obligations et les devises.

Un deuxième aspect important du scénario en forme de K est que *les gagnants rafflent tout*. En effet, les flux de capitaux suivent les segments à plus forte croissance. Ainsi, en l’absence de politiques de rééquilibrage, des bulles financières et une mauvaise allocation des ressources sont probables à



*L’alphabet ne suffit pas pour décrire la reprise*

\* « (Il faut) écrire de façon claire et précise sur ce qui fait mal »

## THÉMATIQUE

long terme. Le K prolongé constitue un risque, car il ne peut pas être un scénario durable puisque, d'un point de vue politique, il est sous-optimal d'être témoin sans agir. Eh oui, les divergences fortes, mais temporaires évoquées par la lettre K rendront les stratégies de gestion factorielle moins efficaces et les investisseurs reviendront vers les stratégies classiques d'allocation géographique.

**Une simple lettre ne saurait suffire**

La crise du Covid-19 laissera des cicatrices d'autant plus persistantes et profondes que l'épidémie durera longtemps. Il existe des preuves empiriques que les épidémies avec un taux de mortalité élevé ont un impact direct sur la croissance potentielle (en raison du choc démographique) et peu d'impact sur les inégalités. À l'inverse,

une « épidémie bénigne » comme celle du Covid-19 – dont le taux de mortalité est faible par rapport aux épidémies passées – n'a pas d'impact sur la démographie, mais tend à accroître les inégalités, ce qui peut indirectement peser sur la croissance potentielle. En fin de compte, c'est de la durée de l'épidémie (qui est une variable exogène) que dépendra la forme de la reprise et les lettres de l'alphabet peuvent s'avérer trompeuses. Notre hypothèse de travail est qu'aucun vaccin ni traitement ne sera disponible avant le second semestre 2021, ce qui laisse la porte grande ouverte à un profil de croissance erratique à court terme et tend finalement à confirmer notre scénario central d'une reprise lente, inégale et à plusieurs vitesses selon les pays et les secteurs.

*Achévé de rédiger le 23/10/2020*

## LE THÈME DU MOIS



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

*La pandémie est loin d'être maîtrisée et de nouveaux foyers ou secondes phases épidémiques, accompagnés de reconfinements localisés et ciblés*

## Marchés émergents: faire face aux conséquences de la crise avec le bon dosage politique dans une reprise inégale

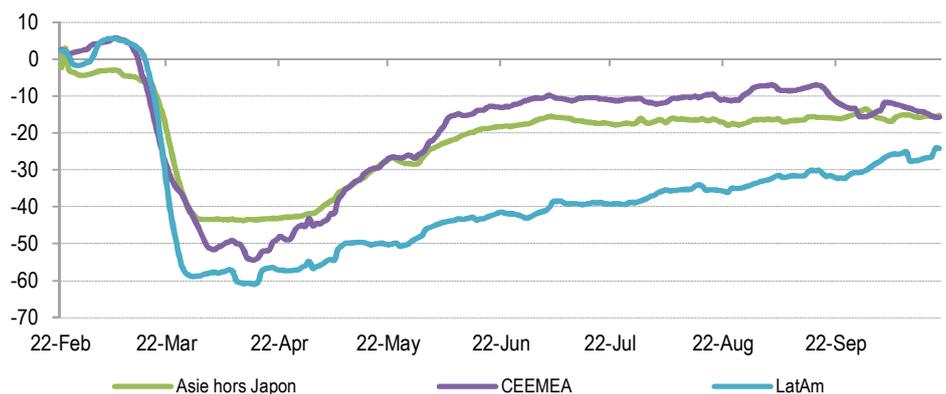
**La forme de la reprise dépendra, en définitive, de la durée de l'épidémie. Une reprise inégale et une inflation modérée (en l'absence de choc d'offre persistant) nécessiteront la poursuite d'un dosage politique accommodant, tant sur le plan monétaire que budgétaire et la combinaison des deux doit être surveillée de près dans les marchés émergents.**

La pandémie actuelle a frappé toutes les économies émergentes sans distinction, son pic se situant au premier semestre 2020. En revanche, la profondeur des cicatrices diffère d'un pays à l'autre. Parmi les différentes régions, l'Europe de l'Est et en particulier les PECO3 (Hongrie, Pologne et République tchèque) a fait preuve de la plus grande résilience avec l'Asie du Nord (Chine, Taiwan et Corée du Sud). Il faut néanmoins souligner les divergences significatives au sein du continent asiatique, notamment entre le sud et le nord. En effet, les pays du nord ont géré la pandémie et leur redémarrage subséquent avec plus d'efficacité que les pays du sud qui peinent encore à sortir de la première vague (le PIB de l'Inde a chuté d'environ 24 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2020). Malgré les conditions économiques qui, au début de la crise, n'étaient déjà pas les plus saines, le retour à la situation économique d'avant-crise s'avère plus lent et plus difficile que prévu. La pandémie est loin d'être maîtrisée et de nouveaux foyers ou secondes phases épidémiques, accompagnés de reconfinements localisés et ciblés, apparaissent dans de nombreux pays. Si l'on examine les données

quotidiennes de l'activité économique, le fort rebond qui a suivi la sortie du grand confinement mondial est passé à la vitesse inférieure après le mois d'août, avant de se stabiliser. L'activité économique a ralenti dans les pays où de nouveaux confinements ciblés ont été imposés (Indonésie, Malaisie, Israël) ainsi que dans les pays où le taux d'infection a temporairement dépassé sa moyenne récente, même en l'absence de nouvelles restrictions (Corée du Sud, par exemple, en septembre).

La demande intérieure et la demande extérieure ont été les moteurs du rebond actuel. Durant la première phase de la crise, les prestations ou paiements en espèces, rapidement disponibles, ont soutenu la consommation dans les pays où les subventions salariales étaient moins efficaces en raison de la part importante de l'économie informelle. Sur le plan sectoriel, le rebond a surtout concerné l'industrie manufacturière, tandis que les services sont restés à la traîne. Le tourisme est l'un des secteurs les plus durement touchés par cette pandémie: la Thaïlande n'a enregistré aucune arrivée de touristes internationaux en août pour

### 1/ Données de mobilité



Source : données de mobilité Google, données au 20 octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*L'inflation sera limitée par des pics temporaires dus à la perturbation de l'offre et des interdictions d'exportation de produits alimentaires en raison de la pandémie*

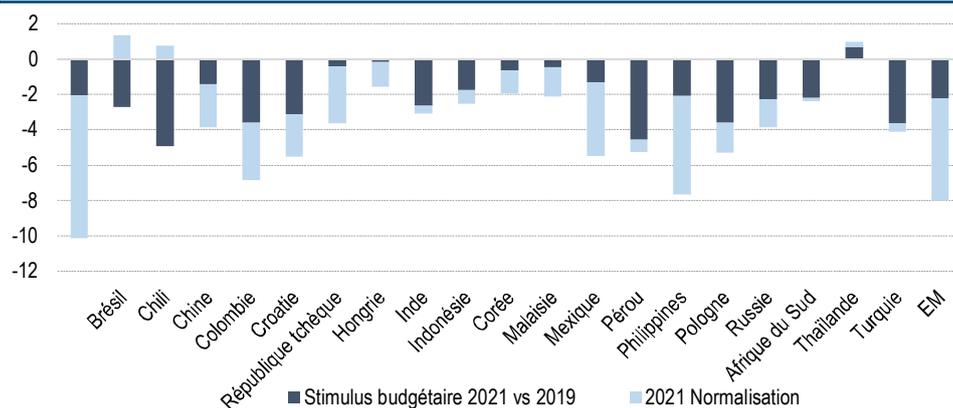
Le cinquième mois consécutif alors que le tourisme représente environ 12 % du PIB national. Sur une note plus positive, toujours sur le plan extérieur, les exportations des pays émergents ont enregistré une forte reprise depuis juin 2020. Malgré la nature étendue de la reprise des exportations, on peut souligner le dynamisme du cycle de production et d'exportation de produits technologiques qui favorise les pays d'Asie du Nord et, plus généralement, le secteur/les entreprises technologiques du monde entier. Les bénéfices de l'indice MSCI China, qui a augmenté de concert avec les entreprises de la nouvelle économie depuis 2015-2016, dépendent de plus en plus du cycle des exportations des pays émergents plutôt que de la dynamique générale du commerce mondial, ce qui souligne l'importance de l'intégration régionale.

En ce qui concerne l'inflation, la trajectoire actuelle est relativement modeste et nous n'anticipons qu'une hausse progressive en 2021 par rapport à 2020, en raison du ralentissement économique, qui dans certains pays se faisait déjà sentir avant le début de la crise. Ces données annuelles modérées de l'inflation peuvent cacher certaines tendances plus complexes et plus volatiles au cours de l'année, notamment autour du deuxième trimestre 2021, où un pic est possible en raison de la base très faible du deuxième trimestre 2020 (due à l'effondrement des prix du pétrole). Dans la mesure où l'inflation reste modérée et globalement proche des objectifs des banques centrales, la récente reprise modérée est révélatrice de l'importance des autres

composantes non essentielles, comme les prix des denrées alimentaires. La pandémie a entraîné de nombreuses perturbations de l'approvisionnement (encore difficiles à quantifier) ainsi qu'une restriction des exportations de denrées alimentaires, ce qui s'est immédiatement traduit par une hausse de l'inflation dans les marchés émergents. Une des premières mesures proposées par de nombreux gouvernements dans le monde a été de garantir un approvisionnement alimentaire suffisant, en facilitant les importations (réductions des droits de douane, rationalisation des procédures aux frontières, assouplissement des exigences en matière d'étiquetage) ou en limitant les exportations. Le 18 juin, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a interdit à ses membres d'interdire les exportations de produits alimentaires et plusieurs des mesures citées plus haut ont, par la suite, été supprimées. La faiblesse de la demande et les perturbations de l'offre se compensent mutuellement et bien que nous considérons le premier facteur comme dominant, certains pics d'inflation temporaires au-dessus des objectifs des banques centrales (mais inférieurs aux pics d'inflation passés) ne peuvent pas être exclus. Selon la structure de l'économie et l'efficacité du mécanisme de formation des prix, ces pics pourront prendre une forme moins temporaire, comme en Inde où l'inflation est restée au-dessus de la fourchette très large de la banque centrale pendant une bonne partie de l'année.

Sur le front de la politique monétaire, l'attention se déplace vers les

## 2/ Stimulus budgétaire



Source : FMI, données octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*Sur le front de la politique monétaire, l'attention se déplace vers les mesures non conventionnelles, la marge de manœuvre conventionnelle ayant en grande partie été épuisée*

*Ces approches de politique monétaire non conventionnelles sont rendues possibles grâce aux faibles niveaux d'inflation, même si dans certains cas elles soulèvent des inquiétudes quant à l'indépendance entre la politique monétaire et budgétaire*

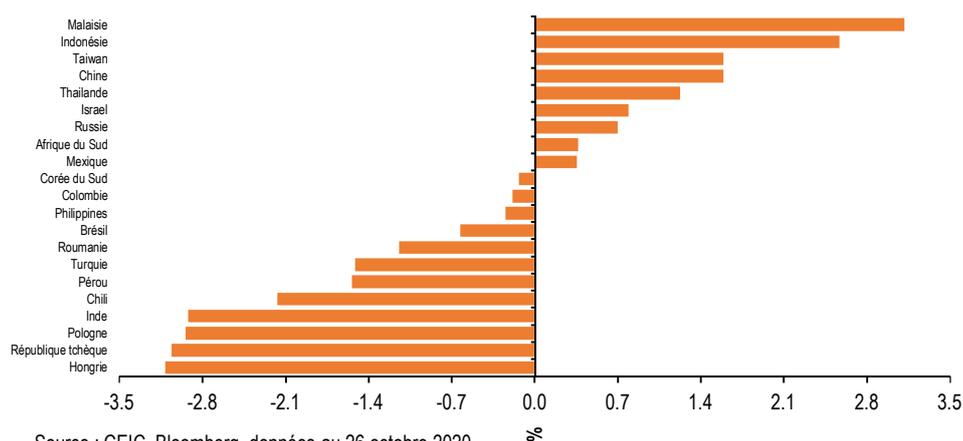
mesures non conventionnelles, la marge de manœuvre conventionnelle ayant en grande partie été épuisée (sauf dans quelques pays comme le Mexique). Les banques centrales des marchés émergents, contrairement à celles des pays développés, utiliseront principalement les outils non conventionnels plus classiques, comme les orientations prospectives, ou les politiques de crédit et l'assouplissement quantitatif de manière non monétaire — principalement sur le marché secondaire pour gérer et renforcer la liquidité en périodes de tensions. La banque centrale brésilienne, par exemple, se concentre résolument sur les orientations prospectives et entend utiliser le QE de la même manière que ses réserves de change. La banque centrale d'Afrique du Sud, quant à elle, achète des actifs en petites quantités uniquement pour « gérer » la liquidité. Ailleurs, les banques centrales de Pologne et du Chili achètent des actifs en plus grande quantité et de manière quasi budgétaire également — la première en achetant de la dette garantie par l'État et la seconde des actifs bancaires. Ces approches de politique monétaire non conventionnelles sont rendues possibles grâce aux faibles niveaux d'inflation, même si dans certains cas elles soulèvent des inquiétudes quant à l'indépendance entre la politique monétaire et budgétaire.

Au cours des deux dernières décennies, les banques centrales des marchés émergents ont déployé des efforts considérables pour rendre

leurs cadres de politique monétaire plus robustes et plus crédibles. Cette évolution a été possible grâce au recours progressif aux orientations prospectives et à l'adoption effective d'un mandat crédible de ciblage de l'inflation, réservant, autant que possible, la monnaie comme amortisseur de dernier ressort. Ce n'est que récemment que les pays dits « à forte inflation » ont pu ramener leur taux d'inflation à des niveaux acceptables, ceux-ci étant désormais, pour la plupart, dans les limites des objectifs fixés par les banques centrales.

Cela dit, assez n'est jamais assez pour les pays confrontés à des difficultés structurelles et fortement dépendants de la demande extérieure et des flux financiers extérieurs. Les décideurs politiques des pays émergents ne peuvent pas se permettre trop de complaisance avec ce qui a été fait. Ils doivent rester vigilants d'autant qu'avec la crise pandémique des doutes se lèvent quant à la manière dont les nouveaux outils politiques sont utilisés. Bien que de nombreuses banques centrales émergentes puissent légalement acheter des titres d'État sur le marché primaire, le déploiement de programmes de QE budgétaires ou quasi budgétaires reste une option de dernier ressort. Un exemple de QE budgétaire souvent cité est le programme de partage des charges adopté par les autorités indonésiennes, dans le cadre duquel la banque centrale d'Indonésie est invitée à acheter sur le marché primaire pour financer le déficit budgétaire

## 3/ Taux directeurs des pays émergents (taux réels, valeur actuelle)



Source : CEIC, Bloomberg, données au 26 octobre 2020

## LE THÈME DU MOIS

*En 2021, après la forte hausse de l'endettement en 2020, nous nous attendons à voir la croissance de la dette publique ralentir en Chine*

anormalement élevé de 2020. Ce processus est présenté comme une opération ponctuelle dont la sortie officielle dépend du montant visé et de la stratégie d'assainissement budgétaire prévue pour les prochaines années (déficit budgétaire à nouveau inférieur à 3 % en 2023, contre 6,3 % en 2020). Nous considérons que la révision récemment annoncée de la loi régissant la banque centrale est un bruit de fond sans incidence sur la stratégie monétaire et budgétaire.

La solution du QE n'est pas la seule qui soit viable. Dans certains pays, où les pics d'inflation ne peuvent pas être sous-estimés ou dans lesquels l'inflation n'est pas à des niveaux satisfaisants, les banques centrales devraient adopter provisoirement des mesures peu orthodoxes pour se concentrer sur une transmission plus efficace des politiques monétaires et sur les problèmes de restructuration de la dette des entreprises. Les moratoires sur la dette permettent de gagner du temps pour agir jusqu'à ce que le calme soit rétabli, mais tôt ou tard, il faudra se pencher sur la question de la dette des entreprises. En Inde par exemple, il est primordial de relancer le processus de restructuration des dettes par le biais du code des faillites de manière à ce que les banques puissent rapidement recommencer à prêter.

Bien que la pandémie ait eu un impact mondial et que les pays émergents et développés aient été touchés de la même manière, la marge de manœuvre budgétaire et notamment les coûts d'emprunt élevés ont freiné la ruée vers les politiques budgétaires agressives dans les pays émergents par rapport aux pays développés. Toutefois, malgré certaines divergences entre pays émergents et développés en termes de taille et de calendrier de déploiement des mesures de relance budgétaire, la portée des mesures les plus urgentes a été assez similaire avec un soutien au secteur de la santé et aux ménages (via des transferts en espèces ou des dispositifs de soutien à l'emploi). La Chine constitue une exception, son déficit budgétaire s'étant considérablement creusé en 2020 et, pour l'heure, la plupart des fonds mobilisés ont été consacrés

à des projets d'infrastructure ou à l'allègement de la pression financière sur les entreprises. L'ampleur des dépenses publiques en faveur des ménages est relativement faible par rapport à ce que l'on observe ailleurs. En 2021, après la forte hausse de l'endettement en 2020, nous nous attendons à voir la croissance de la dette publique ralentir en Chine et même si le déficit budgétaire ne revient pas immédiatement à son niveau d'avant-Covid celui-ci devrait légèrement diminuer. Nous ne pensons pas que les 1 000 milliards de RMB d'obligations spéciales du gouvernement chinois seront renouvelés pour une année supplémentaire. Une réduction du quota d'émission d'obligations des gouvernements locaux de leur niveau actuel de 3 750 milliards de RMB, qui constitue le principal soutien financier aux projets d'infrastructure, est également probable.

En ce qui concerne les autres pays émergents, la situation budgétaire est assez diversifiée, malgré une certaine consolidation budgétaire prévue dans la plupart des lois budgétaires de 2021 qui ont été annoncées et approuvées jusqu'à présent. Ainsi, le Brésil est-il constitutionnellement tenu de réduire ses mesures de relance budgétaire de 9 % du PIB, tandis que le Mexique et la Russie ont fait preuve d'une grande prudence dans leurs propositions budgétaires pour 2021. L'Indonésie va elle aussi amorcer une normalisation de son équilibre budgétaire dès l'année prochaine. Dans les PECO, en Corée, au Chili et au Pérou il y a une certaine marge de réduction progressive de l'impulsion budgétaire, tandis qu'en Afrique du Sud, le déficit budgétaire à deux chiffres nécessitera une réduction des salaires et de l'emploi dans le secteur public qui sera politiquement difficile et douloureuse sur le plan social et nécessitera donc davantage de temps.

Malgré les timides efforts d'assainissement budgétaire annoncés, le niveau de la dette émergente (qui a bien moins augmenté que dans les pays développés en 2020) mettra un certain temps à se stabiliser et à retrouver sa trajectoire ascendante. Le risque de fluctuation brutale des primes de risque et, par conséquent,

## LE THÈME DU MOIS

*Malgré les timides efforts d'assainissement budgétaire annoncés, le niveau de la dette émergente mettra un certain temps à se stabiliser et à retrouver sa trajectoire ascendante.*

d'altération de la confiance des investisseurs (sanctionnée par de nouvelles décisions des agences de notation) doit être surveillé de près. La crédibilité des autorités budgétaires est tout aussi importante que celle des autorités de politique monétaire.

Bon nombre de pays à faible revenu sont entrés dans la crise avec une situation budgétaire déjà tendue ou avec des réserves tout juste suffisantes pour assurer le service de leur dette dans des circonstances normales. Or ceux-ci ont parfois dû réaffecter

ces réserves pour faire face à la crise pandémique. Pour ces pays, le secteur officiel étranger, représenté par les grandes institutions supranationales, a récemment accepté de prolonger de 6 mois (jusqu'à la mi-2021) l'initiative de suspension du service de la dette, tandis qu'un nouveau dispositif est en cours de discussion avec pour objectif, dans la mesure du possible, de rendre plus comparables les nombreux créanciers concernés.

*Achévé de rédiger le 23/10/2020*

## THÉMATIQUE

## Cycle de défauts du *high yield* et variations de notation : une situation « différente » cette fois-ci



**SERGIO BERTONCINI**  
Stratège Senior Taux



**MICKAEL BELLAICHE**  
Stratège Taux

*Pour la première fois, il n'y a pas eu de pénurie de crédit sur les marchés du haut rendement et la multiplication des refinancements a permis que les défauts restent l'affaire des notations les plus faibles et de certains secteurs*

Malgré une sévère contraction macroéconomique, les mesures politiques adoptées pour faire face à la crise du Covid ont limité les dégradations et les défauts sur le segment du high yield. Cet article expose nos prévisions concernant le cycle des notations et celui des défauts.

### A) Le cycle des défauts

#### 1. Le taux de défaut sur le segment du haut rendement mondial a doublé en l'espace de quelques mois seulement pour atteindre son niveau le plus élevé en dix ans, tiré essentiellement par les entreprises américaines

Le taux de défaut mondial des entreprises de catégorie spéculative a désormais atteint un sommet par rapport à la dernière décennie, reflétant les effets sur le crédit de la récession provoquée par le coronavirus et les tensions qui prévalaient déjà dans le secteur de l'énergie avant la crise. Selon Moody's, depuis le déclenchement de la crise pandémique, en six mois à peine, le taux de défaut du haut rendement américain a presque doublé, passant d'un niveau pré-Covid de 4,5 % à 8,7 % fin août, avant de marquer le pas en septembre à 8,5 %. Le taux de défaut européen a lui aussi doublé, mais partait d'un niveau bien plus bas. Il est ainsi passé de seulement 1,7 % en février, à 3,4 % en juillet et 3,9 % en septembre. L'écart entre les taux de défaut américains et européens est donc passé de 2,8 % en février à près de 5 % en septembre.

À ce jour, le cycle mondial de défauts d'entreprises de catégorie spéculative dans les économies avancées semble surtout concerner les États-Unis et,

au-delà de la hausse du taux de défaut, l'Amérique du Nord a enregistré 117 défauts dans les neuf premiers mois de l'année, contre 27 en Europe. La participation prépondérante des entreprises américaines à la hausse du nombre de défauts au niveau mondial est évidente et, bien que cette situation soit attribuable à plusieurs facteurs, elle semble être principalement le fait de divergences en termes d'exposition sectorielle et de répartition des notations.

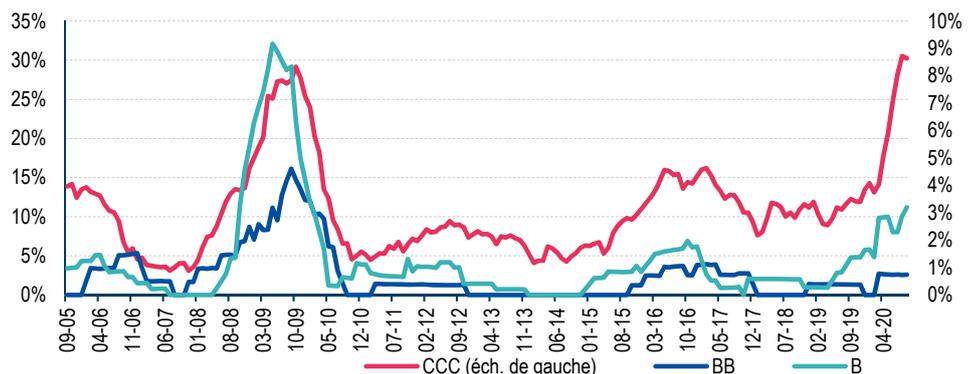
#### Une affaire essentiellement sectorielle et de dette mal notée

##### a. Les défauts américains en grande partie tirés par l'énergie et le commerce de détail...

La chute des prix du pétrole a créé un environnement opérationnel difficile pour le secteur du pétrole et du gaz et plus particulièrement pour les sociétés d'exploration, de production et de services pétroliers qui ont été les plus sensibles à la forte baisse des prix de l'énergie. En septembre, quatre nouvelles entreprises de ces secteurs d'activité ont fait défaut, ce qui porte le total annuel de l'ensemble du secteur à 41.

Les deux autres secteurs dans lesquels se concentre une grande partie des défauts aux États-Unis et qui sont

### 1/ Taux de défaut du haut rendement américain



Source : BofA ML, Recherche Amundi - Données à septembre 2020

## THÉMATIQUE

plus touchés que d'autre part les perturbations liées à la pandémie sont le commerce de détail, avec 21 défauts depuis le début de l'année et les services aux entreprises avec 19 défauts. Moody's a souligné récemment que les nouveaux venus dans le cycle des défauts sont généralement les secteurs les plus touchés par les perturbations provoquées par la crise pandémique: « Au cours de l'année à venir, nous nous attendons à ce que les services aux entreprises enregistrent le plus grand nombre de défauts, suivis par le secteur de l'hôtellerie, celui des jeux et loisirs et celui du pétrole et du gaz. Cependant si l'on se base sur les taux de défaut, il est probable que le secteur de l'hôtellerie et des jeux et loisirs soit le plus affecté au niveau mondial. »

### b ...et une plus grande proportion d'entreprises moins bien notées

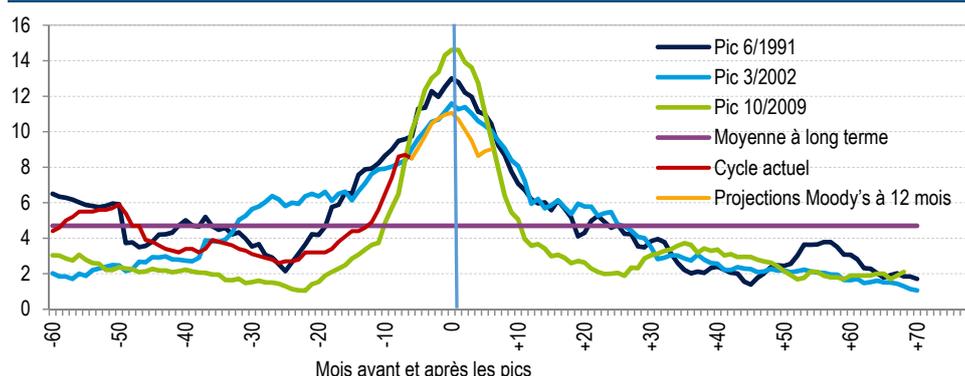
En élargissant l'analyse à la répartition par notation, la crise actuelle semble bien différente des précédentes. Au moment où nous écrivons ces lignes, sept mois après le début de la crise, le doublement du taux de défaut concerne presque exclusivement les entreprises notées CCC, tandis que les entreprises de notation élevée ou moyenne enregistrent encore très peu de faillites, avec un taux proche des plus bas niveaux historiques. En effet, comme le montre le graphique ci-dessous, les taux de défaut actuels de la dette notée BB- et B ne sont que de 0,7 % et 3,2 % respectivement, tandis que le taux de défaut de la dette notée CCC- a déjà atteint les niveaux enregistrés lors de la crise de 2008, soit près de 30 %.

L'évaluation par Moody's de ce point laisse supposer que cette divergence pourrait persister au cours des deux prochaines années,

Après quoi un rebond macroéconomique est attendu, car « la reprise économique inégale ne permettra probablement pas aux entreprises les plus faibles d'échapper au défaut, notamment celles des secteurs les plus durement touchés ou celles qui étaient déjà en difficulté avant l'arrivée du coronavirus ».

Les réactions budgétaires et monétaires exceptionnelles, tant aux États-Unis qu'en Europe, ont permis de limiter, pour l'essentiel, l'impact de la crise sur les entreprises les plus vulnérables de catégorie spéculative, dont la plupart ont une note de crédit faible et qui, par exemple, ne bénéficient pas, comme les crédits notés BB, du soutien de la Fed en faveur des anges déchus. Pour la première fois, il n'y a pas eu de pénurie de crédit sur les marchés du haut rendement et la multiplication des refinancements a permis que les défauts restent l'affaire des notations les plus faibles et de certains secteurs. La Fed a été très efficace pour empêcher la hausse des défauts grâce à une approche active sans précédent, en procédant notamment pour la première fois à des achats de titres d'entreprises et allant jusqu'à soutenir les anges déchus. En Europe, la combinaison de mesures budgétaires sans précédent, notamment par le biais de garanties d'État et des mesures de politique monétaire déployées par la BCE, par le biais des TLTRO dans un premier temps, s'est également avérée très efficace pour éviter le risque

## 2/ Trois derniers cycles de défaut du haut rendement américain vs cycle actuel avec un pic anticipé en fonction des dernières prévisions de Moody's



Source : Moody's, Recherche Amundi - Données à septembre 2020

## THÉMATIQUE

de pénurie de crédit sur les prêts bancaires, qui constituent la principale source de financement des entreprises européennes. Ces dernières se sont fortement appuyées sur les facilités de crédit bancaire et n'ont pas eu besoin de faire appel au marché obligataire pour se refinancer et constituer des réserves de liquidités. Enfin, l'environnement caractérisé par des taux bas devrait également freiner les défauts, en particulier parmi les entreprises de notation élevée et moyenne.

**« Il serait légitime de supposer que la trajectoire des taux de défaut sera plus inégale que lors des cycles précédents. »**

## **2. Les perspectives à court terme annoncent un pic au T1 2021, suivi d'une baisse des défauts au T2**

Malgré une accalmie des défauts durant les deux derniers mois, en raison du petit nombre de défauts d'émetteurs, les projections des agences de notation annoncent toujours une nouvelle hausse, bien que limitée, notamment aux États-Unis où Moody's prévoit un pic proche de 11 % d'ici le premier trimestre de l'année prochaine. Les projections relatives aux défauts européens anticipent un pic plus bas, à 5,6 % avec un écart entre les deux régions qui reste donc important. Moody's mentionne également l'effet indirect des notations sur ses estimations : « Notre prévision de hausse des taux de défaut d'ici mars 2021 se fonde sur la proportion accrue des entreprises moins bien notées ces dernières années et sur la dynamique baissière des notations en début d'année suite aux turbulences économiques provoquées par la pandémie. » Nous abordons cet aspect important du cycle de crédit actuel plus bas. Nous partageons l'avis qu'un écart important risque de persister entre les deux régions au cours des prochains mois, car la dette spéculative européenne est bien moins exposée aux secteurs en difficulté (énergie et secteurs fortement touchés par la crise pandémique, tels que le commerce de détail et les transports) et comprend une proportion moindre de dette moins bien notée que celle des États-Unis. Nous estimons également que le pic devrait être atteint au

premier trimestre 2021 compte tenu des conditions financières et des indicateurs avancés du marché. Les ratios de titres en difficulté, notamment, sont rapidement tombés à des niveaux très faibles et ceux-ci précèdent généralement les défauts de 9 à 12 mois. Dans le graphique ci-dessus, nous comparons les trois cycles de défaut précédents avec le cycle actuel, en combinant les défauts effectifs de la première phase du cycle avec les 12 prochains mois tels qu'anticipés par Moody's. Le pic devrait être plus bas que ceux observés précédemment, grâce essentiellement à l'intervention des banques centrales et aux mesures de relance budgétaire, tandis que la progression vers le pic devrait être rapide et similaire à celle enregistrée lors de la crise de 2008. Au risque de trop simplifier, nous pourrions dire que les interventions monétaires et budgétaires semblent être à l'origine de la dynamique plus rapide de la crise de 2008 et du cycle (anticipé) actuel et que le pic plus faible attendu l'année prochaine est probablement attribuable aux volumes plus importants des mesures de relance actuelles par rapport à ceux observés lors de la crise de 2008.

## **3. Quelle évolution à plus long terme ?**

Compte tenu de la reprise inhabituelle et, dans une certaine mesure, artificielle des déterminants financiers des taux de défaut, les risques à plus long terme de hausse des taux de défaut sont principalement liés, d'une part, aux tendances macroéconomiques et microéconomiques difficiles et d'autre part à la réduction future probable des aides publiques actuelles (par exemple, les subventions ou les garanties de prêts). Sur le plan macroéconomique, le degré d'effondrement et le temps nécessaire pour revenir aux niveaux d'avant-crise constituent les principaux défis. Sur le plan microéconomique, il faut souligner le niveau élevé d'endettement de nombreuses entreprises au début de la crise, l'héritage de quelques secteurs déjà en difficulté, la forte proportion de dette BBB et la probabilité que les effets de la crise persistent à plus long terme dans certains secteurs. Au cours des derniers mois, le niveau d'endettement

## THÉMATIQUE

*L'action des banquiers centraux et des politiciens a largement contribué au ralentissement des dégradations à partir de mai 2020*

a généralement augmenté, en raison de la forte diminution des bénéfices et des flux de trésorerie et du recours accru à l'endettement pour constituer des réserves de liquidités et faire face à la chute soudaine des recettes. Ainsi, à plus long terme, les entreprises du secteur du voyage et des loisirs qui ont obtenu des financements au cours de cette phase devront-elles encore faire face à des difficultés liées à leurs modèles économiques et à leur capacité à renouer avec leurs niveaux d'activité d'avant crise. Or, de même que les perspectives de défaut à court terme demeurent assez clémentes au vu de la gravité du contexte macroéconomique, il est peu probable que la phase de reprise soit normale. En effet, bien qu'un deuxième cycle de défauts semble peu probable, à moins d'un nouveau choc, et compte tenu des développements en matière de vaccins, le contexte d'endettement très élevé laisse supposer que la tendance des taux de défaut sera plus inégale. En d'autres termes, il pourrait rester à des niveaux moyens pendant plus longtemps, durant la phase de reprise, plutôt que de simplement descendre vers des niveaux historiquement bas et se stabiliser comme lors des cycles précédents.

## B) Changements de notation liés à la crise

### 1) Tendances récentes post-Covid

**Les agences de notation ont dégradé un nombre record d'émetteurs** et ont radicalement révisé à la baisse leurs prévisions de croissance économique suite aux mesures de confinement prises dans le monde entier en mars 2020 pour limiter la propagation du Covid-19.

**Les interventions coordonnées et d'ampleur inédite des gouvernements et des banques centrales ont joué un rôle clé dans cette crise.** Les banques centrales ont créé un filet de sécurité pour les marchés obligataires, en particulier pour la dette des entreprises, en soutenant le refinancement de nombreuses entreprises et en limitant considérablement le nombre de défauts. En effet, de nombreuses entreprises ont utilisé les liquidités collectées pour augmenter leurs flux de trésorerie et prolonger la maturité

moyenne de leur dette. Cela avait déjà fait une grande différence lors de la crise de 2008.

**L'action des banquiers centraux et des politiciens a largement contribué au ralentissement des dégradations à partir de mai 2020.** Le nombre de dégradations est ainsi passé de 10 à 20 par semaine, contre plus de 100 par semaine en fin mars, début avril 2020.

### 2) Détails sur les notations, secteurs et régions plus touchés

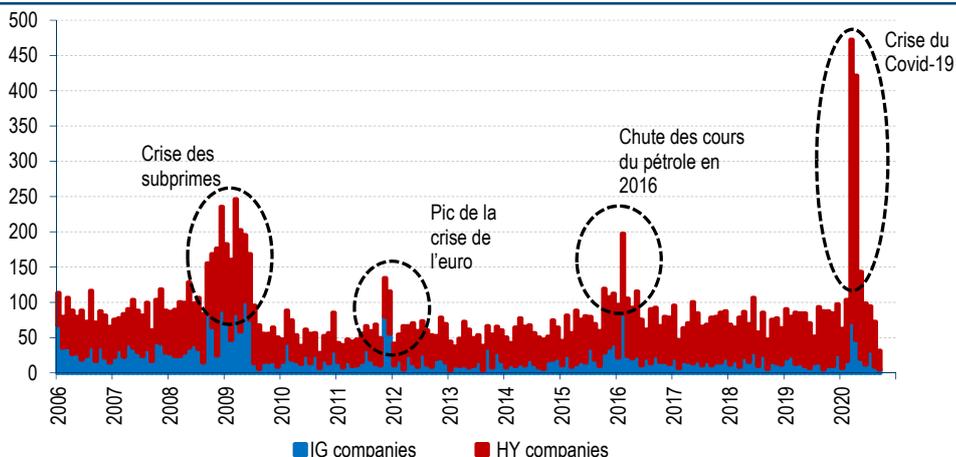
**Le nombre de dégradations de notation pour les émetteurs investment grade est resté limité,** ces entreprises ayant bénéficié d'un soutien plus important de la part des banques centrales. **Les « fallen angels » (entreprises dégradées de catégorie IG à HY) sont au nombre de 28 émetteurs au total** en Europe et aux États-Unis depuis le début de 2020. Ces entreprises appartiennent aux secteurs les plus touchés par la crise : l'énergie (32 % des « fallen angels »), le commerce de détail (14 %) et les voyages (14 %). **En revanche, les entreprises de catégorie high yield ont fait l'objet de nombreuses dégradations.** Ces entreprises ont une structure financière plus fragile et sont bien plus sensibles au ralentissement de l'activité économique. Comme illustré par le graphique n°5 présentant le nombre de dégradations par an, les dégradations ont été bien plus nombreuses dans la catégorie HY que dans la catégorie IG en 2020. Nous constatons en outre que les entreprises IG ont, proportionnellement, été davantage dégradées durant la crise financière de 2008 qu'en 2020.

- Aux États-Unis, les émetteurs HY représentent 85 % du nombre total de dégradations depuis le début de l'année 2020.
- En Europe, en revanche, il y a eu moins de dégradations de ces émetteurs, qui représentent 68 % du total des dégradations depuis le début de l'année.

**Au niveau sectoriel, cette détérioration se concentre sur les secteurs de consommation cyclique (30 %) et plus particulièrement** sur les médias, les divertissements, les loisirs et les voyages. Ces secteurs ont

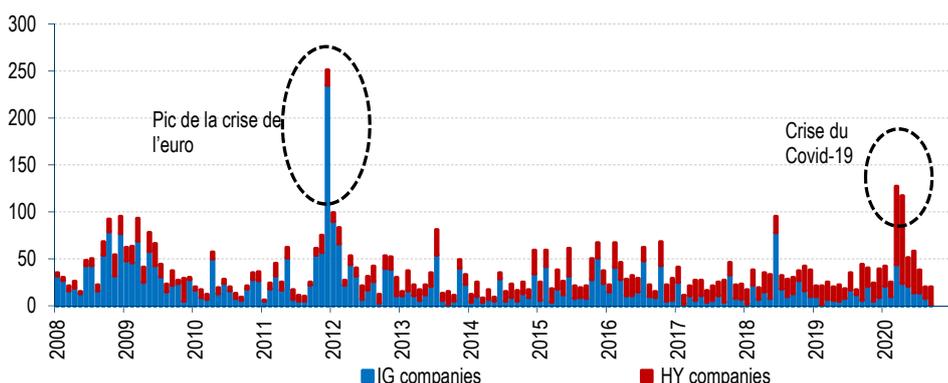
THÉMATIQUE

3/ **Entreprises américaines - Nombre de décisions négatives de S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : S&P, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

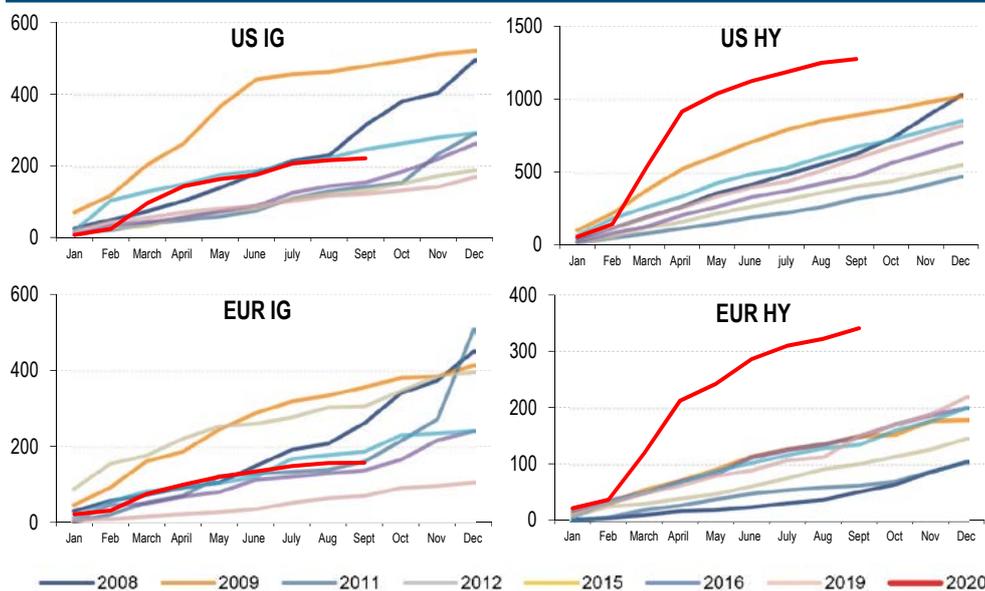
4/ **Entreprises de la zone euro et britanniques - Nombre de décisions négatives de S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

Les agences de notation suivent de près l'évolution (1) de la crise sanitaire et (2) le déploiement des mesures de soutien budgétaire et monétaire

5/ **Entreprises américaines, de la zone euro et du Royaume-Uni - Nombre cumulé de décisions négatives par période de crise - S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : S&P, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

## THÉMATIQUE

été directement affectés par la crise du Covid-19. Les secteurs de l'énergie et de l'industrie ont également été touchés par cette détérioration.

**3) Quels sont les risques de deuxième vague de détériorations ?**

Les agences de notation suivent de près l'évolution (1) de la crise sanitaire et **(2) le déploiement des mesures de soutien budgétaire et monétaire**. Il est important de noter que les agences de notation semblent se montrer plus conciliantes envers les entreprises dont le niveau d'endettement est élevé, mais qui conservent leur capacité à générer des flux de trésorerie. En fait, les taux d'intérêt historiquement bas permettent aux entreprises de mieux faire face à des niveaux d'endettement élevés. Pour autant, les entreprises qui ont emprunté pour compenser la baisse de leur activité et qui, en définitive, ont augmenté leur niveau d'endettement, suscitent toujours des inquiétudes.

**Conclusions**

Dans les phases de récession ou de crise, les cycles de défaut sont à la fois une affaire de conditions financières et de macro/microéconomie, mais contrairement au passé, des divergences sont apparues sur ces deux points. Bien que le choc économique

attendu (du pic au creux) soit bien pire que lors des précédentes récessions et malgré le temps considérable qui sera nécessaire pour revenir aux PIB de départ, le scénario central reste celui d'une récession de courte durée, grâce à l'ampleur extraordinaire des interventions budgétaires et monétaires. Cette perspective de court terme semble corroborée par la tendance des changements de notation et par le fait que les mesures de relance sans précédent ont réduit les impacts négatifs sur les entreprises mieux notées, tant en ce qui concerne la gravité de la correction macroéconomique que par rapport aux cycles passés. Parallèlement, les difficultés spécifiques et globales provoquées par la crise en matière d'endettement des entreprises et le temps nécessaire pour se redresser pourraient entraîner une plus grande volatilité que lors des cycles précédents, dans la phase où les taux de défaut retombent après avoir passé leur pic. À cet égard, nous pensons que la qualité élevée des titres et l'accent mis sur la sélection feront également toute la différence durant la phase de redressement.

*Achevé de rédiger le 26/10/2020*

## THÉMATIQUE



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

*Certaines  
caractéristiques des  
actifs financiers sont  
des possibilités jamais  
réalisées*

## Des obligations qui n'en sont pas vraiment

Peut-on considérer que les €2800 milliards de dettes souveraines ou équivalentes\* inscrites au bilan de la Banque Centrale Européenne (BCE) ne sont pas des obligations comme les autres? Cette question qui revient régulièrement depuis plusieurs mois est loin d'être anodine, car se cache derrière la volonté de faire oublier, voire d'annuler, une partie de l'endettement public mobilisé pour faire face à la crise du Covid-19. Mais plutôt que de les faire disparaître, une solution plus habituelle pour les marchés financiers consisterait à considérer ces dettes comme des obligations pour l'instant virtuelles et à les exclure temporairement des ratios d'endettement public.

Les plans d'urgence puis les plans de soutien lancés en 2020 vont entraîner une forte hausse de la dette publique, atteignant des niveaux inquiétants dans de nombreux pays de la zone euro. Mais l'essentiel des nouvelles émissions est souscrit par la BCE, de sorte que le volume d'obligations souveraines supplémentaire absorbé par le marché est faible<sup>1</sup>. Les États emprunteurs et la BCE n'ont de cesse de répéter que cette dette ne peut pas être annulée et qu'elle sera un jour remboursée. C'est d'ailleurs dans l'intérêt commun puisque si tout ou partie de ces nouvelles dettes était annulé ou restructuré, alors c'est l'ensemble de l'épargne européenne qui serait dévaluée. Plutôt que de contourner le sujet ou de proposer des solutions irréalistes, il faut se demander comment les marchés financiers vont le traiter.

Les caractéristiques d'un actif financier changent-elles en fonction de son détenteur? Du strict point de vue du droit des instruments financiers, la réponse est clairement non. C'est d'ailleurs un principe fondamental qui assure un traitement égal des porteurs, des actionnaires, des créanciers etc... Mais **si les droits ou les obligations attachés à un instrument financier ne sont jamais exercés, peut-on considérer qu'ils sont plus virtuels que réels?** Les marchés financiers intègrent fréquemment ce paramètre lorsque l'usage qui est fait d'un actif, contraint de fait certaines de ses caractéristiques.

### Les marchés s'adaptent en permanence à la réalité

C'est le cas par exemple du calcul du flottant pour une action et de la pondération dans les indices dont **on exclura les titres en autocontrôle, les titres possédés par des actionnaires** qui sont liés par un pacte ou encore les actions détenues par les États<sup>2</sup>. Ces titres existent mais on considère qu'ils ne peuvent pas être librement traités sur le marché. Ils sont donc retirés de certains calculs. C'est le cas par exemple d'EDF qui ne fait pas partie de l'indice CAC40 car l'État français détient 84 % des actions alors que la valeur de son capital dépasse €40 milliards.

On trouve un autre type d'exclusion avec les droits de vote attachés aux actions. Certains actionnaires ne votant pas en assemblée générale, le calcul de la majorité simple ou qualifiée est systématiquement différent du niveau théorique. Pour la plupart des sociétés cotées, la validation des comptes ou une modification statutaire importante ne requiert jamais le nombre de votes théorique. En moyenne, seul 70 % des actionnaires votent aux assemblées générales<sup>3</sup>, donc la majorité simple est atteinte avec 35 % des voix et non 50 %. **Dans les faits, 30 % des droits de vote n'existent pas** sauf lorsqu'une offre d'achat est lancée qui nécessite d'acquiescer tous les droits. Pour les dettes obligataires, le mécanisme de déchéance permet

\* A fin septembre €2 290Mds au titre du PSPP et €510Mds pour le PEPP. Source ECB: [lien](#)

<sup>1</sup> Sergio BERTONCINI: *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*

<sup>2</sup> Voir par exemple les méthodologies des indices MSCI ou S&P

<sup>3</sup> Le taux est légèrement supérieur pour les investisseurs professionnels. En France par exemple, selon l'AFG en 2019 « les SGP exercent effectivement leurs droits de vote pour 78% de leurs actions cotées en portefeuille » Rapport AFG 2019 [Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion](#)

## THÉMATIQUE

d'exclure les porteurs qui seraient en conflit d'intérêts avec les autres. C'est une exclusion temporaire du droit de vote mais une altération substantielle des caractéristiques de l'actif. Les principes comptables des dettes consolidées ou d'actifs disponibles modifient aussi les caractéristiques des engagements liés aux instruments financiers en fonction du porteur. La liste est longue et les situations nombreuses.

On constate donc que dans le fonctionnement quotidien des marchés financiers, la nature du propriétaire peut modifier temporairement ou dans certaines situations, les caractéristiques d'un actif ou la façon dont on le comptabilise. Le droit ou l'obligation qui lui sont attachés sont alors des possibilités jamais réalisées, ou seulement dans des cas extrêmes. **Ce sont des caractéristiques en puissance mais pas en acte<sup>4</sup>.**

#### Banque centrale et Trésor : une relation particulière

Dans le cas particulier des dettes souveraines européennes ou américaines, il faut intégrer un paramètre supplémentaire : l'émetteur et le porteur sont de même nature i.e. des institutions publiques à but non lucratif. La réponse de la Réserve Fédérale au programme d'émission du Trésor américain ou le lancement du PEPP par la BCE alors que les États de la zone euro augmentent substantiellement les déficits publics, prouvent une forte coordination **voire une conditionnalité entre la politique fiscale et la politique monétaire<sup>5</sup>**. Sans parler de monétisation de la dette publique, un pacte implicite lie le débiteur État et son créancier Banque Centrale. Cette dernière **s'engage durablement à ne pas céder ses titres dans le marché**, mais plus encore, à participer de façon systématique au refinancement des dettes arrivées à échéance, sauf si les conditions financières le justifient.

D'où une question légitime au vu des exemples précités : **est-ce que cette créance propriété de la BCE ou de**

**la Fed a les mêmes caractéristiques que celle qu'on retrouve dans les portefeuilles ou les bilans des acteurs privés? La réponse est probablement non.** En effet, si l'émetteur de l'obligation a la certitude que sur un horizon qui dépasse la maturité de son émission, le porteur de l'obligation ne la revendra jamais et souscrira quel que soit le prix à une nouvelle émission à l'échéance, alors il peut considérer que cette créance n'est pas identique à celle détenue par d'autres. Cette altération est le fait d'une volonté clairement énoncée par la banque centrale mais aussi liée à la nature institutionnelle des deux entités. En effet, l'État étant supposé éternel, il peut ne pas rembourser sa dette mais la refinancer, on dit qu'il la « roule ». La banque centrale peut de son côté l'acheter indéfiniment dans le cadre de son mandat de politique monétaire.

La légitimation est encore plus forte dans le cas des obligations souveraines de la zone euro, puisque les programmes d'achats de la BCE sont faits pour l'essentiel au niveau des banques centrales nationales (Euro-système). La Banque de France peut-elle revendre des OAT sans l'accord de l'État français? Théoriquement (en puissance) oui mais dans les faits (en acte) non. Par ailleurs, lorsque ces obligations sont émises à taux nul, il n'y a pas de flux intermédiaires ou d'ajustement de valeur *in fine* qui matérialiserait l'engagement de l'État. Enfin, pour de nombreux pays comme la France, **les intérêts perçus et les profits générés par la banque centrale nationale sont reversés au Trésor public** sous forme d'impôt et à l'État sous forme de dividende<sup>6</sup>... la boucle est donc bouclée. En fait, l'exigibilité de l'emprunt a été transférée à la monnaie émise par la banque centrale et détenue par les agents économiques. La dette de l'État devient une dette de la banque centrale envers les détenteurs de monnaie, sorte d'obligation perpétuelle zéro-coupon.

*La banque centrale a promis de ne pas céder les titres dans le marché*

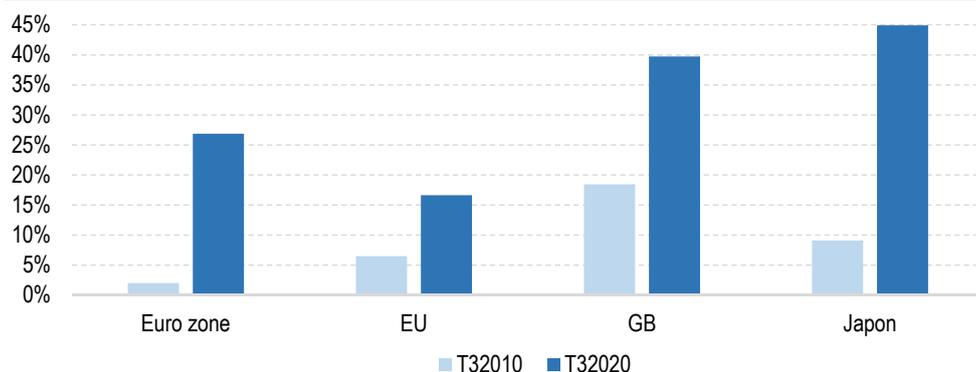
<sup>4</sup> Aristote, *Physique II*

<sup>5</sup> Voir article « Les banques centrales doivent-elles nous sauver à tout prix ? » Amundi Research [lien](#)

<sup>6</sup> Rapport annuel de la Banque de France 2019 pages 110-112 : impôts sur les bénéfices €2 650 millions, dividende versé à l'État €3 478 millions [lien](#)

## THÉMATIQUE

## 1/ Évolution sur 10 ans de la détention des dettes souveraines par les banques centrales nationales (% de la dette totale)



Source : RBIS, Fed, US Treasury, ECB, Eurostat, BoE, HMRC, BoJ, Recherche Amundi - Données au 31 septembre 2020

*Exclure les dettes souveraines est virtuel et temporaire... mais pour très longtemps*

**Changement de paradigme**

Comme c'est le cas pour d'autres actifs, **les marchés devraient légitimement exclure les dettes souveraines inscrites au bilan des banques centrales** dans le calcul des engagements des États car certaines de leurs caractéristiques sont durablement altérées. Cette exclusion est aussi virtuelle que l'est la créance, et temporaire... mais pour très longtemps. En revanche, la monnaie émise par la banque centrale en contrepartie, elle est bien réelle. L'analyse doit donc s'éloigner des ratios de dette / PIB

ou équivalent, et se porter sur la base monétaire et les agrégats monétaires (M1, M2, M3 et L) et leurs contreparties (créances sur l'extérieur, l'État et l'économie). Ainsi les politiques non conventionnelles poussées à l'extrême entraînent un changement de paradigme. **Elles obligeront les marchés financiers à changer de cadre analytique pour revenir de façon détournée à des notions de théorie monétaire qu'on avait un peu oubliées.** Certains parlent déjà d'un retour aux 70s<sup>7</sup>.

*Achévé de rédiger le 20/10/2020*

<sup>7</sup> Pascal Blanqué (2020), « Covid-19: la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années soixante-dix » Amundi [lien](#)

## SCÉNARIO CENTRAL &amp; SCÉNARIOS ALTERNATIFS

## Mise à jour mensuelle

Ce mois-ci, nous modifions notre scénario central et notre scénario baissier pour tenir compte de la deuxième vague de Covid-19 plus importante que prévu en Europe et du report du nouveau plan de soutien budgétaire aux États-Unis. Nous réduisons donc la probabilité de notre scénario central de 70 % à 65 % et augmentons la probabilité du scénario baissier de 20 % à 25 %.

SCÉNARIO BAISSIER  
25 %

## Stagnation à long terme

## Analyse

- Ralentissement économique prolongé.
- En raison de l'incertitude (manque de visibilité), les multiplicateurs des politiques sont faibles : les conditions financières se durcissent, les liquidités ne se transmettent pas à l'économie réelle, le marché du travail continue à se dégrader.
- La crise économique se transforme en crise financière, ce qui oblige les décideurs politiques à avancer encore plus en terrain inconnu (nationalisations ? taux négatifs ? hélicoptère monétaire ? etc.).
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales.
- La croissance mondiale potentielle est sérieusement affaiblie et des poches d'inflation apparaissent.

## Répercussions sur les marchés

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

SCÉNARIO CENTRAL  
65 %Reprise multi-vitesses  
et pluri-annuelle

## Analyse

- Retour à la normale en plusieurs années.
- L'année 2021 pourrait être marquée par des phases de crise économique, des flambées épidémiques, des confinements localisés et des mesures de relance (notre hypothèse de travail est que les vaccins et les traitements ne seront pas disponibles avant le second semestre 2021). Un double creux, de courte durée, n'est pas à exclure (T4).
- Faible croissance, faible inflation, taux bas : maintien des politiques monétaires « non conventionnelles » pour faire face à l'augmentation de la dette. Engagement politique fort pour mobiliser les politiques budgétaires dans les économies avancées, mais leur déploiement constitue un risque important.
- Le rapport commerce mondial/PIB mondial devrait poursuivre son recul.
- La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses (risque de tensions sociales accrues).

## Répercussions sur les marchés

- Pentification contenue de la courbe des taux aux États-Unis.
- Rotation progressive du crédit HY vers les actions.
- Maintien de poches de revenus : obligations émergentes, IG.
- Thématique d'investissement en actions axée sur les facteurs sectoriels et surtout intérieurs.
- Favoriser l'or du fait de l'incertitude généralisée, de la déflation et des craintes de récession.

SCÉNARIO HAUSSIER  
10 %

## Reprise en forme de V

## Analyse

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

## Répercussions sur les marchés

- La courbe des taux aux États-Unis se pentifie (en particulier sur la partie longue) sur fond de reprise économique et d'anticipations d'inflation.
- Privilégier les actifs risqués.
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation et l'or comme couverture contre l'inflation.

## SCÉNARIO CENTRAL &amp; SCÉNARIOS ALTERNATIFS

## Mise à jour sur le Covid-19

**LA MALADIE : émergence de nouveaux foyers mondiaux**

- Le nombre de victimes du Covid-19 s'accélère à nouveau dans un contexte de recrudescence remarquable des contaminations. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le nombre de décès en Inde est en augmentation, tandis que l'Amérique centrale et du Sud reste l'épicentre de la pandémie. De nouveaux foyers infectieux touchent les Pays-Bas, l'Espagne, la France, l'Autriche et le Royaume-Uni et le nombre de nouveaux cas atteint des records (qui peuvent, en partie, s'expliquer par l'augmentation des dépistages). Certains pays ont imposé un couvre-feu, mais semblent peu enclins à reconfiner leurs populations. L'Irlande est à nouveau totalement confinée à l'exception des écoles. Les risques de dégradation à court terme des PMI de la zone euro et des actions européennes augmentent.

**LES SOLUTIONS : progrès chaotiques des tests et des traitements**

- Les solutions médicales se concentrent sur (1) les tests de dépistage, (2) les thérapies à base d'anticorps et (3) les vaccins.
  1. Un nouveau test de salive (Nine) basé sur la PCR est disponible sur le marché américain
  2. Certaines avancées ont été réalisées avec un nouveau cocktail à base de deux anticorps distincts (Regeneron). La réponse est forte, en particulier chez les patients qui reçoivent le traitement à un stade précoce de l'évolution de la maladie
  3. Pfizer/BioNtech attendent les résultats d'efficacité d'ici la fin octobre. J&J a récemment interrompu ses essais de phase 3 en raison de l'apparition d'une maladie inattendue chez un participant de l'étude. Le calendrier continue de renvoyer au deuxième semestre 2021.

## METHODOLOGIE

## – 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.

## – 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 épicentres 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**  
20 %

**– Une récession en double creux est une réelle possibilité dans plusieurs pays**

- Bien que notre capacité à faire face au virus se soit améliorée (traitement, infrastructure sanitaire et distanciation sociale), la deuxième vague et les confinements partiels pourraient déclencher une reprise en forme de W : après un rebond technique (T3), l'économie mondiale devrait nettement ralentir au T4 2020, la croissance pouvant tomber en territoire négatif.

- Même si tous les efforts politiques et les prestations sociales ont été ou seront mis en place pour préserver les revenus personnels, la détérioration du marché du travail pourrait encore peser sur la reprise à l'avenir.

**– Désinflation à court terme / pression inflationniste à la hausse à moyen terme**

- Les programmes d'assouplissement quantitatif (qui seront probablement étendus) peuvent devenir problématiques lors d'une reprise lorsque l'inflation entre en jeu. Le risque est très faible à court terme, mais la pression haussière risque de s'intensifier au fil du temps, à mesure que l'épidémie recule.
- La Fed se dirige vers un objectif d'inflation moyenne et la BCE envisage de s'orienter dans la même direction (entre autres options).

**RISQUE FINANCIER**  
20 %

**– Vulnérabilité croissante des entreprises**

- À l'aube de la crise du Covid-19, l'endettement des entreprises avait atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise financière de 2008
- L'ampleur de la récession devrait accroître les risques de solvabilité, quelles que soient les mesures prises par les banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements
- Les taux de défaut pourraient atteindre 15 %, voire même 20 %, impactant les marchés du crédit et le bilan des banques

**– Crise de la dette souveraine**

- Le ratio de la dette publique au PIB devrait augmenter 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 conduire à une dégradation des notations et à une hausse des taux d'intérêt sur le long terme
- Les marchés émergents fragilisés (exportateurs de matières premières uniques, tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et voir les risques de défaut grimper
- Les risques induits par la mise en œuvre du Fonds européen de relance ne doivent pas être sous-estimés. Les dissensions entre les membres de l'UE pourraient ramener le risque lié aux obligations périphériques de la zone euro

**RISQUE (GEO)POLITIQUE**  
20 %

**– Élections américaines controversées**

- Le processus de vote par correspondance est déjà sous surveillance et le résultat ne sera pas clair le jour du scrutin.
- Un conflit juridique sur les résultats pourrait durer des semaines
- Même s'il est peu probable que les États-Unis n'aient pas de président d'ici le jour de l'investiture, l'incertitude politique pourrait atteindre son paroxysme fin novembre-début décembre

**– Tensions entre les États-Unis et la Chine**

- En cas de victoire de Joe Biden, le ton tout aussi belliqueux du Parti démocrate créera de nouvelles incertitudes politiques autour des relations entre les deux pays.
- Éventuelles confrontations accidentelles en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan

**– Brexit dur**

- Un Brexit sans accord sur fond de confinement partiel pourrait plonger le Royaume-Uni dans une profonde récession, qui impacterait l'UE.

**RISQUE ÉCONOMIQUE**  
20 %

- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être sources d'incertitude. En particulier, l'inflation dans les pays émergents a atteint un point d'inflexion mais la tendance à venir reste acceptable en raison d'une demande déprimée (Turquie, Inde et Mexique).

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

**-** Pétrole, actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, obligations émergentes en devise locale, devises des exportateurs

**RISQUE FINANCIER**  
20 %

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

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

**RISQUE (GEO)POLITIQUE**  
20 %

- Avec ou sans accord, le Royaume-Uni sortira de l'UE en 2021, où une phase d'ajustement à ce nouveau cadre débutera alors. Le Royaume-Uni tentera de conclure des accords commerciaux en dehors du marché unique à des conditions potentiellement plus avantageuses, ce qui pourrait créer des tensions entre les membres de l'UE ayant des priorités économiques similaires

**– Instabilité au sein et entre les pays émergents**

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

**-** Pétrole, actifs risqués, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

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

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La reprise de l'activité économique s'est poursuivie en octobre, malgré un net ralentissement dû à la nouvelle vague de cas de Covid-19 dans le monde.
- Ce ralentissement est également mis en évidence par l'indice de surprise économique Citi, qui poursuit son retour à la baisse tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.
- Les données indicatives et réelles confirment cette tendance au ralentissement et la divergence sectorielle, le secteur manufacturier résistant mieux que celui des services.
- Cependant, les restrictions de mobilité de plus en plus strictes augmentent le risque d'une contraction de l'activité au quatrième trimestre.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

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



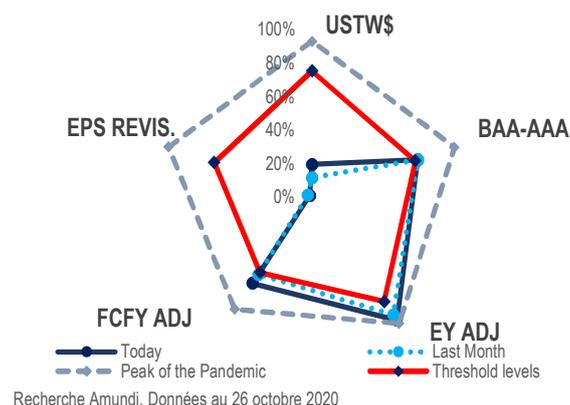
FACTEURS TECHNIQUES

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

SENTIMENT

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

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) toujours favorable



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 Ajustement de notre scénario central aux répercussions de la deuxième vague**

- La deuxième vague de Covid-19 est bien plus forte que prévu dans de nombreux pays européens et dernièrement la situation s'est également détériorée aux États-Unis. L'Amérique latine est désormais l'épicentre de la pandémie.
- Les autorités doivent choisir entre santé publique (confinement) et prospérité économique. En Europe, la priorité est clairement la préservation de la santé publique.
- Malgré les progrès et les traitements médicaux, un an après l'apparition du Covid-19 en Chine nous sommes toujours aux prises avec le virus et aucun vaccin n'est encore disponible.
- Ceci modifie l'équilibre des risques dans notre analyse de scénario. Nous augmentons la probabilité du scénario baissier de 20 à 25 % (récession profonde/stagnation prolongée) et réduisons la probabilité du scénario central à 65 %.

**2 Retour possible en territoire négatif de la croissance du PIB au T4**

- Après le rebond technique, la reprise mondiale a confirmé son tassement. Nous anticipons un affaiblissement de la croissance tant aux États-Unis qu'en Europe. Notre scénario central n'exclut pas un petit double creux.
- Les indicateurs avancés cumulés font état d'un aplatissement de la courbe.
- Le secteur des services continue de souffrir et l'écart avec le secteur manufacturier se creuse de plus en plus. Les secteurs du tourisme, des loisirs et de la consommation directe restent très perturbés. La situation se dégradera mécaniquement dans les économies assujetties à de nouvelles restrictions.

**3 Retour des mesures d'urgence, avec la bénédiction des banques centrales**

- Les mesures d'urgence sont de retour. La deuxième vague renforcera à nouveau la pression sur les décideurs politiques pour qu'ils agissent.  
Les principales banques centrales (notamment la Fed et la BCE) invitent les gouvernements à en faire plus. Cela signifie que les BC continueront (dans la mesure du possible) à soutenir leurs efforts, en augmentant leurs programmes d'achat d'actifs.
- La nécessité de déployer des plans de relance (infrastructures aux États-Unis, fonds de relance en Europe) se trouve ainsi reportée à un peu plus tard.
- Pour autant, la concrétisation des mesures structurelles, budgétaires et de moyen terme reste essentielle. En Europe, le plan de relance de l'UE est en cours d'approbation dans les différents pays, ce qui pourrait prendre plus de temps que prévu. Quatre ans après le référendum, l'issue du Brexit reste incertaine.
- Désormais, les mauvaises nouvelles ne sont plus de bonnes nouvelles. Le *policy mix*, si proactif soit-il, ne parvient pas à contrebalancer toutes les retombées de la crise du Covid.

**4 Inflation : le défi de la BCE**

- Le risque de déflation peut-il s'intensifier et l'euro continuer à s'apprécier ? Cela pourrait représenter un cocktail dangereux pour la BCE.
- Une baisse des taux est le seul outil efficace dont dispose la BCE pour combattre les pressions déflationnistes exacerbées par l'appréciation de l'euro, mais certains membres du Conseil s'inquiètent des effets secondaires négatifs qu'entraînerait une telle mesure.
- Un taux de dépôt et des rendements négatifs pourraient affaiblir l'euro et alléger le fardeau de la dette souveraine. Mais ces mesures constituent une taxe sur le système bancaire malgré le mécanisme d'exonération (tiering) et pourraient ne pas relancer l'économie avec un taux d'inversion positif, alors qu'elles pourraient mettre en danger la stabilité financière et rester difficiles à abandonner par la suite.
- Les conditions qui justifieraient d'une baisse de taux sont difficiles à remplir (pression déflationniste importante couplée à une forte appréciation de l'euro). Nous nous attendons à ce que la BCE élargisse son dispositif de QE en volume et qu'elle l'étende dans le temps.

## POINTS CLÉS

**Impact de la crise du Covid-19 sur les inégalités sociales et économiques dans le monde**

L'extraordinaire croissance économique et le progrès social constatés depuis la Seconde Guerre mondiale sont sous-tendus par des disparités croissantes de richesses et de revenus dans le monde entier, notamment dans les économies émergentes et aux États-Unis. La forte récession économique provoquée par le Covid-19 risque d'accroître encore ces inégalités en raison de l'effet combiné de plusieurs facteurs. En effet, les secteurs d'activité les plus gravement touchés par les mesures de confinement sont ceux qui emploient le pourcentage le plus élevé de travailleurs à faible revenu, peu instruits et dont l'épargne est faible, qui sont clairement les plus exposés à des changements brusques de revenus. De même, l'impact sur les jeunes et les femmes est particulièrement sévère, augmentant les inégalités sociales et entre les sexes. Au-delà de ces signes déjà évidents, l'ampleur de l'impact économique et social de la pandémie est extrêmement dépendante de sa durée et des efforts déployés par les gouvernements et les autorités internationales pour la combattre. La forte dépendance au financement par la dette des dispositifs de protection sociale et du travail entraîne le fardeau de la dette des différents pays à des sommets historiques qui remettent en cause leur viabilité, obligeant les gouvernements à revenir progressivement à des positions budgétaires plus disciplinées dans le futur immédiat. De même, d'éventuels bouleversements structurels causés par la pandémie, comme le raccourcissement des chaînes d'approvisionnement dans le monde entier, pourraient encore aggraver les inégalités dans les économies émergentes, ce qui entraînerait également d'importantes perturbations dans les marchés développés. L'accès inégal au futur vaccin contre le Covid-19 pourrait constituer un catalyseur clé d'accroissement des inégalités conduisant à une reprise économique mondiale en plusieurs étapes.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Les primes de risque des actions sont attractives par rapport aux obligations, mais cela ne signifie pas qu'il ne peut pas y avoir de volatilité, notamment en ce qui concerne les résultats des élections. Toutefois, les anticipations de poursuite de la reprise, d'amélioration des prévisions de bénéfiques et de faible probabilité d'un blocage national global devraient soutenir les prix, en particulier pour les composantes cycliques et de qualité du marché. Dans l'ensemble, les investisseurs devraient prendre en compte les divergences de marché avec une position équilibrée.
	Europe	=		La situation économique s'améliore, mais la résurgence des cas de virus et les confinements qui s'ensuivent dans la région pourraient rendre la reprise chaotique. Il en résulte des dispersions importantes sur les marchés, qui créent des opportunités de rotation pour les sélectionneurs de valeurs actives. Nous recherchons des entreprises dotées de bilans solides et de modèles d'activité résilients.
	Japon	=		Les marchés pro-cycliques comme le Japon devraient être soutenus par les perspectives de croissance mondiale et des valorisations attractives. Toutefois, les investisseurs devraient rester vigilants et équilibrés jusqu'à une meilleure visibilité sur la trajectoire de la croissance.
	Marchés émergents	=		L'amélioration des perspectives économiques devrait soutenir les actifs des marchés émergents en 2021, mais les risques géopolitiques, tels que les récentes sanctions contre la Russie et les élections américaines, ainsi que la rivalité entre les États-Unis et la Chine en faveur d'une domination mondiale, sont des facteurs clés. Néanmoins, la crise a renforcé le rôle de la Chine comme moteur de la croissance mondiale, et les économies asiatiques et autres exposées à cela en bénéficieront. Avec une position globalement neutre, nous apprécions le secteur des semi-conducteurs et les valeurs de croissance attractivement valorisées.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=	▼	Nous restons neutres/légèrement positifs sur la duration US dans nos portefeuilles internationaux, compte tenu des caractéristiques des bons du Trésor américain, ce qui constitue une protection contre un environnement économique incertain. Dans les portefeuilles américains, nous voyons des perspectives d'inflation à long terme et préférons les UST.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Le segment IG va continuer à trouver un soutien de la part de la Fed dans le plan de relance monétaire, même si l'incertitude politique peut être source de volatilité. Les investisseurs devraient rester actifs et réduire la duration des <i>spreads</i> lorsque les risques sont asymétriques. Compte tenu de la solidité des marchés de la consommation et de l'immobilier, nous privilégions sélectivement les prêts hypothécaires à la consommation et les prêts immobiliers résidentiels.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous restons prudents à l'égard du HY, en particulier là où le potentiel de baisse est supérieur au potentiel de gain. Alors que le marché sera soutenu par une action des obligations convertibles, les arguments en faveur d'une sélectivité sont forts, compte tenu du fait que certaines activités seront incapables de résister à une lente reprise.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes prudents sur ce segment car les taux sont déjà à des niveaux bas, mais nous restons actifs, en privilégiant les opérations de valeur relative. Toutefois, en ce qui concerne la dette périphérique, nous restons positifs dans un contexte de soutien continu de la BCE et de réduction de la fragmentation et des risques politiques (notamment en Italie).
	Euro Obligations d'entreprise IG	+	▼	Nous pensons que les <i>spreads</i> IG se sont resserrés et qu'il reste peu à attendre de cette classe d'actifs, même si le QE de la BCE devrait apporter un soutien. Nous continuons à préférer l'euro aux États-Unis, en raison de la baisse du levier financier de ces derniers, et jouons ce rôle par le biais de la dette financière et subordonnée qui offre le potentiel de ce supplément de rendement. Dans l'ensemble, nous continuons de mettre l'accent sur la sélection et la liquidité.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=		Nous recommandons aux investisseurs d'équilibrer le besoin de revenus élevés et l'exigence d'acheter du crédit de qualité à des prix attractifs. Il est important de noter que l'abondance actuelle de liquidités fait gonfler le prix du crédit même pour les entreprises qui vont être les témoins d'une dégradation de la performance. Ainsi, le besoin de sélection et de liquidités tampons est très important.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous restons positifs en ce qui concerne la dette en devise forte, mais nous pensons qu'il convient de faire preuve de prudence quant au résultat des élections américaines et à l'incapacité des banques centrales de certains pays émergents à financer les déficits budgétaires de l'État. Les investisseurs devraient investir de manière sélective dans l'IG, mais nous pensons qu'il reste de la valeur dans les titres HY dont les <i>spreads</i> sont encore élevés.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous sommes prudents et réalisons que les perspectives de hausse des taux aux États-Unis (chaque fois que cela se produit) pourraient être légèrement négatives pour les taux émergents. Par conséquent, nous restons vigilants, maintenons une approche dynamique pour capter toute dislocation et pensons que les investisseurs devraient prendre leurs bénéfices là où le potentiel de hausse est limité.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Les réductions de l'offre menées par l'Arabie Saoudite ont permis de résorber le déséquilibre de l'offre excédentaire sur le marché du pétrole. Sur les métaux, la récente correction de l'or (et de l'argent) est liée aux craintes d'une hausse des taux réels, d'un « risk-on normal » et d'une pause dans les achats d'actifs par la Fed. Les politiques monétaires des banques centrales ont été le principal moteur des prix de l'or et tant qu'elles maintiennent cette position plus accommodante, toute vente douloureuse semble peu probable à l'avenir. À l'inverse, si les obligations convertibles devaient inopinément modifier leurs politiques, l'or pourrait être vulnérable à une sérieuse dépréciation, car la juste valeur du métal, basée sur des indicateurs traditionnels (taux et change), est bien inférieure à ses niveaux actuels. Globalement, les matières premières bénéficient des injections de liquidités par les banques centrales, le dollar et un yuan fort.
	<b>Devises</b>			Dans la mesure où les États-Unis ont perdu leur avantage de croissance économique et de taux par rapport au reste des pays du G10, le dollar pourrait subir une correction vis-à-vis des devises du G10, à condition que les révisions de croissance n'aient pas lieu. Toutefois, si la croissance du Royaume-Uni et de la ZE est décevante, le mouvement sera moins prononcé. Il est intéressant de noter que la corrélation entre le taux de change et le sentiment de risque est élevée, comme en témoigne la résilience de l'USD en septembre. Par conséquent, compte tenu de l'incertitude politique aux États-Unis et de la hausse de la volatilité, il est possible que le retour à la juste valeur de l'USD soit limité. En revanche, l'évolution de la livre sterling sera étroitement liée aux nouvelles concernant le Brexit.

## LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
	Négatif		Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au 4 novembre 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 27/10/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	Fourchette		2019	2020	2021
<b>Monde</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,5/-3,8</b>	<b>5,1/5,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>
<b>Pays développés</b>	<b>1,7</b>	<b>-6,2/-5,7</b>	<b>4,5/5,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
<b>États-Unis</b>	<b>2,3</b>	<b>-4,6/-4,0</b>	<b>4,3/4,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>
<b>Japon</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,1/-4,5</b>	<b>2,9/3,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<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>Zone euro</b>	<b>1,2</b>	<b>-8,1/-7,5</b>	<b>5,0/5,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>
<b>Allemagne</b>	<b>0,6</b>	<b>-6,3/-5,7</b>	<b>3,1/3,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>
<b>France</b>	<b>1,2</b>	<b>-10,0/-9,4</b>	<b>6,3/6,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Italie</b>	<b>0,3</b>	<b>-10,0/-9,4</b>	<b>4,7/5,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>
<b>Espagne</b>	<b>2,0</b>	<b>-12,4/-11,7</b>	<b>5,9/6,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** le rebond de l'économie américaine au troisième trimestre a surpassé nos attentes. Nous avons donc à nouveau révisé à la hausse nos prévisions de PIB pour 2020. Toutefois, les signes de ralentissement progressif de plusieurs indicateurs économiques et comportementaux, influencés par la récente recrudescence des cas de Covid-19, nous incitent à la prudence quant à la vitesse à laquelle l'économie abordera 2021. Après un léger tassement au second semestre 2020, l'inflation globale devrait augmenter et dépasser momentanément son niveau cible en milieu d'année, en raison de l'inversion des effets de base du prix du pétrole, avant de revenir à la cible. À mesure que le 3 novembre approche, les responsables politiques se concentrent davantage sur le risque de dilution plus important que prévu de la politique budgétaire pour 2020 et sur le manque de visibilité sur l'accord de phase 4 en particulier.
- Zone euro :** après l'important rebond enregistré au début du troisième trimestre, nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions pour 2020. Toutefois, la courbe de la reprise des économies de la zone euro s'est considérablement aplatie en raison de la deuxième vague de Covid-19, ce qui accentue les craintes de ralentissement de l'activité économique au quatrième trimestre. Nous tablons sur une reprise progressive de la demande intérieure et extérieure, soutenue par une politique monétaire ultra accommodante et des politiques budgétaires contracycliques. L'inflation restera modérée à court terme, avec des risques baissiers à court terme, avant d'augmenter progressivement en 2021, tout en restant largement inférieure à l'objectif. La prolongation temporaire des dispositifs de chômage partiel permet de limiter les tensions sur le marché du travail, mais le taux de chômage devrait néanmoins poursuivre sa hausse en début 2021.
- Japon :** les données les plus récentes ont confirmé la lenteur que nous anticipions de la reprise économique. La deuxième vague épidémique a jeté un froid sur la consommation et le climat des affaires. La mobilité et le tourisme intérieur ont cependant été moins perturbés qu'en avril, grâce au programme *Go To Travel* du gouvernement et au caractère moins strict des mesures de restriction. La demande extérieure a commencé à se redresser, mais la reprise des exportations japonaises reste plus faible que celle des autres pays d'Asie de l'est. De manière générale, nous tablons sur un rebond des investissements plus lent que celui des exportations et de la consommation avec un PIB inférieur à son niveau pré-Covid jusqu'en 2022.
- Royaume-Uni :** l'économie a progressé à un rythme soutenu durant l'été, grâce au rebond technique qui a fait suite au trou d'air du second trimestre. La résurgence du Covid-19 et les nouvelles restrictions déployées dans le pays ont provoqué un ralentissement significatif de l'activité économique depuis septembre, faisant craindre une décélération rapide au quatrième trimestre. Le marché du travail reste sous tension, malgré les nouveaux programmes d'aide à l'emploi mis en place pour remplacer les précédents dispositifs de chômage partiel. Une nouvelle série de mesures de soutien budgétaire apparaît plus probable, ainsi qu'un certain assouplissement sur le front monétaire plus tard dans l'année, car l'enlisement des négociations sur le Brexit constitue une menace baissière supplémentaire.

*Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. 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

	28-10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,08	0/0,25	0,07
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,60
Japon	-0,05	-0,1	-0,06	-0,1	-0,09
RU	0,10	0,00	0,04	0,00	-0,04

Source : Recherche Amundi

## Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	4 novembre
BCE Conseil des gouverneurs	10 décembre
Banque du Japon MPM	18 décembre
Banque d'Angleterre MPC	5 novembre

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed a dévoilé ses nouvelles orientations prospectives associées aux récentes modifications de ses objectifs à long terme et de sa stratégie de politique monétaire. Le taux actuel sera maintenu « jusqu'à ce que le marché du travail ait atteint un niveau compatible avec ce que le Comité estime être le plein emploi et que l'inflation soit passée à 2 % et qu'elle soit en mesure de dépasser légèrement ce seuil durant un certain temps. » Selon les nouvelles projections économiques, les taux devraient rester à zéro jusqu'en fin 2023 au moins. Son programme d'achat d'actifs n'a pas été modifié et la Fed ne semble pas juger urgent de passer à un dispositif de QE plus traditionnel favorisant l'achat d'échéances plus longues. Le QE se maintiendra au rythme actuel « durant les prochains mois ».
- BCE :** en septembre, le rythme des achats de la BCE n'est pas revenu à ses niveaux de juillet, car les facteurs techniques et l'environnement du marché étaient favorables aux obligations d'État libellées en euros. La banque centrale devrait probablement augmenter le volume de ses achats, actuellement limités, d'obligations d'entités supranationales, compte tenu des prochaines émissions de l'UE. Il existe un large consensus selon lequel la BCE devrait augmenter la taille et allonger l'horizon de son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'au second semestre de l'année prochaine. Plusieurs facteurs plaident pour une évolution dans ce sens d'ici la fin de l'année, parmi lesquels les risques baissiers sur les perspectives macroéconomiques, le risque de hausse des besoins de financement souverain pour l'année prochaine liés à l'évolution récente de la pandémie et enfin la faiblesse des anticipations d'inflation.
- BoJ :** nous nous attendons à ce que la banque centrale maintienne sa politique accommodante jusqu'en 2021 avec notamment des achats d'actifs, un contrôle de la courbe des taux et un programme de financement spécial pour les PME. En parallèle, le gouvernement de Yoshihide Suga a évoqué la possibilité d'un troisième budget supplémentaire pour l'exercice 2020 (prévu pour le début de l'année prochaine) ainsi qu'un positionnement budgétaire expansionniste pour l'exercice 2021. Cela réduit la probabilité de nouvelles mesures de relance de la part de la BoJ malgré la faiblesse de la reprise économique. Toutefois, dans un scénario de nouvelle flambée épidémique mortelle, nous pensons qu'une combinaison d'orientations prospectives renforcées avec un programme de financement spécial revu à la hausse est probable.
- BoE :** comme largement anticipé, la Banque d'Angleterre a maintenu son dispositif inchangé. La BoE a également pris acte des risques que l'évolution récente de la pandémie et l'issue du Brexit font peser sur la croissance économique. Les marchés s'attendent toujours à une prolongation du QE avant la fin de l'année, lorsque le programme actuel prendra fin. Dans l'immédiat, la combinaison d'un dispositif de QE avec des orientations prospectives restera probablement l'outil privilégié par rapport aux autres outils disponibles, malgré la récente décision d'évaluer l'option des taux négatifs.

## PAYS ÉMERGENTS

## Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 27/10/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
		Fourchette				
<b>Monde</b>	3,0	-4,5/-3,8	5,1/5,8	3,1	2,6	2,7
<b>Pays émergents</b>	3,9	-3,3/-2,5	5,5/6,3	4,3	3,9	3,6
<b>Brésil</b>	1,1	-4,9/-4,4	3,4/4,4	3,7	3,0	3,4
<b>Mexique</b>	-0,3	-8,8/-8,3	3,8/4,8	3,6	3,5	3,3
<b>Russie</b>	1,3	-4,0/-3,7	2,5/4,0	4,5	3,2	3,75
<b>Inde</b>	4,9	-9,3/-8,3	7,0/8,2	3,7	6,6	6,1
<b>Indonésie</b>	5,0	-3,4/-2,8	2,8/3,6	2,8	2,1	2,9
<b>Chine</b>	6,2	-1,5/-2,1	7,9/8,5	2,9	2,6	1,8
<b>Afrique de Sud</b>	0,2	-9,1/-8,1	1,9/2,9	4,1	3,1	3,8
<b>Turquie</b>	0,8	-5,2/-4,2	4,0/5,0	15,5	11,5	11,0

Source : Recherche Amundi

- Chine** : après un rebond initial en forme de V, la reprise économique a ralenti séquentiellement au troisième trimestre et repose de plus en plus sur le secteur privé. La consommation a davantage contribué au renforcement de la croissance que les investissements, suite à la poursuite de la normalisation de l'activité dans le secteur des services. Les dispositifs de relance du gouvernement ont commencé à se réduire, les investissements en infrastructures ralentissant pour le troisième mois consécutif en septembre tandis que la politique adoptait un ton plus neutre ce qui devrait permettre à l'économie chinoise de se redresser à un rythme plus lent mais plus soutenu.
- Brésil** : parti de loin, le pays mène désormais la course régionale avec une croissance qui continue à se renforcer grâce à la normalisation des déplacements et à des mesures politiques énergiques — pour autant, le PIB se contractera tout de même d'environ 4,5 % en 2020. L'économie devra désormais absorber les 8 % du PIB que représentent les mesures de relance budgétaire si le pays souhaite respecter pleinement son plafond de dépenses. Nous pensons qu'une solution plus efficace consisterait à trouver un compromis entre un contournement temporaire de ce plafond et une réforme budgétaire plus durable, ce qui devrait satisfaire tant les marchés que la banque centrale brésilienne. Ceci permettrait en outre au gouvernement de se concentrer sur son programme de réformes.
- Turquie** : la banque centrale turque a de nouveau surpris les marchés en n'augmentant que le taux d'intérêt de la fenêtre de liquidité tardive. Selon le communiqué de presse, cette décision repose sur trois évolutions positives : la normalisation des prêts commerciaux et à la consommation, l'amélioration de la balance courante et un resserrement préalable suffisamment important pour ancrer les attentes en matière d'inflation. La banque centrale continuera probablement à resserrer les conditions monétaires par le biais uniquement de mesures de liquidité, en se concentrant sur l'augmentation du coût moyen de financement qui est actuellement de 12,5 % et pourrait en théorie atteindre 14,75 % d'ici la fin de l'année.
- Afrique du Sud** : après une forte contraction du PIB réel au deuxième trimestre (-17 % en variation annuelle), les indicateurs avancés ont rebondi au troisième trimestre. La plupart des secteurs restent néanmoins en dessous de leurs niveaux d'avant-crise et les incertitudes relatives à la pandémie sont élevées. Les risques sont orientés à la baisse. De plus, malgré une inflation qui devrait rester modérée, la banque centrale d'Afrique du Sud est en difficulté en raison de la dégradation de la situation budgétaire. En effet, le déficit budgétaire devrait se creuser de plus de 15 % du PIB cette année et la viabilité de la dette est menacée. Toutefois, en cas de dégradation de la situation économique, une nouvelle baisse des taux directeurs ne peut être exclue.

*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. 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

	26-10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
<b>Chine</b>	3,85	3,85	3,8	3,85	3,8
<b>Inde</b>	4	4	3,7	4	3,7
<b>Brésil</b>	2	2	2	2	2,4
<b>Russie</b>	4,25	4,00	4,15	4,25	4,35

Source : Recherche Amundi

## Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 novembre</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>4 décembre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>4 novembre</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>2 novembre</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** conformément à nos attentes, le taux bancaire de base (Loan Prime Rate – LPR) est resté inchangé pour un sixième mois consécutif en octobre. Le 21 octobre, le gouverneur Yi a déclaré qu'il s'attendait à ce que le ratio d'endettement macroéconomique de la Chine se stabilise en 2021, après que celui-ci, pour limiter les dégâts provoqués par la pandémie, ait augmenté de 21 points de pourcentage à 266 % par rapport à fin 2019 à la fin du premier semestre 2020. La volonté récente des décideurs politiques de trouver un équilibre entre croissance et prévention des risques témoigne d'un changement de cap par rapport au cadre réglementaire accommodant qui prévalait jusqu'ici. Compte tenu de cet ajustement politique, nous nous attendons à ce que la croissance du financement social total – indicateur de la croissance du crédit – se stabilise et atteigne son pic.
- RBI (Inde) :** lors de la dernière réunion, la RBI a, comme prévu, maintenu ses taux directeurs inchangés. La nomination de trois nouveaux membres (censés augmenter le biais accommodant de la RBI) n'a pas entraîné de modification des taux directeurs, alors qu'un virage important était attendu par le gouverneur sous la forme d'un éventuel élargissement du programme de QE. Si la RBI devait adopter des mesures de politique monétaire moins orthodoxes, une stratégie budgétaire plus solide devrait être mise en place en coordination avec le ministère des Finances. Le ton accommodant est maintenu, mais l'inflation n'offre qu'une faible marge d'assouplissement à court terme (0/-25 points de base).
- BCB (Brésil) :** le cycle de baisses s'est terminé en septembre, la BCB ayant maintenu son taux inchangé à 2 % et ayant supprimé toute référence dans son rapport trimestriel sur l'inflation à de nouvelles baisses (la marge étant limitée, si tant est qu'il y en ait). L'accent s'est désormais déplacé vers les orientations prospectives. Les taux devraient rester inchangés jusqu'à ce que l'inflation soit suffisamment proche de l'objectif. Les orientations prospectives sont toutefois également fonction du respect du plafond des dépenses et seront révisées en cas de dépassement de celui-ci – la banque centrale ne tolérera aucun risque inflationniste découlant de marchés qui remettent en cause la crédibilité budgétaire du pays. Nous pensons qu'un enfoncement temporaire du plafond des dépenses en faveur d'une réforme budgétaire devrait satisfaire les marchés et la banque centrale tout en apportant à la croissance le soutien dont elle a besoin.
- CBR (Russie) :** comme cela avait déjà été le cas lors de la réunion du 18 septembre, la banque centrale de Russie a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 % lors de sa réunion du 23 octobre. La CBR a évoqué plusieurs facteurs avec des répercussions variées sur l'inflation, notamment une augmentation des attentes en matière d'inflation, un ralentissement de la reprise économique, une volatilité accrue des marchés et son potentiel impact négatif sur le rouble. Tout bien considéré, la CBR s'attend à ce que l'inflation se rapproche sensiblement de l'objectif de 4 % d'ici la fin de l'année. Cependant, la banque centrale estime qu'en raison des risques désinflationnistes une baisse des taux à moyen terme est encore possible.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

## Prévisions macroéconomiques

(27 octobre 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
		Fourchette				
États-Unis	2,3	-4,6/-4,0	4,3/4,9	1,8	1,2	2,1
Japon	1,2	-5,1/-4,5	2,9/3,5	0,7	0,0	0,2
Zone euro	1,2	-8,1/-7,5	5,0/5,6	1,2	0,3	1,0
Allemagne	0,6	-6,3/-5,7	3,1/3,7	1,5	0,6	1,3
France	1,2	-10,0/-9,4	6,3/6,9	1,3	0,6	1,1
Italie	0,3	-10,0/-9,4	4,7/5,3	0,7	-0,2	0,6
Espagne	2,0	-12,4/-11,7	5,9/6,5	0,7	-0,3	0,8
Royaume-Uni	1,4	-11,5/-10,5	7,0/9,0	1,8	0,8	1,5
Brésil	1,1	-4,9/-4,4	3,4/4,4	3,7	3,0	3,4
Mexique	-0,3	-8,8/-8,3	3,8/4,8	3,6	3,5	3,3
Russie	1,3	-4,0/-3,7	2,5/4,0	4,5	3,2	3,75
Inde	4,9	-9,3/-8,3	7,0/8,2	3,7	6,6	6,1
Indonésie	5,0	-3,4/-2,8	2,8/3,6	2,8	2,1	2,9
Chine	6,2	1,5/2,1	7,9/8,5	2,9	2,6	1,8
Afrique du Sud	0,2	-9,1/-8,1	1,9/2,9	4,1	3,1	3,8
Turquie	0,8	-5,2/-4,2	4,0/5,0	15,5	11,5	11,0
Pays développés	1,7	-6,2/-5,7	4,5/5,1	1,5	0,7	1,4
Pays émergents	3,9	-3,3/-2,5	5,5/6,3	4,3	3,9	3,6
Monde	3,0	-4,5/-3,8	5,1/5,8	3,1	2,6	2,7

## Prévisions de taux directeurs

## Pays développés

	28/10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,08	0/0,25	0,07
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,60
Japon	-0,05	-0,1	-0,06	-0,1	-0,09
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,04	0,00	-0,04

## Pays émergents

	26/10 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
Chine	3,85	3,85	3,8	3,85	3,8
Inde	4	4	3,7	4	3,7
Brésil	2	2	2	2	2,4
Russie	4,25	4,00	4,15	4,25	4,35

## Prévisions de taux longs

## Taux 2 ans

	28/10 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,15	0,10/0,3	0,18	0,1/0,3	0,21
Allemagne	-0,787	-0,70/-0,50	-0,84	-0,70/-0,50	-0,89
Japon	-0,12	-0,20/-0,10	-0,13	-0,20/-0,10	-0,12
Royaume-Uni	-0,052	0/0,25	-0,11	0/0,25	-0,13

## Taux 10 ans

	28/10 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,77	0,7/0,9	0,87	0,9/1,1	0,96
Allemagne	-0,62	-0,60/-0,40	-0,58	-0,50/-0,30	-0,55
Japon	0,03	-0,10/0,10	0,07	0/0,2	0,11
Royaume-Uni	0,22	0,20/0,4	0,30	0,3/0,5	0,36

## Prévisions de change

	23/10/2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
EUR/USD	1,186	1,195	1,20	1,21	1,22
USD/JPY	105	104	105	106	105
EUR/GBP	0,91	0,91	0,90	0,90	0,90
EUR/CHF	1,07	1,09	1,09	1,12	1,11
EUR/NOK	10,96	10,44	10,40	10,30	10,20
EUR/SEK	10,38	10,25	10,30	9,99	10,23
USD/CAD	1,31	1,30	1,30	1,28	1,29
AUD/USD	0,71	0,74	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,67	0,67	0,68	0,68	0,70
USD/CNY	6,69	6,55	6,75	6,40	6,75

Source: Recherche Amundi

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

## THE DAY AFTER

**The day after #12****Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

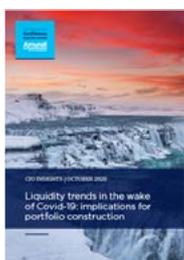
**The day after #11****Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**The day after #10****Repenser la recherche macro et cross -asset : les leçons de la crise du Covid-19 (20-07-2020)**

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

## INSIGHTS PAPERS

**Liquidity trends in the wake of Covid-19: implications for portfolio construction (28-10-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor - GUIGNARD Matthieu, Global Head of Product Development & Capital Markets - ETF, Indexing & Smart Beta - MINIERI Gianluca, CEO of Amundi Intermediation UK and Ireland

**Emerging markets charts & views - market opportunities looking into 2021 (13-10-2020)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

**Building ESG momentum in US equities (13-10-2020)**

STERLING Craig, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

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

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

*With the contribution of BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Mutli-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists*

## INVESTMENT TALKS

**Election countdown: A Trump opening after the final Presidential debate? (27-10-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Time to reconsider US growth and value? (21-10-2020)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

**A civil vice presidential debate has little impact on the race (09-10-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**President Trump's positive Covid-19 test shakes up election, markets (05-10-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Advantage Biden after the first Presidential Debate (01-10-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

## WORKING PAPERS

**Retirement savings: the tax issue (15-09-2020)**

MAILLARD Didier, Professor - Conservatoire National des Arts et Métiers, Senior Advisor, Amundi

**Climate change investment framework (09-09-2020)**

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

**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

## 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 Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset Allocation

### AVERTISSEMENT

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Sensay

#### 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**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DELBO' Debora**, Stratégiste Senior Marchés Émergents

**DROZDZIK Patryk**, Marchés émergents, Économiste

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Taux

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

**LEONARDI Michele**, Analyste Cross Asset

**MIJOT Eric**, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

**LETORT Valérie**, Stratégiste Taux

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

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

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sasi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit