



12
Décembre
2020

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Cadeaux de Noël anticipés pour soutenir
le rallye de fin d'année

LE THÈME DU MOIS

La Big Tech à la croisée des chemins...

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#11 - novembre 2020

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Cadeaux de Noël anticipés pour soutenir le rallye de fin d'année

p. 3

La victoire de Joe Biden aux élections américaines et les progrès réalisés sur le front des vaccins ont suscité l'optimisme des marchés. Il convient toutefois de noter que si le vaccin « presque disponible » devrait améliorer la dynamique de la croissance mondiale, son impact ne sera ni très important ni très rapide. Une conséquence positive de la victoire de Joe Biden est qu'elle pourrait donner une nouvelle impulsion aux thématiques ESG du climat et des inégalités sociales. En revanche, nous ne sommes pas convaincus que le ton des États-Unis à l'égard de la Chine s'assouplisse. Pour conclure, la reprise qui s'annonce devrait favoriser les actifs risqués, mais il convient de veiller à maintenir les couvertures et les liquidités, car la trajectoire vers une croissance plus forte ne sera pas linéaire.

La reprise économique dépend du déploiement du vaccin

p. 5

Les fabricants de médicaments sont prêts de fournir une solution de vaccin efficace, mais il sera essentiel d'assurer une distribution et une vaccination à grande échelle.

Gestion diversifiée

Ajoutez de la cyclicité dans les portefeuilles

p. 7

L'amélioration des anticipations de croissance pour l'année prochaine indique un meilleur environnement pour les actifs risqués, mais les investisseurs ne devraient pas sous-estimer l'importance de la diversification et d'une forte couverture.

Marchés obligataires

Des banques centrales accommodantes, mais attention au désancrage des taux

p. 9

Nous pensons qu'il faut rester sélectif sur le crédit car une grande partie du marché est tirée par l'abondance de liquidités et non par les fondamentaux. Les investisseurs devraient rester sélectifs et éviter les segments à faible notation et à effet de levier.

Actions

Que regarder pour une rotation vers la « Value »?

p. 11

Nous pourrions assister à une rotation tactique en faveur des actions « Value » mais la tendance à long terme dépendrait de la vitesse de normalisation, de la disponibilité des vaccins et de l'orientation des taux d'intérêt.

Thématique Global views

Le vaccin est un événement binaire pour les marchés, mais pas pour l'économie

p. 13

Depuis l'annonce de la découverte de vaccins très efficaces, d'abord par Pfizer-Bio&Tech, puis par Moderna et AstraZeneca, l'horizon se dégage. Les investisseurs se mettent à rêver d'un monde immunisé contre le Covid-19. Mais *une hirondelle ne fait pas le printemps* : les inconnues sont encore nombreuses (cf. p. 4). Et dans tous les cas de figure, la crise du Covid-19 laissera des traces durables dans l'économie.

Le thème du mois

La Big Tech à la croisée des chemins...

p. 15

La performance boursière de la Big Tech est devenue plus hésitante. Simple rotation conjoncturelle ou phénomène plus durable? Avec une sortie de crise qui se rapproche, les secteurs délaissés lors de la pandémie pourraient effectivement bénéficier d'un rattrapage. Mais entre sa nature disruptive qui cannibalise les entreprises traditionnelles et des taux d'intérêt qui, au-delà d'une légère remontée, devraient demeurer durablement bas, la Big Tech conserve de gros atouts. D'autant que sa valorisation est moins exceptionnelle qu'il n'y paraît, à condition toutefois que sa dynamique de profits demeure soutenable.

Thématiques

Les publications de sociétés au 3^e trimestre ont surpris positivement

p. 20

La visibilité sur le quatrième trimestre s'est dégradée suite au rebond de la pandémie qui fragilise la reprise. Les BPA devraient toutefois repartir de l'avant en 2021 du fait des effets de base, de la montée en puissance des dispositifs de relance et d'un assouplissement des mesures de restriction au fur et à mesure des progrès dans la lutte contre la pandémie.

Comment envisageons-nous les marchés du crédit à l'approche de 2021 ?

p. 22

L'amélioration des fondamentaux conjuguée à des politiques monétaires très accommodantes conduira, selon nous, à une progression des *spreads* vers des niveaux de contraction records. Nous percevons également une marge de compression des *spreads* du high yield. Les coûts de financement durablement bas rendent les niveaux d'endettement élevés plus facilement gérables. Les investisseurs devront donc désormais se concentrer sur la capacité des entreprises à dégager des bénéfices plutôt que sur leur niveau d'endettement.

La crise du Covid va-t-elle accélérer la démondialisation? Pas si simple concernant le commerce

p. 27

La crise du Covid est souvent perçue comme un accélérateur durable de démondialisation, entre autres raisons parce qu'elle aurait accru l'appétit pour les politiques de relocalisation et d'autonomie industrielles. Le plus probable est cependant que le commerce international va évoluer suivant un scénario plus complexe. En effet, la mondialisation des services pourrait encore s'accroître, tandis que la réindustrialisation des économies avancées se heurtera probablement à d'importants obstacles pratiques, mais aussi politiques.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 30
> Avertissement concernant nos prévisions	p. 31
> Principaux risques	p. 32
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 34
> Points clés de la Recherche	p. 35

Contexte macroéconomique

> Allocation d'actifs Amundi	p. 37
> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 39
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 41
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 43
> Publications récentes	p. 44

CIO VIEWS

Cadeaux de Noël anticipés pour soutenir le rallye de fin d'année



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Alors que nous approchons de la fin de l'année, les marchés peuvent compter sur deux nouvelles à même de susciter un certain optimisme. La première vient des États-Unis, où la victoire de **Biden, sans véritable vague bleue, est considérée par les marchés comme le meilleur résultat possible**. Un sénat républicain, voire un sénat composé à 50-50 de démocrates et de républicains, rendrait très difficile l'adoption par le nouveau président de toute mesure extrême en termes de fiscalité, de législation plus drastique ou de hausses d'impôts. **L'autre bonne nouvelle est venue de Pfizer/BioNTech et de Moderna, concernant la grande efficacité de leurs vaccins, tandis que d'autres essais s'accélèrent également.**

Toutefois, **ces deux nouvelles apportent également leur lot d'ombres**. Les marchés sous-estiment le fait que Biden devra faire des concessions à la section la plus radicale de son parti. En ce qui concerne les vaccins, nous avons besoin de la confirmation de la communauté scientifique de leur efficacité. En outre, le développement de vaccins pour une grande partie de la population est difficile. **Le scénario le plus probable est celui du stop-and-go, porté par l'évolution du virus, avant une réaccélération de l'économie.** Néanmoins, les marchés ont une capacité importante à voir la vie en rose. La plupart des actifs risqués sont revenus en territoire positif depuis le début de l'année malgré un effondrement en mars, ce qui est globalement, un très bon résultat si l'on considère cette année exceptionnelle. Le récit des marchés est qu'une victoire Biden et un vaccin « presque disponible » pourraient conduire la dynamique de croissance mondiale à s'améliorer, à un rythme cependant limité, car la deuxième vague est toujours en cours, surtout en Europe. Cela implique que l'hypothèse de taux bas reste valable, mais dans le même temps, la croissance devrait rebondir dans un avenir proche. Le soutien des banques centrales (BC) se poursuit donc et prend à nouveau les devants, maintenant qu'un accord budgétaire significatif n'est plus d'actualité aux États-Unis. Par ailleurs la coordination de la politique budgétaire et de la politique monétaire devrait se poursuivre. La deuxième vague incite les gouvernements à augmenter leurs budgets et poussera encore plus l'UE à accélérer la mise en place du Fonds de relance.

La victoire de Biden a diminué (mais pas éliminé !) le risque politique ce qui est positif pour les marchés. En matière de politique étrangère, on peut s'attendre à une tendance vers une approche multilatérale, ce qui est bénéfique pour l'Europe. Le risque de droits de douane sur le secteur automobile a nettement diminué. Toutefois, nous doutons d'un apaisement des relations avec la Chine. Les démocrates considèrent également la Chine comme un défi, mais le ton sera moins dur qu'avec Trump. La concurrence avec la Chine perdurera surtout sur le front technologique, mais il est probable que Biden adopte une approche plus stratégique. Avec l'Iran, il est probable qu'il aura recours à la diplomatie afin de poursuivre un nouvel accord sur le nucléaire et apaiser les tensions. **Nous devrions assister avec Biden, à une ré-accélération de la thématique ESG,** en particulier sur le climat et l'équité sociale. Le débat de ces derniers jours-est de savoir si la Fed devrait faire un pas plus explicite vers la lutte contre les inégalités, comme troisième volet de son mandat, ce qui constituerait un grand changement. Nous pourrions nous attendre à de nouvelles améliorations de la part des entreprises américaines en termes d'adoption ESG. **Pour les investisseurs, cela signifie que les thèmes de long terme d'une croissance asiatique propulsée par la Chine, et des États-Unis mettant l'accent sur l'innovation et l'ESG, seraient renforcés.**

D'un point de vue cyclique, la phase de reprise s'amorcera à partir de 2021, tout en restant dans un régime de taux bas et de liquidités abondantes. Selon nous, cela soutiendra les actifs risqués et les actions, en particulier grâce à une rotation des thèmes, à la recherche d'opportunités cycliques et d'une reprise dans les secteurs sous-évalués. Les marchés émergents devraient bénéficier d'un différentiel de

Sentiment de risque global



Exploiter de manière sélective la rotation des actions et du crédit en privilégiant la recherche crédit, les fondamentaux et la protection contre le risque de baisse

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Adopter une position positive sur les actions en ajoutant des régions/segments cycliques
- ▶ Accumuler les emprunts d'État américains et rester actif; augmenter les couvertures de portefeuille

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

croissance élevé par rapport aux marchés développés, en particulier au 1^{er} semestre 2021, où l'Europe et les États-Unis pourraient encore être affectés par la deuxième vague, tandis que le cycle du virus s'améliore dans l'hémisphère sud et que la Chine poursuit sa trajectoire de reprise. Ceci, ajouté à la faiblesse persistante du dollar, est de bon augure pour les obligations et les devises émergentes, au sein desquelles la sélectivité reste importante. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, elles bénéficient d'une liquidité abondante, mais leur attrait relatif par rapport aux actions diminue à mesure que nous nous dirigeons vers une phase de reprise. En outre, les défauts de paiement sur les titres à faible notation vont se poursuivre, et de nombreuses entreprises ne survivront pas. Ainsi, s'il n'est pas encore temps de revenir massivement sur le crédit, les investisseurs devraient cependant porter leur attention sur la recherche crédit pour trouver des entreprises de qualité, dotées de modèles économiques solides. Les emprunts d'État (bons du Trésor et emprunts « core » euro) restent peu attractifs et devraient être considérés principalement à des fins de liquidité/couverture. En conclusion, nous pensons qu'il est trop simpliste de céder à un optimisme débridé : les mois à venir devraient être difficiles. L'attention particulière portée à la couverture et à la liquidité devrait être maintenue, car le chemin vers une croissance plus forte ne sera pas linéaire. **Toutefois, nous pensons que la phase d'ajustement pourrait offrir quelques opportunités permettant de réorienter les portefeuilles en fonction de nouveaux thèmes.**

MACRO

La reprise économique dépend
du déploiement du vaccin

MONICA DEFEND,
*Responsable de la Recherche
Groupe*



LORENZO PORTELLI
*Responsable Investment
Intelligence*



DAVID BRECHT, CFA
Analyste obligataire

Les fabricants de médicaments sont près de fournir une solution de vaccin efficace, mais il sera essentiel d'assurer une distribution et une vaccination à grande échelle

Les fabricants de médicaments ont réalisé des progrès inédits cette année dans la mise au point de vaccins efficaces contre le Covid-19, avec un nombre sans précédent de recherches menées sur un large éventail de technologies. Ces évolutions pourraient enfin permettre aux systèmes de soins de santé de contrôler l'épidémie de Covid-19 d'ici mi-2021. L'innocuité a généralement été bonne chez les principaux candidats au vaccin, la fatigue et la fièvre étant les principaux effets secondaires. La FDA a fixé une norme d'efficacité du vaccin d'au moins 50 %. Les données du début de la phase 3 publiées ce mois-ci dépassent largement cette norme. Dans les semaines à venir, plusieurs vaccins prometteurs devraient être approuvés. D'autres laboratoires devraient publier des données d'essai en fin de phase début 2021, et la hausse actuelle des cas de Covid-19 en Amérique du Nord et en Europe devrait conduire de nombreux essais de vaccins à des conclusions plus rapides. **Deux vaccins devraient être approuvés pour une utilisation d'urgence dans les semaines à venir, l'un de Pfizer/BioNTech et l'autre de Moderna.** Tous deux à base d'ARN messenger montrent des données d'efficacité très solides. Deux autres vaccins d'AstraZeneca/Oxford et de Johnson & Johnson, utilisant des vecteurs viraux, sont attendus prochainement avec des données de phase 3 au 4e trimestre 2020 et une éventuelle approbation pour utilisation d'urgence début 2021. En outre, deux vaccins de Novavax et Sanofi/GlaxoSmithKline (à base de protéines) sont en préparation pour le premier trimestre 2021. Plusieurs vaccins russes et chinois ont déjà été approuvés pour une utilisation limitée sur la base d'essais incomplets, plus de données étant attendues dans les prochains mois. Il est juste de dire que les fabricants de médicaments sont très près d'apporter une solution efficace et évolutive. Mais **plusieurs étapes sont encore nécessaires pour confirmer les attentes (1) essais**

complets et divulgation de données supplémentaires: jusqu'à présent, une grande partie des données publiées sont incomplètes. De plus, il importe de voir des réponses immunitaires entre différents sous-groupes (personnes âgées, jeunes, immunodéprimés, comorbidités, groupes ethniques spécifiques). (2) processus d'examen auprès des autorités gouvernementales compétentes: les examens se feront en procédure accélérée et les approbations effectuées dans le cadre d'une autorisation d'utilisation d'urgence. Dans de nombreux cas, il y a eu des communications de données en continu pour accélérer le processus d'approbation. Une réunion du comité consultatif de la FDA¹ (Adcom) est prévue début décembre pour examiner les données relatives aux vaccins et formuler des recommandations. (3) mise en place d'une logistique de grande distribution/inoculations: certains vaccins nécessitent des températures très basses pour leur stockage comme Pfizer/BioNTech (-70 °C), et les entreprises s'emploient à créer des capacités de congélation et des refroidisseurs spéciaux pour le transport remplis de neige carbonique. En outre, la plupart des vaccins Covid-19 dans la dernière phase de développement sont des schémas à deux doses. Cela signifie que les gens devront se faire administrer une seconde dose plusieurs semaines après la première. **Désormais qu'est-ce qui pourrait mal tourner? (1) Des questions de sécurité potentielles:** les principaux candidats-vaccins chefs de file (les vaccins à ANRm et les vaccins à base de vecteurs viraux) sont de nouvelles technologies pharmaceutiques qui n'ont pratiquement pas fait leurs preuves. En temps normal, un processus rapide d'examen et d'approbation des vaccins est de 4-5 ans, de sorte que la rapidité des programmes actuels de vaccins Covid-19 est sans précédent. Jusqu'à présent, les vaccins Covid-19 ont été testés sur des milliers de personnes avec des effets secondaires minimes,

¹ FDA - US Food and Drug Administration (Agence américaine des médicaments)

MACRO

mais nous aurons une meilleure idée de l'innocuité lorsque les vaccins auront été distribués à des millions de personnes. L'une des principales préoccupations serait l'amélioration dépendante des anticorps; le vaccin pourrait contribuer à l'augmentation de la gravité de l'infection virale. 2) **Assurer une vaccination à grande échelle**: les enquêtes indiquent que 50 à 80 % des adultes sont disposés à se faire vacciner. Cela pourrait suffire pour l'immunité collective, surtout si une partie de la population a déjà été infectée et s'est rétablie, et est désormais porteuse d'anticorps contre le virus. Nous pensons que les pays développés n'auront aucun problème à fournir des vaccins à leurs citoyens. La grande question concerne les pays en développement. L'incapacité à vacciner largement peut conduire à un Covid-19 endémique qui entraîne par la suite davantage de mutations dans de nouvelles souches. Les grands groupes pharmaceutiques américains et européens vont orienter certains vaccins vers les pays en développement, mais il pourrait y avoir un important déficit l'année prochaine, en partie compensé par les vaccins russes et chinois. Par conséquent, la « diplomatie des vaccins »

pourrait devenir un sujet important. **(3) Durabilité**: lors des premiers essais du vaccin contre la Covid, les niveaux d'anticorps ont diminué au fil du temps, et on ne sait pas dans quelle mesure les effets d'un vaccin seront durables. Le système immunitaire humain n'est pas entièrement compris, et au fil du temps, la réponse immunitaire adaptative d'une personne (cellules T) peut fournir un niveau de protection immunitaire en plus des anticorps. **(4) Mutations**: les scientifiques ont enregistré quelques mutations de coronavirus mais peu qui affecteraient l'efficacité des vaccins. Toutefois, le Danemark a récemment découvert des cas de mutations dans la protéine de pointe de coronavirus dans les élevages de visons. La protéine de pointe est la cible de la plupart des vaccins, de sorte qu'une mutation plus généralisée pourrait nuire à l'efficacité des vaccins actuellement en développement.

Pour conclure, un vaccin disponible à grande échelle est très proche. Même si certaines questions importantes restent en suspens, la disponibilité des vaccins sera un soulagement pour les gouvernements aux prises avec le confinement comme seule défense contre le virus.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Ajoutez de la cyclicité dans les portefeuilles en maintenant des stratégies de couverture



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

L'amélioration des anticipations de croissance pour l'année prochaine indique un meilleur environnement pour les actifs risqués, mais les investisseurs ne devraient pas sous-estimer l'importance de la diversification et d'une forte couverture

Les anticipations d'une décélération de l'activité économique au T4, suite à la résurgence du coronavirus, laissent penser que nous ne sommes pas encore au bout de nos peines. Toutefois, nous pensons que la croissance mondiale reprendra en 2021, soutenue par la disponibilité d'un vaccin et des mesures supplémentaires de relance budgétaire et monétaire (la BCE et la BoE les ont de facto confirmées). Tout en restant globalement vigilants, nous pensons que cela pointe vers une amélioration de l'environnement pour les actifs risqués au début de l'année prochaine. Les investisseurs doivent cependant maintenir une protection contre le risque baissier si le déploiement complet du vaccin est retardé ou si le *policy mix* déçoit.

Nos convictions

Nous avons revu à la hausse notre position globale sur les actions en passant à neutre aux États-Unis compte tenu de la stabilité de l'environnement politique, de l'amélioration des perspectives de bénéfices et de la moindre probabilité de hausses d'impôts et d'une réglementation excessive. Afin de jouer le changement de régime et la reprise cyclique, nous sommes désormais positifs sur le Japon et l'Australie (sentiment également soutenu par le récent accord commercial en Asie-Pacifique). Dans ces deux pays, le commerce est étroitement lié à la Chine, où la demande s'est redressée

plus rapidement et qui constitue une destination majeure pour les exportations japonaises et les matières premières australiennes. L'Australie bénéficiera également d'une politique monétaire de soutien et d'un caractère cyclique. Sur les marchés émergents, nous étions déjà optimistes à l'égard de l'Asie, et nous sommes maintenant constructifs sur l'ensemble de l'univers des émergents, mais nous privilégions toujours l'Asie dans un contexte d'amélioration des perspectives de la région et d'un meilleur contrôle du virus. En conséquence, les actions asiatiques devraient connaître une reprise plus prononcée et une croissance des bénéfices. **En termes de durée, nous sommes globalement proches de la neutralité, mais nous voyons désormais de la valeur dans les emprunts d'État américains à 10 ans car les rendements ont légèrement augmenté.** Il est important de rester actif et de suivre l'évolution future des taux. L'échec de la « vague bleue » à se matérialiser supprime le risque sur les emprunts d'État américains, compte tenu d'une faible possibilité de relance budgétaire massive et donc d'émissions importante du Trésor. Notre position positive sur l'inflation américaine reste également inchangée, dans un contexte de ciblage moyen de l'inflation par la Fed.

En Europe, nous restons investis sur les dettes périphériques compte tenu de facteurs techniques favorables et

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 sur la base des opinions exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +/-). Cette évaluation est susceptible de changer.

UST = US Treasury, EM/GEM = Emerging Markets, FX = Foreign exchange, FI = Fixed Income, IG = Investment Grade, HY = High Yield, BC = banques centrales, BTP = Italian government bonds, EMBI = Indice des obligations des marchés émergents.

GESTION
DIVERSIFIÉE

de l'effet positif du plan de soutien de l'U.E. post-crise, notamment pour l'Italie. Nous maintenons donc notre vue positive sur les BTP 5 ans. **La demande de portage, la recherche de rendement et le QE soutiennent les obligations d'entreprises**, car la dette à rendement négatif est de nouveau proche de ses plus hauts historiques. Nous privilégions l'IG EUR par rapport aux US compte tenu des valorisations attractives, des programmes d'achat de la BCE et d'un endettement des entreprises inférieur à celui observé aux États-Unis.

L'abondance de liquidité mondiale et l'espoir de relations moins conflictuelles entre les États-Unis et la Chine, devraient soutenir les actifs des marchés émergents. Nous restons optimistes à l'égard de la dette émergente en devise forte et pensons que les *spreads* des obligations HY pourraient potentiellement se resserrer dans les 3 prochains mois, mais les obligations IG semblent avoir atteint des valorisations élevées. La possibilité d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt locaux est limitée, même si elle est toujours présente. Le principal moteur de performance est l'exposition aux devises. Sur le marché des changes, nous pensons que le contexte s'améliore pour le CLP et le ZAR liés aux matières premières.

Dans l'ensemble, les valorisations attractives, conjuguées au faible positionnement des investisseurs et au développement de vaccins, confortent notre position d'exposition positive à un panier de devises GEM, où nous restons positifs sur le RUB, la MXP et l'IDR. Dans les pays développés, alors que nous pensons que le dollar US pourrait être sous pression à mesure que l'économie mondiale se redresse, nous sommes négatifs sur la livre sterling par rapport au dollar et à l'euro car le Royaume-Uni est confronté à des problèmes de croissance structurelle. Mais nous surveillons la situation car toute nouvelle positive sur le Brexit pourrait déclencher une appréciation à court terme de la livre sterling. Nous maintenons notre vue positive sur la NOK/EUR.

Risques et couverture

L'instabilité financière provoquée par de multiples vagues de pandémie et les tensions géopolitiques représentent un risque majeur. Cette situation, associée à la liquidité continue des BC, crée un contexte plus constructif pour l'or en tant que couverture. Les investisseurs devraient également maintenir d'autres couvertures sous la forme d'emprunts d'État américains, d'exposition au Yen et de produits dérivés afin de protéger l'exposition aux actions et au crédit.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous pensons qu'il faut rester sélectif sur le crédit car une grande partie du marché est tirée par l'abondance de liquidités et non par les fondamentaux. Les investisseurs devraient rester sélectifs et éviter les segments à faible notation et à effet de levier

Des banques centrales accommodantes, mais attention au désancrage des taux

Une issue équilibrée aux élections américaines et des nouvelles positives sur les vaccins ont déclenché un net rebond des actifs risqués. Nous pensons que cette dynamique positive devrait se poursuivre à court terme, notamment sur le crédit, compte tenu des anticipations de croissance (inégaes) et de soutien monétaire continu. Ce dernier pourrait devenir encore plus pertinent dans la mesure où la Fed devrait maintenir ses taux à des niveaux plus bas plus longtemps, sur fond de moindre soutien budgétaire. Toutefois, la disponibilité des vaccins pourrait favoriser la réouverture des économies, suggérant des pressions haussières sur l'inflation et les taux à moyen terme.

Obligations internationales et européennes

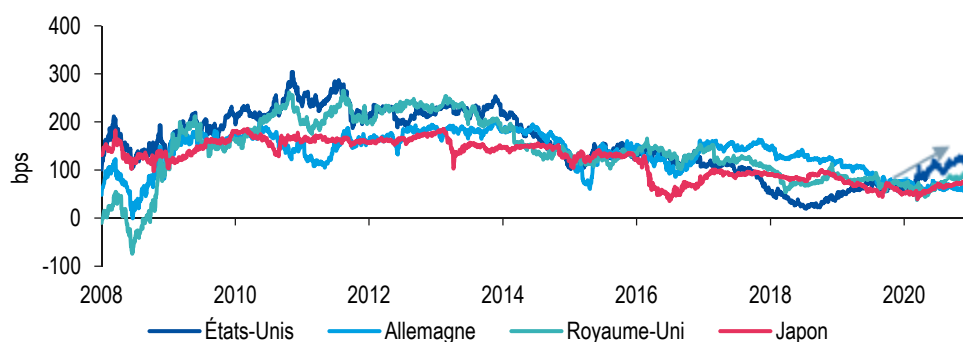
Nous avons marginalement revu à la baisse notre opinion sur la durée afin de devenir globalement légèrement prudents - positif sur les États-Unis (rendements relatifs élevés) et neutre sur le Japon. En Europe, nous sommes désormais plus optimistes à l'égard des pays périphériques, principalement via l'Italie, sur fond de soutien continu de la BCE, tout en maintenant notre opinion négative sur le « core » euro. Les perspectives d'aplatissement de la courbe américaine sont désormais plus faibles, compte tenu de l'actualité positive

des vaccins et d'un environnement de croissance légèrement favorable, tandis que la courbe allemande devrait rester plate, la BCE limitant toute pentification, compte tenu de la faiblesse de l'inflation. En revanche, nous maintenons notre opinion positive sur l'inflation américaine. **Sur le front du crédit, nous conservons une position active, avec une certaine diversification par le biais des marchés émergents.** Si le soutien des politiques monétaires est de bon augure pour une nouvelle compression des *spreads*, l'abondance de liquidités a soutenu l'ensemble du marché, avec peu de différenciations entre les entreprises capables de survivre et celles dont les fondamentaux sont faibles. Désormais, nous assisterons à une compression plus différenciée. Nous restons donc sélectifs et préférons les titres des secteurs non déstabilisés, en évitant ceux dont l'endettement est excessif et les perspectives de revenus incertaines. Nous restons positifs sur les valeurs financières et du secteur automobile, mais nous sommes prudents sur l'énergie. Notre préférence va à l'IG plutôt qu'au HY, et nous sommes prudents sur les dettes à faible notation;

Obligations américaines

Des mesures de relance budgétaire pourraient être mises en place, mais avec certaines limites. Du côté de la

Indications d'une pentification de la courbe des taux



Source: Amundi, Bloomberg au 19 novembre 2020. Le graphique montre l'écart de rendement entre les emprunts d'État à 5 ans et 30 ans

GFI = Global Fixed Income, GEMS/EM FX = Global emerging markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment grade, EUR = Euro, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset Backed securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, CRE = Commercial Real Estate, CEE = Central and Eastern Europe, JBG = Japanese Government Bonds, MoF = Ministère des Finances.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Fed, il serait intéressant de voir si Biden intègre les inégalités économiques dans son mandat. En revanche, la disponibilité des vaccins peut favoriser une pentification de la courbe mais elle ne serait pas immédiate, le déploiement du vaccin à grande échelle pouvant prendre du temps. Nous restons prudents à l'égard des bons du Trésor américain, mais pensons qu'ils constituent une bonne source de liquidité. Par conséquent, nous les préférons aux *agency* MBS pour lesquels nous pensons désormais que le risque de remboursement anticipé n'est pas intégré dans les cours. **S'agissant du crédit corporate**, nous restons optimistes, mais privilégions les aspects idiosyncratiques et restons sélectifs. Les *spreads* des obligations IG se sont resserrés à des niveaux proches de ceux de l'après Grande Crise Financière. Afin de maintenir la liquidité, les investisseurs devraient progressivement sortir du crédit IG et du crédit sécurisé « high grade » qui s'est redressé et qui présente un profil risque/rendement asymétrique. Sur le HY, il existe des zones susceptibles de se resserrer mais les investisseurs doivent éviter les segments onéreux. Élément

important, l'activité manufacturière continue de croître et les stocks sont faibles. Un marché immobilier solide nous permet de rester positifs sur les crédits titrisés, où les valorisations sont attractives et où le désendettement est en cours.

Obligations des marchés émergents

Nous sommes optimistes à l'égard de la dette émergente, en particulier du HY, car elle devrait bien se comporter compte tenu de la victoire de Biden et de la disponibilité de vaccins. Nous sommes également optimistes à l'égard des devises émergentes. Au niveau des pays, les changements inattendus du MoF turc et de la BC sont de bon augure, car nous anticipons une plus grande flexibilité sur les taux et une tentative de stabilisation de la lire.

Devises

Nous sommes défensifs sur l'USD/JPY, la victoire de Biden ayant un effet baissier sur le dollar. Nous restons positifs en NOK/EUR, ce dernier étant affecté par les perturbations économiques provoquées par la deuxième vague..

ACTIONS

Que regarder pour une rotation
vers la « Value » ?

KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous pourrions assister à une rotation tactique en faveur des actions « Value » mais la tendance à long terme dépendrait de la vitesse de normalisation, de la disponibilité des vaccins et de l'orientation des taux d'intérêt

Évaluation globale

L'activité économique à court terme est remise en cause par une deuxième vague d'infections due au virus. Mais nous reconnaissons que les marchés sont tournés vers l'avenir et que la résolution des principaux risques politiques aux États-Unis, l'anticipation de la disponibilité des vaccins et une combinaison de mesures de relance budgétaire et monétaire devraient soutenir la reprise. Dans cet environnement, nous sommes prudemment optimistes et pensons qu'il existe des opportunités dans des domaines qui bénéficieront de la normalisation de l'économie, même si la trajectoire n'est pas linéaire. Il est essentiel de mettre l'accent sur la solidité du bilan et sur les titres des secteurs non déstabilisés.

Actions européennes

Avec un positionnement globalement équilibré, nous conservons une vision « barbell ». D'une part, nous sommes optimistes à l'égard des matériaux (moins aujourd'hui) et avons revu à la hausse notre opinion à l'égard des valeurs industrielles à travers des titres qui profiteront d'une réouverture des économies et d'une rotation vers les segments cycliques. Deuxièmement, à mesure que l'activité économique et manufacturière se redresse en Europe, il est probable que l'investissement « Value » reprenne le pas. Cela ne doit pas être considéré comme un feu vert

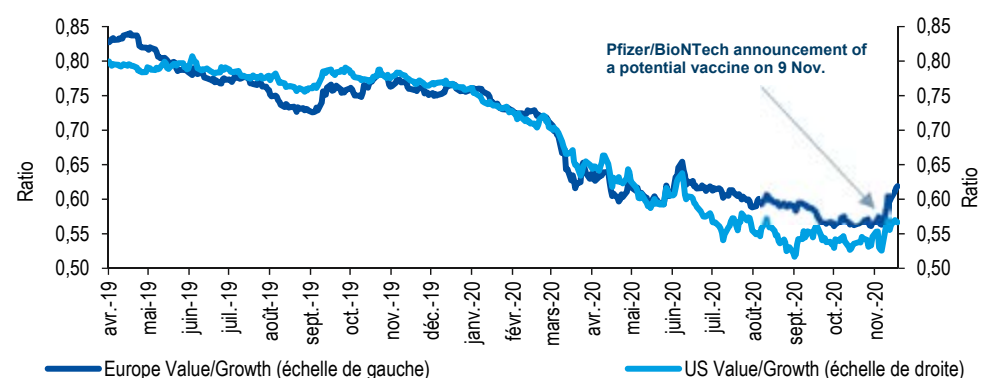
pour acheter de manière indiscriminée. Nous pensons au contraire qu'il y aura un rattrapage progressif et non linéaire, soulignant la nécessité de prêter attention aux entreprises résilientes et à l'analyse fondamentale.

En revanche, nous pensons que les secteurs défensifs, tels que la santé et les services de télécommunications, peuvent fournir le coussin nécessaire. Élément important, les investisseurs devraient rester vigilants afin de réévaluer les valeurs dont le potentiel de hausse semble limité dans le secteur de la santé. Toutefois, nous sommes moins défensifs sur la technologie et la consommation durable. **Dans l'ensemble, si la tendance positive se confirme à l'avenir, nous assisterons à d'importantes rotations de marché provoquées par des dispersions extrêmes des valorisations**

Actions américaines

Les mouvements du marché devraient dépendre des bénéfices des entreprises, qui ont été très solides, de la croissance économique au lieu des multiples de valorisation et des nouvelles concernant les vaccins. Il est intéressant de noter que l'activité manufacturière reste robuste et que dans le secteur des services la demande latente est significative. **Dans ce contexte, nous restons équilibrés et identifions trois thèmes.** Tout d'abord, le débouclage des valeurs « Momentum » par rapport au reste du marché entamé début

Une réouverture économique durable pourrait favoriser la « Value »



Source : Amundi, Bloomberg au 18 novembre 2020

ACTIONS

septembre s'est poursuivi avec une victoire de Biden et des nouvelles positives concernant les vaccins. Dans ce dernier cas, une approbation et une disponibilité rapides pourraient favoriser la réouverture économique et profiter aux valeurs de type « Value ». Nous sommes **positifs, en particulier sur les titres « Value » de haute qualité et sur les titres « Croissance » à des prix raisonnables**, qui affichent des tendances séculaires et des bilans solides. Deuxièmement, nous pensons qu'une rotation durable vers les cycliques devrait se confirmer. Dans ce contexte, nous préférons les valeurs industrielles et de consommation cyclique aux financières et à l'énergie, car les valeurs de qualité parmi les industrielles et les valeurs emblématiques de consommation sont plus faciles à trouver. Dans le secteur de la santé, le scénario le plus pessimiste du « payeur unique » semble peu probable, compte tenu de la probabilité d'un Congrès divisé.

À cet égard, nous pensons que les valorisations des titres de soins de santé et des pharmaceutiques par rapport à leurs modèles économiques nous semblent intéressantes, tout en étant très sélectifs. Toutefois, nous sommes prudents à l'égard de la croissance élevée, du *momentum* élevé et de certaines méga-caps en raison de valorisations coûteuses.

Actions des marchés émergents

La victoire de Biden élimine un certain excès d'offre sur les marchés émergents. Même si nous restons optimistes à l'égard de l'Asie, nous pensons désormais que la situation liée au Covid-19 en Amérique du Sud s'améliore. Au niveau sectoriel, nous sommes optimistes à l'égard des semi-conducteurs et pensons qu'il devrait y avoir un équilibre entre « Croissance » et « Value ». Dans l'ensemble, les investisseurs devraient se concentrer sur les valorisations et les rendements durables.

THÉMATIQUE

Le vaccin est un événement binaire pour les marchés, mais pas pour l'économie



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

Les investisseurs se mettent à rêver d'un monde immunisé contre le Covid-19. Mais une hirondelle ne fait pas le printemps

Depuis l'annonce de la découverte de vaccins très efficaces, d'abord par Pfizer-Bio&Tech, puis par Moderna et AstraZeneca, l'horizon se dégage. **Les investisseurs se mettent à rêver d'un monde immunisé contre le Covid-19. Mais une hirondelle ne fait pas le printemps**: les inconnues sont encore nombreuses (cf. p2). Et dans tous les cas de figure, la crise du Covid-19 laissera des traces durables dans l'économie.

L'horizon se dégage :

- **Une fois les personnes vulnérables ou à risque vaccinées**, la stratégie sanitaire changera de manière radicale en cas de nouvelle vague épidémique (abandon des politiques de confinement, moindres mesures de distanciation sociale); **ce qui marquerait la fin des politiques déstabilisatrices de « stop-and-go ».**

- La séquence observée en 2020 (rebond très marqué de la croissance au 3^e trimestre) illustre le fait que **certains secteurs mis à l'arrêt administrativement peuvent rebondir très vite une fois les contraintes levées**. Les pays qui ont eu recours à des dispositifs de confinement peuvent ainsi enregistrer un fort rebond de la croissance sur un ou deux trimestres (effet de base, demande latente).

- **Dans les économies avancées, la production a chuté mais les revenus ont été préservés grâce aux politiques de stabilisation budgétaire.** Les conditions monétaires et financières sont restées accommodantes. Dans ce contexte, les ménages pourraient rediriger leurs dépenses : l'argent non dépensé pour certains services (tourisme, restauration, loisirs, etc.) pourrait être consacré à l'achat d'autres biens et services lorsque la confiance sera rétablie.

- De leur côté, les entreprises qui étaient pérennes avant crise pourraient recommencer à investir; quant aux opérations de fusions et acquisitions, elles pourraient permettre aux secteurs fragilisés par la récession de se redresser.

Tous ces éléments pourraient se traduire assez rapidement par un renforcement de la demande mondiale,

d'autant qu'il n'y a pas eu de crise financière, que l'épargne est abondante et les besoins d'investissement élevés; cela constitue un environnement favorable à la croissance.

Cependant les vaccins ne permettront pas de revenir à la case départ :

- **Les vaccins arriveront trop tard pour enrayer la vague actuelle de Covid-19 aux États-Unis.** Les simulations des modèles épidémiologiques montrent qu'en l'absence de nouvelles mesures de distanciation sociale, le nombre de décès pourrait doubler d'ici fin février¹.

- **À court terme, les vaccins n'empêcheront donc pas une rechute (temporaire) de la croissance en territoire négatif** au 4^e trimestre en Europe (et peut-être même au 1^{er} trimestre aux États-Unis).

- **Les vaccins ne permettront pas aux secteurs sinistrés de se rétablir rapidement;** de nombreux services (tourisme, transport aérien, restauration, loisirs, culture, sports, etc.) ne rattraperont pas la production perdue. Qui plus est, dans ces secteurs, la croissance tendancielle ne retrouvera pas nécessairement son rythme d'avant-crise.

- **Les vaccins ne feront pas disparaître le virus** et l'épidémie est encore loin d'être maîtrisée (Europe, États-Unis). Certaines mesures de distanciation sociale pourraient donc être maintenues jusqu'à ce que la grande majorité de la population soit vaccinée. D'autant que de nombreux éléments d'incertitude subsistent (durée de l'immunité et contagiosité des personnes vaccinées).

Les vaccins seraient inopérants en cas de mutation du virus.

¹ Modeling COVID-19 scenarios for the United States" (Nature medicine, October 2020)

THÉMATIQUE

Les vaccins peuvent prendre du retard. Les campagnes de vaccination posent un défi logistique (production, stockage, livraison) dans les économies avancées et a fortiori dans les économies émergentes.

Enfin, les vaccins ne guériront pas des maux économiques: ils n'empêcheront pas les entreprises de faire défaut et ne permettront d'absorber ni les dettes accumulées, ni les inégalités créées! La dette mondiale publique et privée a atteint un nouveau pic historique et la maîtrise des ratios dette/PIB sera un nouveau défi à relever. De même, la pauvreté et les inégalités ont augmenté de façon spectaculaire avec la crise du Covid-19 et ne reviendront pas au point de départ sans politique d'accompagnement.

Un contexte mitigé pour les investisseurs

Si d'un côté les vaccins ont permis de dégager l'horizon à moyen et long terme, de l'autre les incertitudes à court terme persistent. En effet, les vaccins ne permettront pas de guérir des maux causés par l'épidémie et la situation économique actuelle risque de se dégrader, en particulier aux États-Unis. Nous pensons que **la volatilité implicite des actifs américains** reflète l'évolution positive du sentiment des investisseurs sur le moyen et le long terme, mais qu'elle

ne tient pas compte des risques à court terme. Les élections américaines ont constitué un point clé autour duquel de nombreuses stratégies de couverture se sont articulées, tant sur le marché des obligations que sur celui des actions. Leur résultat a été perçu comme la meilleure issue possible pour les marchés, entraînant un rebond des actifs risqués et le dénouement des positions de couverture. L'efficacité élevée des vaccins a donné un élan supplémentaire à l'optimisme des marchés et causé un effondrement de la volatilité implicite. L'indice VIX est tombé de 40 la semaine précédant l'élection à 21 aujourd'hui tandis que la volatilité implicite à 3 mois est inférieure de plus de 10 points. L'évolution de l'indice Move a été similaire.

Le coût de la volatilité implicite a diminué, ce qui est une caractéristique intéressante pour les investisseurs souhaitant miser sur une rotation vers les valeurs cycliques et décotées tout en recourant à des stratégies de couverture pour limiter leur exposition au marché. **Les améliorations et les incertitudes relatives au virus et à l'économie sont donc susceptibles de se traduire par un premier semestre 2021 agité, ce qui pourrait être compensé par une couverture active des portefeuilles.**

Achévé de rédiger le 26/11/2020

LE THÈME DU MOIS

La Big Tech à la croisée des chemins...



IBRA WANE,
Stratégiste Actions Senior

La performance boursière de la Big Tech est devenue plus hésitante. Simple rotation conjoncturelle ou phénomène plus durable? Avec une sortie de crise qui se rapproche, les secteurs délaissés lors de la pandémie pourraient effectivement bénéficier d'un rattrapage. Mais entre sa nature disruptive qui cannibalise les entreprises traditionnelles et des taux d'intérêt qui, au-delà d'une légère remontée, devraient demeurer durablement bas, la Big Tech conserve de gros atouts. D'autant que sa valorisation est moins exceptionnelle qu'il n'y paraît, à condition toutefois que sa dynamique de profits demeure soutenable...

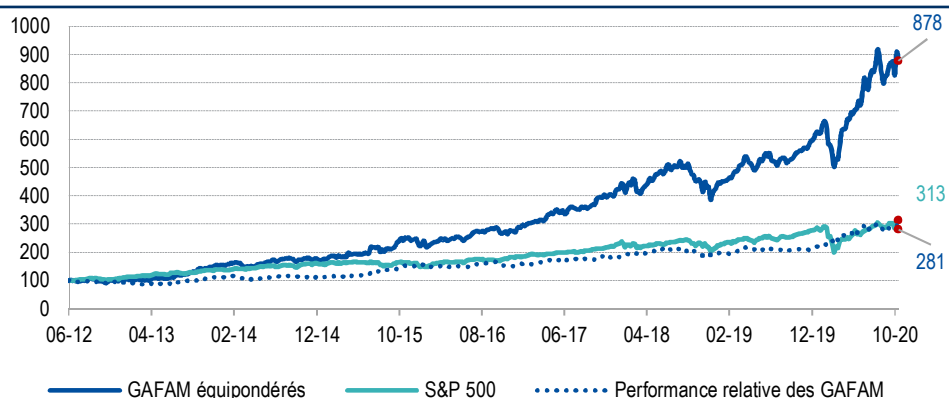
Depuis 2015, et plus particulièrement depuis le début de la pandémie, la Tech en général et la Big Tech en particulier ont **régné sans partage** sur les marchés boursiers. **Depuis quelques semaines cependant, son évolution est plus hésitante (cf. graphique 1)**. Avec la perspective de l'arrivée d'un vaccin et d'une sortie de crise qui se rapproche, les secteurs les plus pénalisés par la pandémie pourraient effectivement bénéficier d'un rattrapage. **Mais dans une optique à plus long terme**, entre sa nature disruptive qui cannibalise les entreprises traditionnelles et des taux d'intérêt qui, au-delà d'une légère remontée, devraient demeurer durablement bas, **la Big Tech conserve de gros atouts**.

Pour que le secteur continue de se distinguer, **deux conditions** devront toutefois se vérifier. Tout d'abord que la **Fed** ne durcisse pas trop rapidement sa politique monétaire. Et d'autre part que la **capacité bénéficiaire** du secteur ne soit pas significativement altérée. **S'agissant de la Fed**, à de multiples reprises, celle-ci a fait montre de sa volonté de patienter et, à moins que vaccins

et traitements annoncés ne changent radicalement les perspectives, **l'horizon du côté des taux d'intérêt** - et partant de l'attractivité des actions comme seule alternative (TINA) - et de la rotation sectorielle, **semble relativement balisé**. En revanche, du côté des **bénéfices**, et par la suite des valorisations, **de nombreuses questions continuent de se poser** que ce soit du fait de la fiscalité, de la régulation ou de l'obsolescence.

Avant de poursuivre, rappelons que la **Big Tech est** une nouvelle appellation des fameux **GAFAM** (Google, Amazon, Facebook, Apple et Microsoft). Mais **celle-ci va plus loin** que l'acronyme traditionnel car, au-delà de leur capitalisation géante, ce qui caractérise ces leaders du numérique est qu'ils sont parvenus à créer un **écosystème** tellement riche qu'il est devenu difficile de s'en passer. Et le digital qui était déjà largement présent dans la vie de tous les jours a franchi un nouveau cap depuis la pandémie et les restrictions de mouvement qui s'en sont ensuivies. Par ailleurs, alors que les deux termes sont souvent employés l'un pour l'autre, depuis fin 2018, **la Big Tech va de-là du**

1/ Performances comparées des GAFAM et du S&P 500 (Dividendes inclus, base 100 au 30 juin 2012)



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 13 novembre 2020

LE THÈME DU MOIS

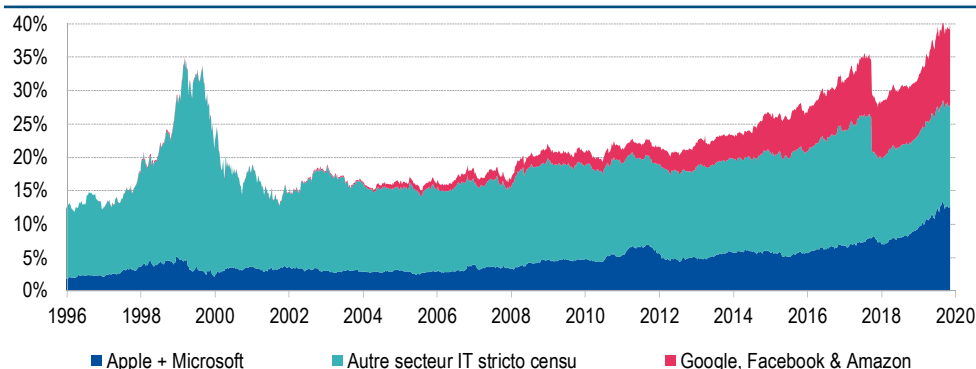
Le véritable problème de la Big Tech est moins celui de sa valorisation que de la pérennité de ses profits

simple secteur IT tel qu'appréhendé par la nouvelle **classification GICS**, ce qui peut être source de confusion. En effet, à ce jour seuls **Apple et Microsoft font encore partie du secteur IT** alors qu'**Amazon** relève pour sa part de la Consommation discrétionnaire (sous-secteur Internet & Marketing direct) et **Google et Facebook** des Services de Communication (sous-secteur Media interactifs & Services). **Ce distinguo permet de relativiser l'idée reçue, comme quoi la Tech est forcément chère.**

Le **graphique 2** montre en effet que **la Tech au sens large (IT + Google, Facebook et Amazon) pèse désormais 40 % du S&P** contre 35 % au pic de la bulle TMT en

2000. En revanche, les **GAFAM en pèsent 25 %** contre 5 % à l'époque. Dès lors, **l'IT stricto sensu hors Apple et Microsoft** a vu son poids divisé par deux, passant de 30 % à 15 %. C'est pourquoi il faut se méfier des amalgames quand on évoque une nouvelle bulle de valorisation. Si certains titres Tech ou apparentés, cotés au S&P ou au Nasdaq comme Netflix, Uber ou Tesla peuvent sembler chers, ce n'est pas le cas de tous. Par ailleurs, **si les GAFAM bénéficient d'une valorisation record, cela ne signifie pas forcément qu'ils sont chers.** À l'exception peut-être d'Amazon, l'enjeu est moins leurs multiples de **valorisation** que la pérennité de leurs profits; un peu à la manière des banques à la veille de la Grande Crise de 2008 mais pour d'autres motifs.

2/ Poids de la Tech américaine stricto sensu et au sens large (en % de la capitalisation du S&P 500)

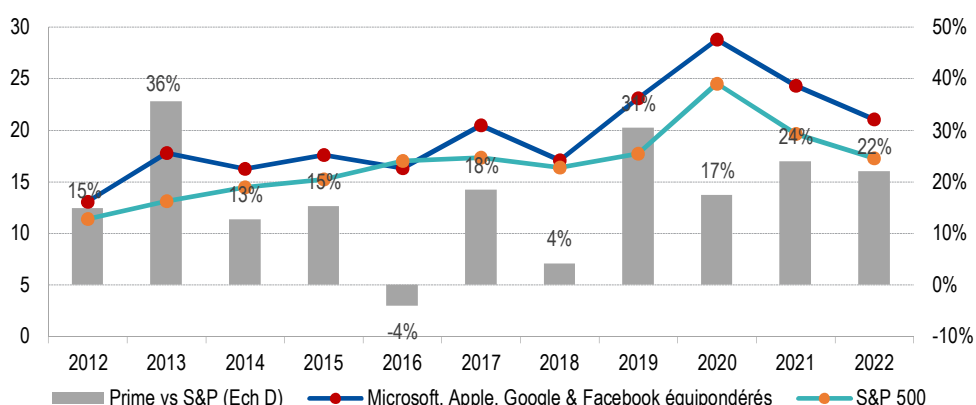


Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 13 novembre 2020

En dehors d'Amazon, la valorisation des autres GAFAM semble en effet relativement « normale ». Ainsi, **sur la base des 12M Forward PE, leur prime par rapport au S&P 500 (38 %) demeure proche de sa moyenne** des huit dernières années (33 %). Par ailleurs, ce type de

ratios ne prend pas en compte **le cash abondant** de ces sociétés. Pour cela, il faut recourir à la Valeur d'entreprise (EV=Capitalisation boursière - Dettes nettes). **L'EV/EBIT** faisant effectivement ressortir une prime encore plus modérée (cf. graphique 3) avec 17 % en 2020 et

3/ Valorisations comparées selon l'EV/EBIT



Source : Factset, Recherche Amundi, données 13 novembre 2020

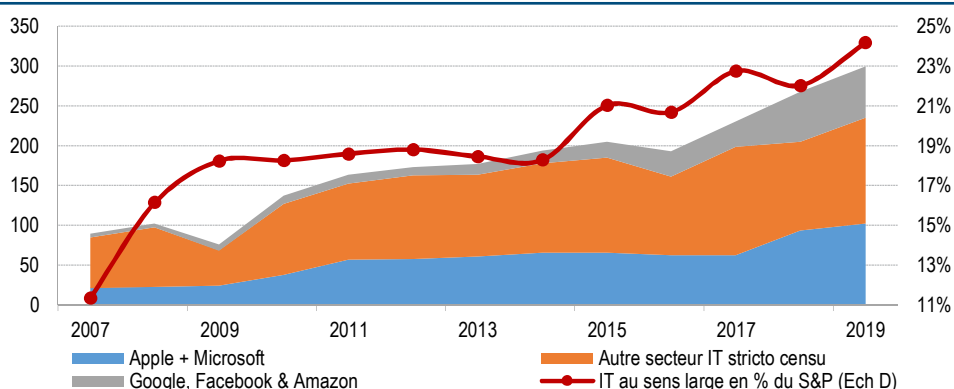
LE THÈME DU MOIS

24 % en 2021 contre 38 % pour le 12M Forward PE.

Après ces rappels sur la valorisation, passons aux résultats. Le **graphique 4** montre que le **résultat net de la Tech au sens large** est passé de **89 à 299 Mds de dollars de 2007 à 2019**, soit un taux moyen de progression de **+10,7 % par an** à comparer à +2,5 % pour les autres valeurs du S&P. Dès lors, sur la même période la part des profits de la Tech au sens large est passée de **11 % à 24 %** du S&P500. Les **GAFAM** ont fait encore mieux puisque leurs profits

ont cru en moyenne de **+16,9 %** par an contre +6,4 % pour les autres valeurs IT. Enfin, au sein des GAFAM, la palme revient à Facebook (+51,4 % par an mais de 2011 à 2019), devant Amazon (+30,5 % par an), Apple (+24,7 %), Google (+19,1 %) et Microsoft (+8,3 %). Compte tenu de leur puissance bénéficiaire, la capitalisation boursière hors norme des GAFAM (en montant absolu plus qu'en ratios) apparaît plus compréhensible. **En revanche, le problème de la soutenabilité de ces bénéfices se pose avec plus d'acuité que jamais.**

4/ Résultats nets du secteur IT stricto sensu et au sens large (en Mds de USD et % du S&P 500)



Source : Factset, Recherche Amundi, données au 31 décembre 2019

Plus que la fiscalité, l'obsolescence et un bouleversement de la régulation pourraient changer la donne

À la différence de la **fin des années 90**, la Tech américaine génère désormais énormément de profits. À la faveur de la Grande crise financière de 2008 et plus encore lors de celle du Covid, elle a apporté la preuve que **ses profits étaient robustes. C'est donc moins l'évolution de la conjoncture qui préoccupe que d'autres types de problèmes qui peuvent surgir qu'il s'agisse d'obsolescence, de fiscalité ou de régulation.**

Si Les GAFAM semblent incontournables aujourd'hui, **l'obsolescence est pourtant une menace récurrente pour la Tech.** Si l'on se reporte vingt ans en arrière, **de nombreux groupes de premier plan** ne sont plus que l'ombre d'eux-mêmes, faute d'avoir su s'adapter. Ainsi, **BlackBerry, Ericsson, HP, Motorola et Nokia** qui en 2000 capitalisaient ensemble plus que Microsoft (444 Mds de dollars contre 422 Mds) en pèsent moins de 8 % aujourd'hui. La comparaison avec Apple est encore plus cruelle puisque fin 2000 sa capitalisation n'était que de 5Mds et il n'a commencé à atteindre la barre

des 100 Mds qu'en 2007 pour dépasser les 2000 Mds aujourd'hui. De même Amazon qui capitalise aujourd'hui 1570 Mds ne pesait que 5Mds en 2000. Quant à Google et Facebook, créés respectivement en 1998 et 2004, ils ont été introduits en bourse à partir de 2004 et 2012 et pèsent désormais respectivement 1200 et 789 Mds.

Sur le plan fiscal, les conséquences de l'élection de J. Biden ne sont pas encore tranchées. Son programme prévoyait de revenir partiellement sur la réforme Trump en remontant le taux d'imposition des sociétés à 28 % alors que, fin 2017, son prédécesseur l'avait abaissé de 35 % à 21 %. Mais une telle réforme nécessiterait l'aval du Sénat. Et si celui-ci demeurerait Républicain en janvier prochain, ce qui semble le plus probable à ce jour, les marges de manœuvre de Biden en matière fiscale seraient fort réduites. De plus, même à supposer un Sénat Démocrate et un taux d'IS qui remonterait de 21 à 28 %, l'optimisation fiscale devrait alléger la note. Ainsi, sous le second mandat d'Obama la pression fiscale

LE THÈME DU MOIS

Les Cassandra se sont toutefois souvent trompées

réelle des GAFAM était en moyenne de **24 %** au lieu de 35 %. Puis après la réforme Trump, elle est tombée à **15 %** au lieu de 21 %. En extrapolant cette décote de 30 % entre taux effectifs et officiels, le nouveau taux effectif (70 % de 28 %) serait de 20 % au lieu de 15 % précédemment. Toutes choses égales par ailleurs, la ponction fiscale supplémentaire ne serait finalement que de 5 % contre 9 % en théorie. Au-delà du taux d'IS, **le projet de taxe GAFA de l'OCDE** en pause depuis juin dernier **pourrait refaire surface** avec la nouvelle administration. L'idée initiale était de taxer les entreprises du numérique là où elles réalisent leurs chiffres d'affaires plutôt que là où se situent leurs sièges. Mais cette réforme se heurte à des intérêts contradictoires tant entre les États-Unis et le reste du Monde qu'au sein même de l'UE. Elle pourrait dès lors mettre beaucoup de temps à aboutir pour un résultat vraisemblablement minime ; les plus impactés dans cette affaire étant finalement davantage les paradis fiscaux (Irlande, Pays Bas, Luxembourg, Delaware...) sommés de redistribuer aux autres États, que les GAFA eux-mêmes. Le second volet de la réforme proposée par l'OCDE reposait sur **une taxation mondiale minimale à hauteur de 12,5 % des profits**. Cette proposition figure également au programme de Biden, avec un taux de 15 %. Dans les deux cas, ceci pourrait peser sur certaines entreprises, plus jeunes ou plus agressives, mais ne devrait guère concerner les GAFAM qui se situent légèrement au-dessus de ces seuils. **Au final, les aspects fiscaux ne semblent pas insurmontables pour les GAFAM.**

Un durcissement de la régulation serait potentiellement plus problématique. Il n'est qu'à regarder ce qui vient de se passer en Chine avec l'arrêt soudain de la mise sur le marché de **Ant Group**,

qui s'annonçait comme la plus grosse introduction en Bourse au monde. Cette *success story* parvenue à « introduire la rupture numérique au cœur de la finance chinoise et au-delà » risquait toutefois de devenir de plus en plus difficile à réguler, voire générer des bulles de crédit. Des propos maladroits de Jack Ma à la veille de l'introduction auront donc suffi à crispier la situation et arrêter l'opération. Les États-Unis ne sont pas la Chine mais le poids des GAFA y suscite également un débat de plus en plus vif. S'ils contribuent beaucoup au *soft power* américain, ces géants du numérique sont également accusés de biaiser la concurrence. La Commission anti-trust de la Chambre des représentants a publié ainsi en octobre dernier un rapport préconisant de limiter drastiquement le pouvoir des GAFA en leur interdisant de donner la préférence à leurs propres produits, en encadrant sévèrement les rachats de start-up, voire en démantelant certaines sociétés. Ce texte uniquement signé par les représentants Démocrates n'a cependant aucune chance d'aboutir sans l'aval du Sénat. Ce réveil des autorités montre toutefois que l'adaptation des règles de la concurrence à l'ère numérique pourrait déboucher sur des changements insoupçonnés.

À ce stade on a encore trop peu d'éléments pour se prononcer sur les conséquences boursières d'une évolution de la régulation. Mais par le passé, ce genre de circonstances a souvent entraîné des conséquences paradoxales. Ainsi, au lieu de peser, un démembrement d'activités renchérit souvent la valeur de l'ensemble. De même, si l'éclosion de nouveaux concurrents peut pénaliser les acteurs en place, elle est aussi bien souvent le gage d'une croissance plus rapide de l'ensemble du secteur.

Achévé de rédiger le 18/11/2020

LE THÈME DU MOIS

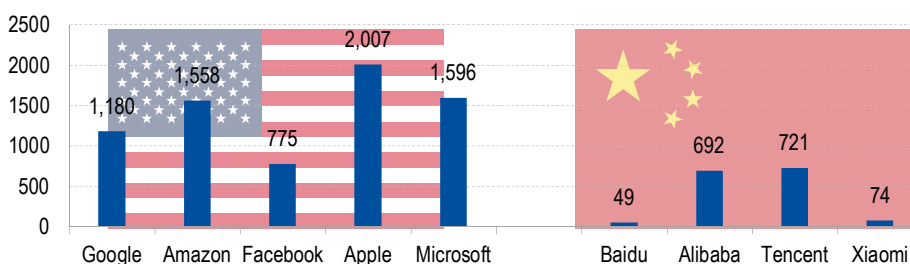
Chine : l'autre bastion du numérique

Si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont multipliées ces dernières années, tout le monde voit bien qu'au fil du temps, cette rivalité a pris un tour particulièrement vif à propos de tout ce qui a trait à la technologie, d'accès aux données et de plateformes numériques. Ainsi après s'être efforcée d'évincer Huawei des États-Unis et avoir encouragé ses partenaires étrangers à en faire autant, l'Administration Trump a à son tour menacé TikTok, propriété du groupe chinois ByteDance, d'interdiction aux États-Unis. Cette application très populaire auprès des plus jeunes, étant accusée de siphonner les données des utilisateurs américains. Un accord impliquant que des acteurs étasuniens prennent une participation dans une société regroupant les activités internationales de TikTok pourrait être agréé par les Américains. Mais cet accord devrait à son tour être approuvé par Pékin, qui veille à protéger les technologies chinoises; « l'algorithme de TikTok permettant d'afficher les contenus les plus susceptibles d'intéresser les utilisateurs en fonction de leurs goûts étant au centre de toutes les attentions »

Ces exemples nous semblent révélateurs des nouveaux visages de la compétition entre les États-Unis et la Chine. Dans les semaines à venir, avec la mise en place de la nouvelle Administration Biden, cette rivalité prendra certainement un tour plus policé. Mais sur le fond, la compétition numérique entre les États-Unis et la Chine devrait persister. Avec ses BATHX (Baidu, Alibaba, Tencent, Huawei et Xiaomi), la Chine semble en effet la seule à ambitionner devenir une alternative aux GAFAM. Ses points forts en matière d'intelligence artificielle, la taille de son marché domestique et le protectionnisme des autorités le cas échéant, lui ayant permis de progresser à pas de géant. Après avoir verrouillé leur marché intérieur, les acteurs chinois vont donc désormais pousser leurs pions à l'international. GAFAM et BATHX, devraient ainsi selon toute vraisemblance s'affronter sur les marchés tiers et notamment en Europe; région riche mais encore très en retard en matière numérique.

Le **graphique** ci-dessous compare la capitalisation actuelle des champions américains et chinois de la Tech. Côté chinois, la comparaison se limite au BATX et non pas au BATHX car Huawei n'est pas coté. Avec un poids cumulé de plus de 7 trillions de USD, contre 1,5 trillion pour les BATX, les GAFAM emportent facilement la comparaison. À noter toutefois que Alibaba et Tencent, les rivaux respectifs d'Amazon et Facebook, disposent déjà d'une taille impressionnante, les deux valeurs pesant ensemble plus de 60 % de leurs homologues américains et près de la moitié (46 %) de l'ensemble de la capitalisation de l'Euro Stoxx 50.

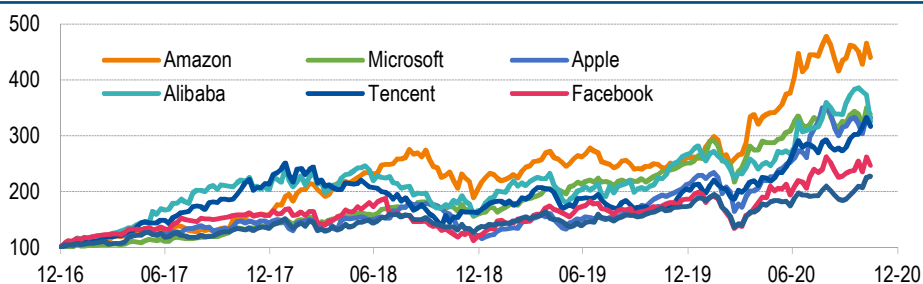
1/ GAFAM vs BATX : Capitalisation boursière en Mds de USD au 18 nov. 2020



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 18 novembre 2020

Par ailleurs, le second **graphique** montre qu'au cours des quatre dernières années, les champions chinois s'en sont tirés avec les honneurs puisque, si Amazon domine le classement, Alibaba et Tencent sont dans un mouchoir de poche avec Apple et Microsoft mais largement devant Facebook et Google

2/ Performance boursière des champions américains et chinois de la Tech (base 100 en USD au 31 décembre 2016)



Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 18 novembre 2020

THÉMATIQUE

Les publications de sociétés au 3^e trimestre ont surpris positivement

La visibilité sur le quatrième trimestre s'est dégradée suite au rebond de la pandémie qui fragilise la reprise. Les BPA devraient toutefois repartir de l'avant en 2021 du fait des effets de base, de la montée en puissance des dispositifs de relance et d'un assouplissement des mesures de restriction au fur et à mesure des progrès dans la lutte contre la pandémie.



DEBORA DELBO'
Stratégiste Senior Marchés émergents

Au 17 novembre, 93 % des entreprises du S&P 500 avaient publié leurs résultats du troisième trimestre. Ces résultats sont en baisse de -7,3 % ce qui est nettement mieux que les -30,6 % du trimestre précédent. Selon FactSet, 85 % des entreprises ont enregistré un BPA supérieur aux attentes du consensus, ce qui est également bien au-delà des 73 % enregistrés en moyenne sur un et cinq ans.

Enfin, en cumul, les entreprises du S&P500 ont annoncé des bénéfices supérieurs de 19,1 % aux attentes, ce qui est là encore bien mieux que la moyenne des écarts positifs sur un an (8,0 %) et cinq ans (5,6 %).

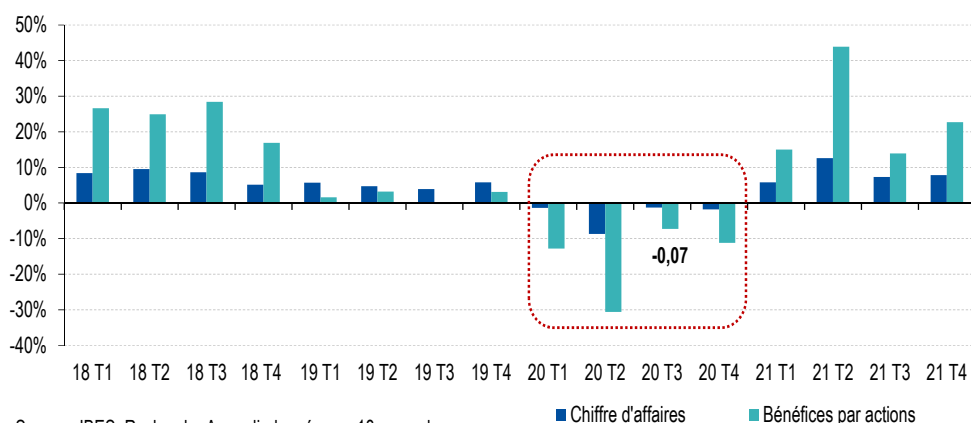
Ces bons résultats ont toutefois été éclipsés par la montée en puissance d'une nouvelle vague de contaminations et une hausse des exigences. Le regain d'inquiétudes quant au coronavirus a une nouvelle fois pesé sur les secteurs d'activité très liés au redémarrage de l'activité, tandis que les grands gagnants de la pandémie font face désormais à une hausse des exigences. Enfin, bien que ces résultats soient meilleurs qu'attendus, leur variation annuelle reste négative, en raison de l'impact très négatif du Covid-19 sur certains

secteurs. Le trimestre devrait clôturer (source FactSet) sur une baisse des résultats en variation annuelle de -7 %.

En Europe, les chiffres d'affaires du troisième trimestre (-10,9 %) et les bénéfices (-23,6 %) du Stoxx600 ont continué à baisser, mais se sont nettement améliorés par rapport au deuxième trimestre (-20,1 % et -50,8 % respectivement) qui devrait marquer le point bas. Les bénéfices du troisième trimestre ont surpris à la hausse (supérieurs aux attentes dans 65 % des cas et 19 % d'écart positifs) et signent le plus important dépassement des attentes en plusieurs années. En règle générale, depuis 2011, environ 50 % des entreprises dépassent les attentes. Toutefois, avec le retour des dispositifs de confinement, les perspectives pour le quatrième trimestre semblent plus préoccupantes et les prévisions pour celui-ci ont été revues à la baisse de 3 % dans les deux dernières semaines. Pour autant, on relève avec satisfaction que la chute des résultats durant cette crise du Covid est *moins prononcée* que celle observée lors de la crise de 2008, même si la récession actuelle est bien plus brutale qu'à l'époque. Cette résilience relative peut être attribuée aux valeurs financières qui, d'une part, ne sont pas tombées dans

*Des résultats
du T3 finalement
pas si mauvais*

1/ Résultats trimestriels du S&P 500 (variation annuelle en %)



THÉMATIQUE

le rouge cette fois-ci et qui, d'autre part, ne représentent désormais plus que 15 % de l'indice au T2 2020 contre 24 % au T2 2009.

Les prévisions pour le quatrième trimestre semblent trop exigeantes, notamment en Europe, car, au-delà des difficultés actuelles, les BPA pourraient être faussés par certains éléments non récurrents (restructurations, dépréciations...). Toutefois, à partir du premier trimestre 2021, ou au plus tard au deuxième, les BPA devraient repartir de l'avant compte tenu des effets de base, de l'impact des dispositifs de relance et d'un assouplissement des mesures de restriction au fur et à mesure des progrès dans la lutte contre la pandémie

Dans les marchés émergents, la saison de publication des résultats touche également à sa fin et au 19 novembre, environ 83 % des entreprises du MSCI EM avaient publié leurs résultats (source: Capital IQ). Pour l'heure, la croissance en variation annuelle des bénéfices nets du troisième trimestre 2020 est positive (+13 %) en devises locales (+4 % en USD). Les résultats en variation annuelle sont cependant négatifs en Amérique latine, mais plutôt positifs en Asie, exception faite de l'Indonésie, des Philippines

et de la Thaïlande. Les surprises ont également été positives dans les pays émergents avec un pourcentage moyen de surprise pour l'ensemble des entreprises qui avoisine les 21 %. Les pays présentant un pourcentage moyen de surprise négatif sont, pour l'essentiel, les Philippines, l'Indonésie, les Émirats arabes unis et le Chili. 60 % des entreprises de l'indice MSCI EM ont enregistré une surprise positive. Au niveau sectoriel, les résultats ont été particulièrement positifs pour les biens de consommation de base et la santé. La croissance sur les 12 derniers mois des BPA du MSCI EM a atteint son plancher et se situe actuellement à environ -19 %. Nous avons revu à la hausse nos prévisions pour 2021 où nous anticipons une croissance à deux chiffres (+13 % en USD). La croissance des bénéfices au premier semestre 2021 se concentrera essentiellement dans les pays émergents d'Asie dont la reprise est bien plus avancée et qui bénéficient de plus en plus de l'essor du commerce électronique. Les retardataires, comme les pays d'Amérique latine et de la zone EMOA, ne devraient afficher des résultats positifs en variation annuelle qu'au second semestre 2021.

Achévé de rédiger le 20/11/2020

THÉMATIQUE



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



MICKAEL BELLAICHE
Stratège Taux

*Nous tablons sur un
reprise de l'activité
économique au
deuxième semestre*

Comment envisageons-nous les marchés du crédit à l'approche de 2021?

L'amélioration des fondamentaux conjuguée à des politiques monétaires très accommodantes conduira, selon nous, à une progression des *spreads* vers des niveaux de contraction records. Nous percevons également une marge de compression des *spreads* du high yield. Les coûts de financement durablement bas rendent les niveaux d'endettement élevés plus facilement gérables. Les investisseurs devront donc désormais se concentrer sur la capacité des entreprises à dégager des bénéfices plutôt que sur leur niveau d'endettement.

L'année 2020 a été exceptionnelle à bien des égards.

Le monde entier a été marqué par la crise du Covid-19. Les mesures de confinement adoptées pour contenir le virus ont sévèrement affecté l'activité économique dans des proportions inhabituelles en temps de paix. En outre, les gouvernements et les banques centrales se sont distingués par la rapidité, la coordination et l'ampleur des mesures prises pour faire face à la crise. Le présent article explique dans un premier temps pourquoi la conjoncture mondiale reste objectivement favorable aux marchés du crédit, puis en analyse l'impact sur les fondamentaux des entreprises et conclut en évoquant les segments des marchés du crédit qu'il convient désormais de privilégier.

La conjoncture mondiale reste objectivement favorable aux marchés du crédit.

1. La croissance devrait se rétablir au second semestre 2021.

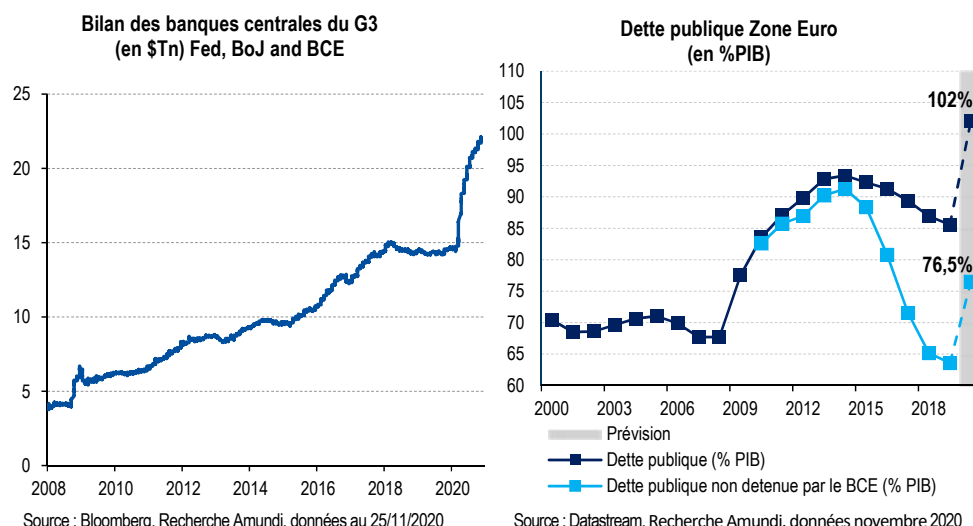
À court terme, l'évolution de la pandémie est le meilleur indicateur économique.

La crise sanitaire s'est considérablement aggravée dans la plupart des pays d'Europe et aux États-Unis. La mobilité, en particulier en Europe, est bien inférieure à son niveau pré-pandémique. Les mesures de confinement pèsent plus particulièrement sur le secteur des services. À l'inverse, l'économie chinoise a rebondi de manière spectaculaire après un fort repli au 1^{er} trimestre 2020, le virus ayant pratiquement été éradiqué.

Toutefois, le plus important pour les investisseurs est que la fin de la crise est en vue. L'annonce de la mise au point du vaccin contre le Covid-19 par Pfizer change la donne et constitue une nouvelle encourageante, même si la production et la diffusion en masse de ce vaccin demanderont du temps. La perspective d'avoir un vaccin en plus des politiques budgétaires favorables dans les économies développées soutient notre scénario central d'une reprise de la croissance au second semestre 2021.

2. Les taux de la courbe de rendement devraient rester plus bas plus

1/ Dette publique / PIB avant et après les achats de la BCE



THÉMATIQUE

longtemps que lors des cycles de reprise précédents.

Les taux d'intérêt moyens dans les marchés développés n'ont cessé de baisser au cours des dix dernières années. Les banques centrales ont joué un rôle clé en ramenant leurs taux à des plus bas records et en déployant des programmes d'achat d'actifs. Les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont pas réussi à relancer les investissements et à ramener l'inflation à sa cible de 2%. En outre, d'une certaine manière, les banques centrales se sont piégées elles-mêmes, car les traits caractéristiques des économies développées sont désormais les suivants :

- **Faible croissance potentielle/faible inflation.** Nous tablons sur un retour de l'activité économique à ses niveaux d'avant-crise en 2022. Toutefois, en 2019, l'activité économique mondiale avait atteint son plus bas niveau en dix ans. En effet, avant même la crise du coronavirus, la plupart des économies développées étaient déjà confrontées à une baisse de leur croissance potentielle et à de faibles niveaux d'inflation. La croissance potentielle a diminué dans les économies avancées au cours des dernières décennies en raison d'une croissance plus faible de la population active, des réserves de capitaux et de la productivité.
- **Niveau élevé de dette publique.** L'augmentation de la dette publique, qui était déjà élevée, s'est accélérée avec la crise du Covid-19, la pandémie ayant entraîné une réponse

budgétaire sans précédent. L'année prochaine, les pouvoirs publics devraient maintenir leurs politiques budgétaires expansionnistes pour soutenir la reprise.

- **Prix élevés des actifs.** Après une décennie de taux d'intérêt bas, l'inflation n'est toujours pas revenue à sa cible de 2% et les prix des actifs ont flambé. Les prix de l'immobilier résidentiel ont ainsi atteint de nouveaux records en raison d'une très forte demande, mais aussi grâce à la faiblesse des taux d'emprunt.

Si elles veulent maintenir la croissance sur la bonne voie et espérer ramener l'inflation à son objectif, les banques centrales n'ont d'autre choix que de maintenir des conditions de financement accommodantes et de garantir la solvabilité des gouvernements. L'actualité positive autour des vaccins à venir a fait grimper les taux, mais nous pensons que la hausse des principaux taux sera bien moindre que lors des reprises précédentes. Le faible niveau de croissance potentielle et le niveau élevé de la dette publique constituent un réel plafond pour les taux.

3. Les banques centrales continueront à mener des politiques monétaires extrêmement accommodantes.

Les grandes banques centrales devraient continuer à soutenir les économies par des taux bas et leurs programmes d'achat d'actifs.

- **La BCE s'inquiète de la faiblesse persistante de l'inflation.** Les économistes de la BCE tablent sur une inflation sous-jacente de seulement 1,1% en 2022. Lors de la dernière

Les principales banques centrales devraient continuer à monétiser les déficits budgétaires

2/ Dette publique / PIB avant et après les achats de la BCE



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, données au 25/11/2020

THÉMATIQUE

La durée du soutien monétaire est aussi importante que son niveau

réunion d'octobre, Christine Lagarde a laissé entendre qu'un assouplissement supplémentaire pourrait être envisagé, pour « assurer que les conditions de financement restent suffisamment favorables pour soutenir la reprise économique et neutraliser l'impact négatif de la pandémie sur la trajectoire prévisionnelle de l'inflation ». Le train de mesures attendu pour la prochaine réunion de décembre devrait inclure une augmentation de la taille et de la durée des programmes d'achat d'actifs et/ou un assouplissement des conditions déjà avantageuses des TLTRO. La BCE devrait probablement élargir son programme d'achat d'obligations de plus de 500 milliards d'euros afin de continuer à absorber les besoins en financements nouveaux de la zone euro.

- **La priorité de la Fed est le renforcement du marché du travail américain** : la crise du Covid-19 a affecté en premier lieu les ménages peu qualifiés et à revenus modestes et a accéléré le creusement des inégalités. La nouvelle fonction de réaction de la Fed a pour priorité le plein-emploi : la Fed attendra que le marché de l'emploi se resserre et qu'il commence à pousser l'inflation à la hausse avant d'envisager un durcissement de sa politique — plutôt que d'attendre que le taux de chômage tombe en dessous d'un certain seuil pour relever les taux. Le communiqué de la Fed insiste sur le fait que l'objectif d'emploi maximum est « un objectif large et inclusif ». En d'autres termes, dans le cadre de sa nouvelle fonction de réaction, la Fed souhaite constater une hausse concrète de l'inflation, plutôt qu'une simple anticipation de hausse, avant de relever ses taux. Par ailleurs, Jerome Powell a annoncé que la Fed pourrait également augmenter la durée ou le rythme des achats d'actifs en cas de dégradation des perspectives économiques ou de durcissement des conditions de financement.

Les banques centrales continueront de jouer un rôle clé dans le financement des entreprises et leur action restera déterminante sur les marchés du crédit.

- La BCE intervient directement et massivement sur le marché du crédit. La BCE a acheté pour plus de 20 milliards d'euros d'obligations d'entreprises cette année dans le cadre d'un programme d'achat d'obligations d'urgence.
- La Fed a également été très efficace pour restaurer la confiance des investisseurs malgré des achats relativement limités d'obligations d'entreprises par le biais de ses dispositifs de crédit pour les entreprises.

La demande pour les produits de spread restera soutenue par la quête de rendement des investisseurs et les achats directs des banques centrales. Le volume d'obligations à rendement négatif a augmenté de manière significative à travers le monde. Le phénomène des rendements négatifs s'est étendu aux échéances plus longues ainsi qu'aux émetteurs moins bien notés. Au total, environ 13 500 milliards de dollars d'obligations, soit un quart de l'encours total de la dette mondiale, obligent implicitement les investisseurs à payer pour conserver l'obligation.

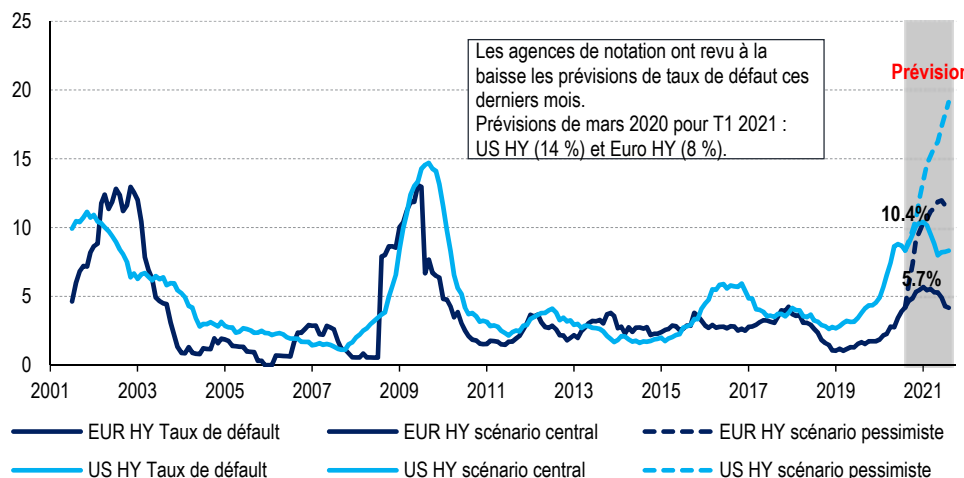
Les entreprises devraient bénéficier en 2021 de (1) conditions de financement toujours très attractives et (2) d'un rebond des bénéficiaires.

La crise actuelle a été caractérisée par des conditions de crédit contracycliques grâce à la coordination très efficace de l'action des gouvernements et des banques centrales. L'offre de dette des entreprises et des émetteurs souverains a été massive. 2020 est une année record en termes d'émissions de dette d'entreprises. Cette offre plus abondante que prévu a globalement été bien absorbée. La plupart des entreprises ont conservé un bon niveau d'accès aux liquidités et ont renforcé leur trésorerie. C'est là une grande différence par rapport aux crises précédentes.

Les défauts d'entreprises sont restés bien en deçà des anticipations initiales et se sont concentrés sur certains secteurs et sur les émetteurs notés CCC. Les entreprises qui ont fait défaut présentaient des profils

THÉMATIQUE

3/ Taux de défaut effectifs vs prévisions



Source: Moody's, Recherche Amundi, données au 31/10/2020

Les risques inhérents aux bilans des entreprises sont nettement moindres que lors de la crise précédente

Nous anticipons une compression des spreads dans le high yield

commerciaux vulnérables, c'est-à-dire une faible capacité structurelle à générer des bénéfices.

Outre un rebond des bénéfices, les entreprises devraient continuer à bénéficier de conditions de financement historiquement attractives.

- La demande de dette d'entreprise est forte de la part d'investisseurs à la recherche de rendement. Cependant, dans un environnement où la croissance s'améliore, le risque se pose d'une rotation des investisseurs hors du crédit vers les actions. Nous pensons que ce risque est limité par les banques centrales, qui jouent le rôle de filet de sécurité.
- La baisse des rendements des obligations souveraines de base et le resserrement des écarts ont poussé le coût du financement à des niveaux historiquement bas. La baisse des taux d'intérêt a de nombreux effets positifs: elle réduit les paiements d'intérêts sur les dettes et améliore la solvabilité des entreprises.

Nous prévoyons un ralentissement de l'offre après les montants records de titres émis en 2020.

Nous prévoyons une diminution des volumes bruts d'émissions pour l'année 2021, les entreprises se concentrant sur la réduction de leur niveau d'endettement. Cependant, l'amélioration de l'environnement macroéconomique, l'assouplissement des conditions de financement et les attentes élevées en matière de fusions-acquisitions compenseront

probablement une partie de cette perte d'approvisionnement, en particulier aux États-Unis.

Enfin, les actions des agences de notation en 2021 devraient être davantage en faveur des intérêts des obligataires.

Les agences de notation ont été proactives à la fin du T1 2020 en dégradant de nombreuses notations. Au cours du mois prochain, le nombre d'actions négatives devrait ralentir avec le rebond des bénéfices et de désendettement des entreprises les plus fortement endettées.

Au final, les conditions de financement des entreprises sont bien meilleures aujourd'hui que dans les années passées.

- Les banques centrales jouent un rôle de garde-fous sur les marchés de la dette des entreprises.
- La demande pour les obligations d'entreprises, soutenue par les investisseurs en quête de rendement, est forte.
- Les coûts de financement ont atteint un plus bas record. Les taux d'intérêt bas ont de nombreux effets positifs: ils réduisent les paiements d'intérêts sur la dette et améliorent la solvabilité des entreprises.

Pour conclure: la visibilité accrue autour du vaccin à venir, la perspective que les principaux taux souverains resteront bas plus longtemps et le soutien direct des banques centrales sont autant d'éléments très positifs pour les marchés du crédit.

THÉMATIQUE

Les *spreads* de crédit se sont resserrés à des niveaux proches de ceux d'avant-crise. Les *spreads* de l'investment grade se sont réduits à environ 2,3 points au-dessus des bons du Trésor, après avoir atteint leur plus haut depuis 2009 en mars dernier. Les *spreads* du *high yield* sont également restés à environ 6 points de pourcentage au-dessus des bons du Trésor après avoir dépassé les 11 points en mars.

Nous anticipons une surperformance des émetteurs moins bien notés (B pour le HY et BBB pour l'IG) ainsi que de la dette subordonnée. En effet, l'amélioration des fondamentaux conjuguée à la poursuite des mesures de relance monétaire conduira, selon nous, à une progression des *spreads* vers des niveaux de contraction records. Nous percevons une marge de compression des *spreads* dans le *high yield*. Les coûts de financement durablement bas rendent les niveaux d'endettement élevés plus facilement

gérables. Les investisseurs devraient donc désormais se concentrer sur la capacité des entreprises à dégager des bénéfices plutôt que sur leur niveau d'endettement.

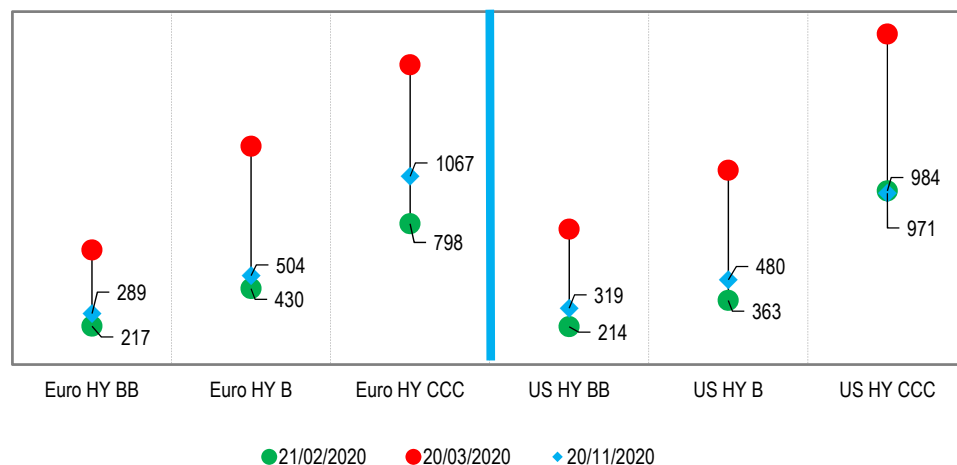
Les principaux risques inhérents à ces recommandations sont :

- **De mauvaises nouvelles affectant le scénario de croissance** (sous-estimation des dommages à long terme causés par le coronavirus sur les économies, épidémie non maîtrisée au deuxième semestre 2021, risques politiques ou sociaux...).
- **Un changement du régime d'inflation** contraignant les banques centrales à une révision en profondeur de leur stratégie.

À moyen terme, les banques centrales pourraient être de plus en plus préoccupées par la compression des primes de risque.

Achévé de rédiger le 25/11/2020

4/ Compression des spreads



Source: Bloomberg, Recherche Amundi, données au 20/11/2020

THÉMATIQUE



TRISTAN PERRIER
Analyste Global Views

Le commerce des services a continué de progresser plus rapidement que le PIB mondial dans les années 2010

La crise du Covid va-t-elle accélérer la démondialisation? Pas si simple concernant le commerce

La crise du Covid est souvent perçue comme un accélérateur durable de démondialisation, entre autres raisons parce qu'elle aurait accru l'appétit pour les politiques de relocalisation et d'autonomie industrielles. Le plus probable est cependant que le commerce international va évoluer suivant un scénario plus complexe. En effet, la mondialisation des services pourrait encore s'accroître, tandis que la réindustrialisation des économies avancées se heurtera probablement à d'importants obstacles pratiques, mais aussi politiques.

L'idée est assez répandue que la crise du Covid pourrait durablement accélérer une tendance à la démondialisation déjà perceptible depuis la crise de 2008. Si cette

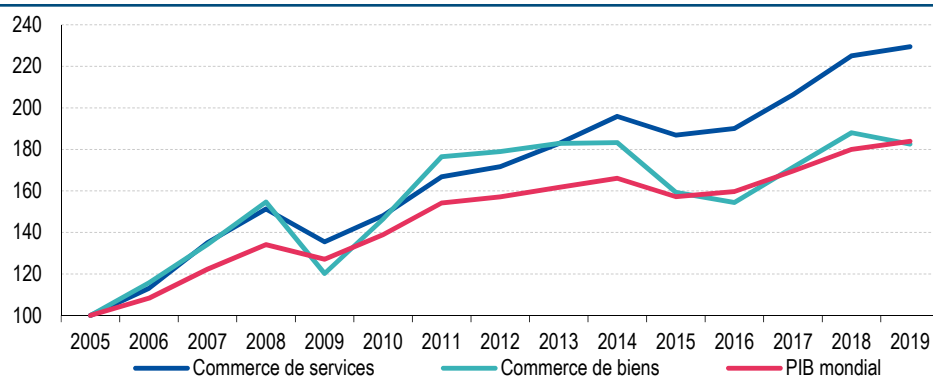
vue générale intègre divers raisonnements économiques et politiques portant sur différents aspects de la démondialisation, une thèse assez fréquente, centrée sur les chaînes de valeur industrielles, retient notamment de la crise actuelle les éléments suivants: 1/ les pénuries de produits et matériels médicaux au plus fort de la pandémie, considérées comme révélatrices d'une dépendance excessive vis-à-vis de la production étrangère (principalement chinoise) et renforçant le désir d'autonomie nationale (ou régionale, dans le cas de l'Europe) 2/ l'exacerbation du thème des inégalités sociales, dont l'aggravation est étroitement associée, dans l'opinion publique (au moins dans les pays avancés), à la désindustrialisation 3/ les promesses gouvernementales de réindustrialisation, au moins dans les secteurs stratégiques mais parfois aussi de façon plus générale, pour répondre aux préoccupations ci-dessus. Vue sous

cet angle, la démondialisation pourrait accélérer sous l'effet d'efforts de relocalisations et de reconfigurations des chaînes de valeur internationales vers une échelle plus domestique ou régionale.

Si un tel raisonnement a une part de validité, un certain nombre de réserves méritent tout de même d'être soulignées:

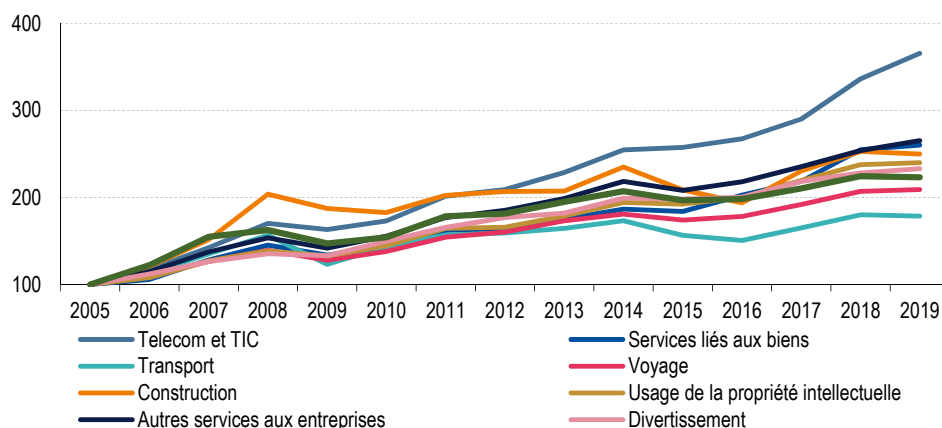
Tout d'abord, les chaînes de valeur industrielles ne représentent qu'un aspect de la mondialisation, même considérée sous le seul angle des échanges commerciaux. La focalisation sur ces chaînes peut amener à conclure de manière exagérée que la démondialisation avait déjà commencé dans les années 2010, alors même que le commerce des services présentait un tableau bien différent. Le ralentissement du commerce mondial par rapport au PIB mondial (au contraire de la tendance observée au cours des décennies précédentes) a été très remarqué. Il en va de même pour ses corollaires politiques, à savoir l'érosion du rôle de l'OMC par rapport aux institutions

1/ PIB mondial vs commerce mondial de biens et de services Base 100 en 2005, en termes nominaux (USD)



Source: CNUCED, Recherche Amundi, données au 31 décembre 2019

THÉMATIQUE

2/ Commerce des services par secteur
Base 100 en 2005, en termes nominaux (USD)

Source: CNUCED, Recherche Amundi, données au 31 décembre 2019

Relocaliser la production pourrait ne pas être le meilleur moyen de garantir la sécurité des chaînes d'approvisionnement

régionales et, plus tard, les décisions protectionnistes de D. Trump. Toutefois, ces chiffres et événements ont essentiellement concerné les échanges de biens. Le commerce des services, pour sa part, a continué de progresser plus rapidement que le PIB mondial. Si les services ont également fait l'objet de quelques tentatives protectionnistes, celles-ci ont été moins spectaculaires que pour les biens et n'avaient guère de régime de libre-échange multilatéral à cibler¹. Concernant l'avenir, il est possible que la crise du Covid ait des conséquences négatives durables sur le commerce des services. Parmi celles-ci (et sachant que ce commerce est fait de secteurs très divers), on peut citer, entre autres, le désir d'autonomie nationale ou régionale qui conduirait à limiter les flux émanant des acteurs mondiaux de la *Big Tech* et du *Big Data*, ou encore un moindre appétit pour les déplacements transfrontaliers du fait de l'essor du télétravail et des préoccupations environnementales. Toutefois, il est pour le moins incertain que ces tendances suffisent à compenser les forces structurelles très puissantes qui jouent en sens inverse. Par exemple, l'amélioration du niveau d'information des clients (entreprises comme ménages) pourrait continuer à générer une forte demande pour les services en ligne les plus performants, quelle que soit la localisation des

fournisseurs, tandis que la poursuite de l'expansion de la classe moyenne dans les économies émergentes pourrait encore accroître le tourisme international. Plus généralement, les chaînes de valeur internationales dans le seul domaine des services pourraient devenir de plus en plus longues et sophistiquées, notamment sous l'effet de la numérisation. Quoi qu'il en soit, dans le domaine des services, un éventuel recul de la mondialisation constituerait un phénomène nouveau et non pas la prolongation d'une tendance déjà engagée (si l'on excepte l'interruption abrupte, mais probablement de courte durée, d'une partie des échanges durant la crise du Covid elle-même).

De plus, une fois dissipé le sentiment d'urgence lié à la crise, la notion d'autonomie nationale ou régionale pourrait évoluer vers une définition plus « dynamique », réduisant l'appétit pour les stratégies de relocalisation. Les organisations internationales « pro-marché » avancent déjà des arguments en ce sens². Parmi ceux-ci figure, entre autres, l'observation qu'aucun secteur industriel national, aussi important soit-il, n'aurait pu empêcher les pénuries de fournitures médicales observées dans les premiers jours de la crise du Covid (la Chine elle-même, malgré sa puissance manufacturière, a subi d'importantes

¹ Le Brexit constitue une exception importante de recul du libre-échange des services, toutefois ce recul est davantage la conséquence de la poursuite d'autres objectifs qu'une fin en soi.

² Ces arguments sont développés de manière approfondie dans : « COVID-19 and global value chains: Policy options to build more resilient production networks », OCDE, juin 2020 et dans « Resilience versus robustness in global value chains: Some policy implications » Sébastien Miroudot, OCDE, extrait de « Covid-19 and Trade Policy: Why Turning Inward Won't Work », CEPR Press.

THÉMATIQUE

Le thème de la réindustrialisation se situe à l'intersection de plusieurs aspirations

Vers un bras de fer complexe entre mondialisation et démondialisation

pénuries au premier trimestre 2020 et a reçu des fournitures d'autres pays). De plus, les avantages des chaînes de valeur mondiales (économies d'échelle, spécialisation, réactivité dans un environnement en évolution rapide) se sont finalement avérés déterminants pour fournir équipements, tests (et peut-être bientôt vaccins) au monde entier plus rapidement sans doute que des capacités de production nationales auraient pu le faire (surtout si, habituées à vivre protégées par des barrières commerciales, elles avaient probablement été moins réactives). Enfin, la vulnérabilité des chaînes de valeur mondiales à divers scénarios catastrophes doit toujours être mise en perspective avec leurs avantages pour la croissance à long terme (économies d'échelle et spécialisation, comme évoqué plus haut). Par conséquent, l'identification et la surveillance préalables de leurs vulnérabilités, ainsi que la préparation de scénarios d'urgence (sous la houlette des gouvernements et des organisations internationales afin de maximiser les chances d'attitudes coopératives) pourraient constituer de meilleurs moyens de sécuriser l'approvisionnement que s'en remettre systématiquement à des stratégies de relocalisation. Il est vrai que les mêmes observateurs reconnaissent que la meilleure façon de réduire les risques peut varier de manière significative selon les secteurs et la taille de chaque pays, le maintien de capacités de production nationales ou régionales (et, au moins, la constitution de stocks d'urgence) s'avérant judicieux dans certains cas. Pour autant, après des études supplémentaires, gouvernements et entreprises pourraient également conclure que l'expérience de la crise du Covid ne justifie pas, d'une façon générale, une réduction des chaînes de valeur internationales.

Enfin, les politiques de relocalisation industrielle pourraient rapidement se heurter à des priorités contradictoires. Perçu favorablement par l'opinion publique, le thème de la réindustrialisation se situe en fait à l'intersection de plusieurs aspirations. En effet, en plus d'être considérée comme un moyen de garantir les approvisionnements en période

d'urgence, l'autonomie industrielle s'inscrit également dans la recherche d'objectifs géopolitiques (contrôle des technologies sensibles), sociaux (fourniture d'emplois relativement bien rémunérés) et territoriaux (usines soutenant des pôles d'activité dans les villes de taille moyenne). Toutefois, les politiques et les projets correspondant à chacun de ces objectifs peuvent être très différents, voire incompatibles. Par exemple, les gouvernements pourraient hésiter entre privilégier la protection d'emplois manufacturiers existants dans certaines régions désavantagées ou, au contraire, renforcer l'écosystème de métropoles déjà compétitives en y développant de nouveaux secteurs. En plus d'être coûteuses pour les entreprises, les politiques de réindustrialisation pourraient donc voir leur cohérence menacée par des hésitations, des changements d'orientation et des pressions de la part de divers groupes d'intérêt.

Il n'est donc pas certain de voir, au cours des prochaines années, des efforts de relocalisation et de réindustrialisation aussi intenses qu'annoncés ou pressentis aujourd'hui. En effet, en plus de présenter des difficultés pratiques et politiques, ces efforts pourraient voir l'analyse de leur bien-fondé progressivement remise en cause au fur et à mesure que le sentiment d'urgence s'estompera. De plus, il n'est pas certain qu'une moindre intégration internationale des chaînes de valeur industrielle, même si elle avait lieu, suffirait à compenser (en termes d'échanges totaux) la croissance rapide du commerce mondial des services. Sachant que de nombreux autres facteurs interviendront dans le bras de fer entre mondialisation et démondialisation dans les années à venir, ces éléments ne font que suggérer que ce bras de fer sera complexe, fait d'évolutions contrastées suivant les secteurs et de tendances divergentes vers des circuits commerciaux parfois plus domestiques, parfois plus régionaux mais parfois aussi, dans certains cas, encore plus mondialisés qu'aujourd'hui.

Achévé de rédiger le 24/11/2020

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour mensuelle

Ce mois-ci, nous avons laissé inchangées les probabilités du scénario central et des scénarios alternatifs fortement ancrées à nos prévisions macroéconomiques. Nous avons toutefois modifié notre analyse pour tenir compte des résultats des élections américaines, des nouvelles positives sur le vaccin et de l'impact de la deuxième vague de la COVID-19.

SCÉNARIO BAISSIER
25 %

Stagnation à long terme

Analyse

- Ralentissement économique prolongé en raison de l'incertitude (manque de visibilité); les multiplicateurs des politiques en place sont faibles: les liquidités ne se transmettent pas à l'économie réelle, les conditions financières se durcissent, 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

SCÉNARIO CENTRAL
65 %

Reprise multi-vitesses et pluri-annuelle

Analyse

- Plusieurs années pour un retour à la normale
- Plusieurs vaccins devraient être disponibles pour les populations ciblées par la recommandation vaccinale au S1 2021 et plus largement au S2 2021
- L'année 2021 pourrait de ce fait être marquée par des phases de crise économique, des flambées épidémiques, des confinements localisés et des mesures de relance
- Les politiques monétaires « non conventionnelles » devraient se maintenir pour faire face aux risques déflationnistes et à l'augmentation de la dette publique
- Forte volonté politique de mobiliser les politiques budgétaires dans les économies avancées, mais leur déploiement constitue un risque important
- Dynamique positive des bénéfices des entreprises et diminution des risques de solvabilité
- Le rapport commerce mondial/ PIB mondial devrait poursuivre son recul, mais moins de tensions géopolitiques après les élections américaines.
- La crise du covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses (risque de tensions sociales accrues)

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 et les confinements sont évités
- La productivité est stimulée par les nouveaux développements numériques/verts ou par une normalisation plus rapide de la reprise
- L'incertitude étant moindre, 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)

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

SCÉNARIO BAISSIER
25 %**Stagnation à long terme**

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**

Répercussions sur les marchés

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

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.

L'or reste un bon outil de couverture et de diversification à moyen terme

LORENZO PORTELLI, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

L'or a perdu 10 % depuis son pic de l'été dernier et les causes de ce repli s'expliquent de manière très précise. Tout d'abord, la conviction grandissante que 2021 sera une année de reprise économique, la crainte accrue de voir les taux réels augmenter l'année prochaine et l'actualité positive entourant la découverte de vaccins contre le Covid-19 ont incité les investisseurs à se détourner de l'or. En outre, la crainte d'une normalisation plus rapide que prévu des politiques monétaires a également affecté la dynamique de l'or.

Les injections de liquidités par les banques centrales ont largement contribué à la performance spectaculaire de l'or en 2020, mais en cas de disparition de ce déterminant, l'or serait exposé à un risque baissier. Cependant, nous restons optimistes sur l'or à moyen terme, car nous n'anticipons pas de hausse significative des taux réels. Nous pensons que les banques centrales resteront très accommodantes en 2021 en maintenant leurs taux directeurs inchangés et en s'assurant que les rendements obligataires à long terme restent à des niveaux peu élevés.

Par ailleurs, le virus n'étant toujours pas maîtrisé, le niveau d'aversion au risque des investisseurs peut évoluer de manière rapide. Enfin, nous pensons que le dollar est entré dans une phase de repli, ce qui soutiendra le prix de l'or.

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 épencentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

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

RISQUE ÉCONOMIQUE
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), et que des vaccins sont bientôt disponibles, 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 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 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 a accru les risques de solvabilité, en dépit des mesures prises par les banques centrales et des dispositifs de garantie des gouvernements.
- Les taux de défaut pourraient atteindre 15 %, voire 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 %

– Brexit dur

- Malgré d'intenses négociations, l'UE et le Royaume-Uni n'ont pas trouvé, au moment de la rédaction du présent document, d'accord sur leur future relation.
- Un Brexit sans accord sur fond de confinement partiel pourrait plonger le Royaume-Uni dans une profonde récession, qui impacterait l'UE.
- 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 avec les membres de l'UE ayant des priorités économiques similaires.

– Tensions entre les États-Unis et la Chine

- Le ton belliqueux du Parti Démocrate crée de nouvelles incertitudes politiques autour des relations entre les deux pays, après les élections américaines.
- Éventuelles confrontations accidentelles en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan.

– Instabilité au sein et entre les pays émergents

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être sources d'incertitude. Dans les pays émergents, l'inflation 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, optionalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GEO)POLITIQUE
20 %

+ 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 deuxième vague de Covid-19 a forcé l'introduction de nouvelles mesures de confinement à travers l'UE et mène à une nouvelle contraction au T4 2020. Aux États-Unis, un ralentissement soutenu de l'activité économique est également en cours au T4 avec l'explosion à des niveaux records des cas de Covid-19.
- Les données prospectives et les statistiques effectives confirment cette tendance, mais le secteur manufacturier résiste mieux que les services, qui sont plus affectés par les confinements et la distanciation sociale.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- **Les actifs risqués sont devenus de plus en plus chers, malgré un début progressif de redressement des BPA.**
- Les PER en valeur absolue sont toujours supérieurs à leur moyenne historique, même si l'on tient compte des BPA anticipés élevés pour 2021. La prime de risque sur les actions et les PER ajustés en fonction des injections de liquidités des BC restent avantageux pour les actions en termes de valeur relative, toutefois les niveaux atteints après les élections américaines et l'actualité positive autour des vaccins ont quelque peu réduit leur potentiel de hausse.



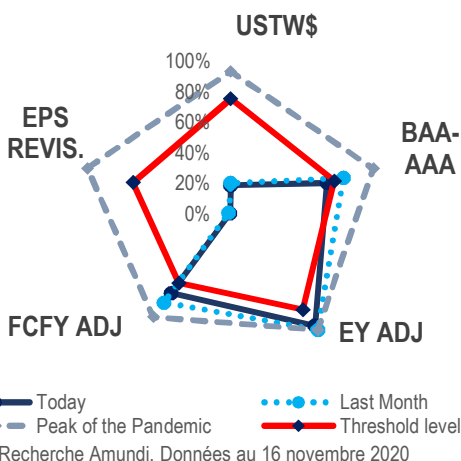
FACTEURS TECHNIQUES

- Les facteurs techniques des marchés sont restés mitigés en novembre. L'euphorie suscitée par les futurs vaccins contre le Covid-19 (Pfizer et Moderna ont annoncé une efficacité supérieure à 90 % dans leur analyse finale des données) a entraîné un regain d'appétit pour les actifs risqués, dont la dynamique s'est renforcée depuis le mois dernier.
- Cette dynamique s'est toutefois avérée violente et brutale, et la plupart des marchés n'étaient pas loin d'être surachetés au moment de la rédaction de ces lignes.

SENTIMENT

- Notre indicateur du sentiment de risque a fait preuve de résistance durant les élections américaines et s'est encore amélioré en novembre, renforçant ainsi sa préférence relative pour les actifs risqués. L'indicateur CAST reste le principal soutien.
- Le durcissement des restrictions constitue toujours un obstacle à la croissance au T4, mais les révisions des BPA continuent de progresser. La tendance baissière du dollar représente l'autre facteur de soutien important. Le *spread* Baa-Aaa de Moody's est passé sous le seuil d'alerte pour la première fois depuis l'été.
- Les flux entre classes d'actifs (données State Street) sont passés en catégorie « appétit pour le risque » à la mi-octobre, le risque étant pris dans tous les domaines (devises, actions, matières premières et taux).

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 Ce qu'il faut retenir des élections américaines

- Le cycle électoral américain de 2020 se terminera avec le second tour des élections sénatoriales en Géorgie, le 5 janvier 2021.
- Une vague démocrate est peu probable et le président élu, Joe Biden, aura du mal à faire passer un important train de mesures budgétaires, à augmenter considérablement l'impôt sur les sociétés ou à faire adopter des lois draconiennes nuisant aux bénéficiaires des entreprises. Une réglementation stricte ou un démantèlement des géants du numérique est par ailleurs peu probable.
- Les annonces relatives à la composition du nouveau gouvernement très importantes pour les investisseurs. La nomination de Janet Yellen dont l'approche est favorable à la croissance, crédible et bipartisane est positive pour les marchés. Le Trésor américain et la Fed seront très proches et collaboreront pour assurer la reprise économique et lutter contre les inégalités.
- La politique pro-climat de John Kerry et la politique pro-européenne et multilatérale d'Antony Blinken sont également positives pour le marché et les investissements ESG.

2 Confirmation du ralentissement économique au quatrième trimestre

- Après le fort rebond du PIB au troisième trimestre, les données réelles et prospectives confirment la poursuite de la décélération progressive de l'activité économique, sous l'effet de la recrudescence du coronavirus.
- Nous nous attendons donc à une légère contraction en zone euro au quatrième trimestre en raison de l'introduction de nouvelles restrictions plus strictes dans toutes les grandes économies et, pour ce qui est des États-Unis, le rythme de la croissance devrait ralentir.
- Après un premier trimestre 2021 faible, la croissance devrait reprendre dans la zone euro, grâce à la disponibilité d'un vaccin et au programme « Next Generation EU ».
- Aux États-Unis, un nouveau plan de relance budgétaire entraînera un premier trimestre solide, qui sera suivi d'une croissance progressive mais soutenue. L'inflation devrait, à court terme, rester plus faible en zone euro qu'aux États-Unis.
- Pour l'heure, les prévisions de tendance haussière en 2021 s'appuient sur un affaiblissement des tensions sur le pétrole et dans le secteur de l'énergie (mi 2021) et sur une reprise du PIB et de la demande intérieure.

3 Un parcours sinueux vers le vaccin

- Les taux d'efficacité annoncés de plusieurs vaccins disponibles en masse sont indéniablement une excellente nouvelle du point de vue économique et du marché financier.
- Toutefois la production, la distribution et l'adhésion des populations restent des sources d'incertitude. Elles s'accompagnent de risques liés notamment à la sécurité d'un déploiement à grande échelle, à la durabilité et au niveau de protection immunitaire, aux mutations virales et à la distribution dans les régions plus reculées ou dans des zones de conflit.
- Nous pensons toujours que les vaccins ne permettront pas de maîtriser la pandémie avant le deuxième semestre 2021.

4 Les marchés devraient se pencher sur la logistique des prochains mois et veulent progresser davantage

- Le contexte économique reste favorable aux actifs risqués malgré une pause dans la progression des données prospectives en raison de la deuxième vague.
- Nous tablons sur une reprise mondiale en 2021 avec une dynamique positive du cycle des bénéficiaires, qui devrait bénéficier du déploiement des vaccins. Nos prévisions de BPA sont inférieures au consensus mais restent favorables à une progression des actions mondiales.
- Le rebond cyclique des actions a rencontré une certaine résistance mais devrait se prolonger et inclure les retardataires. La finalisation d'un vaccin serait un puissant catalyseur, tandis qu'une pentification de la courbe des taux d'intérêt pourrait aider. Les actifs de qualité restent au cœur de notre allocation globale.
- Nous anticipons un dollar plus faible pour l'avenir. Toutes les monnaies du G10 (sauf le CHF) ont un potentiel de hausse appréciable dans notre scénario central.

POINTS CLÉS

RCEP: création de la plus grande zone de libre-échange d'Asie

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

Le 15 novembre, après de nombreuses années de négociations, 10 pays de l'Association des nations du sud-est asiatique (ASEAN) et leurs partenaires commerciaux (Chine, Corée du Sud, Japon, Australie et Nouvelle-Zélande) ont signé un accord régional de libre-échange baptisé RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership). Celui-ci complétera les accords de libre-échange existants et permettra de rationaliser davantage les normes en vigueur, notamment les règles d'origine.

Dans la mesure où l'intégration régionale était déjà très forte, cet accord, à court terme, ne devrait contribuer que légèrement à la croissance des pays signataires, en les rapprochant davantage. Pourtant, dans un contexte difficile pour le commerce mondial, cet accord souligne les avantages du multilatéralisme.

La signature du RCEP par la Chine, la Corée du Sud et le Japon est également une bonne nouvelle sur le plan géopolitique, compte tenu de l'impasse dans laquelle se trouve leur propre négociation trilatérale d'un accord de libre-échange sur fond de tensions politiques croissantes. L'accord renforcera l'interdépendance de ces trois économies et devrait compenser certains effets négatifs du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Une éventuelle participation de l'Inde à l'avenir pourrait venir accroître l'impact positif de l'accord.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=	▲	Le résultat des élections semble optimal car les répercussions potentielles sur les bénéficiaires (impôts élevés et réglementations excessives) d'un coup de balai démocrate sont désormais hors de propos. Les bénéfices des entreprises, qui ont été solides cette saison, et les progrès sur les vaccins seront désormais les principaux moteurs des marchés. D'un point de vue sectoriel, la production manufacturière est robuste et la demande de services est très contenue, ce qui indique une rotation potentielle vers la qualité. Les investisseurs devraient rester équilibrés, étant donné que les mesures de relance budgétaire seront plus faibles que prévu et qu'il pourrait y avoir de la volatilité si la transition du pouvoir vers Biden ne se fait pas en douceur.
	Europe	=/+	▲	Nous sommes prudemment optimistes dans la mesure où les inquiétudes liées à l'impact d'un confinement induit par la seconde vague sont contrebalancées par les anticipations d'une poursuite des mesures de relance et d'une impulsion potentielle du déploiement de vaccins. Des opportunités existent dans les domaines de la normalisation/réouverture (« Value », cycliques), même si la sélectivité et la solidité du bilan restent nos priorités.
	Japon	+	▲	Une évolution vers la cyclicité devrait profiter aux marchés japonais orientés vers l'exportation qui ont relativement bien résisté à la seconde vague. Le Japon devrait également bénéficier de ses liens commerciaux étroits avec la Chine.
	Marchés émergents	+	▲	Une victoire de Biden élimine un certain excès d'offre sur les actions émergentes, compte tenu des anticipations de stabilité de la politique étrangère et commerciale et d'une approche moins conflictuelle des relations avec la Chine. Ce dernier, ainsi que des marchés comme la Corée du Sud et l'Amérique latine (poussée sur les matières premières), gagneraient à un biais en faveur de la cyclicité. Dans l'ensemble, le monde émergent bénéficierait de l'amélioration de l'environnement de croissance en Chine.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Nous restons proches de la neutralité sur les bons du Trésor américain dans nos portefeuilles internationaux en raison de leur capacité à fournir une protection en période d'incertitude. Toutefois, nous surveillons activement l'évolution des taux/rendements. Au sein des portefeuilles américains, nous pensons que les emprunts d'État américains offrent une bonne source de liquidité, mais leur potentiel limité à offrir des avantages en matière de diversification dans l'environnement actuel nous oblige à rester prudents dans l'ensemble.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=	▼	Nous sommes neutres/légèrement positifs compte tenu du soutien continu de la politique monétaire, mais il est important de reconnaître que les <i>spreads</i> se sont déjà resserrés pour atteindre leurs niveaux d'après la crise financière mondiale. Par conséquent, les investisseurs doivent réduire le risque lorsque le profil de risque/rendement est asymétrique. Les marchés du logement et de la consommation offrent des opportunités intéressantes dans le crédit titrisé.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=	▲	Nous cherchons à exploiter le potentiel de resserrement sur des segments qui continueront d'être soutenus par l'action de la Fed et qui peuvent résister à une lente reprise. Cela dit, nous sommes très sélectifs, notamment dans les zones touchées par le confinement et où le risque de défaut est élevé.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes défensifs sur les pays core Euro, compte tenu du potentiel limité de nouvelles baisses des taux, mais des politiques monétaires accommodantes seront maintenues. Sur la dette périphérique, nous sommes toutefois constructifs (notamment en Italie) car la poursuite du soutien de la BCE permettrait d'éviter tout risque de fragmentation.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+	▼	Le crédit offre un rendement supplémentaire dans un monde sans revenus où la dette à rendement négatif augmente à nouveau. Toutefois, les investisseurs devraient se rendre compte que les <i>spreads</i> se sont fortement resserrés et que la sélection de titres de crédit et la priorité accordée à la liquidité sont donc primordiales.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		L'abondance de liquidités liée au soutien de la BCE masque le problème de qualité, conduisant à une compression uniforme des <i>spreads</i> . Mais à l'avenir, les marchés différencieraient les entreprises de qualité de celles dont les fondamentaux sont faibles. Par conséquent, il est important pour les investisseurs d'être sélectifs et d'éviter les entreprises faiblement notées et endettées dont les perspectives de revenus sont incertaines.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Les obligations des marchés émergents devraient bénéficier de l'appétit des investisseurs pour la recherche de rendement, les taux des pays développés étant à des niveaux historiquement bas. Les obligations IG semblent coûteuses, les <i>spreads</i> n'étant pas très éloignés de ceux d'avant la Covid-19. En revanche, le HY présente un profil de risque-rendement bien meilleur, surtout à la lumière de vaccins prometteurs et d'une victoire Biden.
	Émergents Dette en devise locale	+	▲	Une présidence Biden devrait soutenir un dollar faible et est globalement positive pour les entrées de capitaux dans les pays émergents. En ce qui concerne les devises, nous pensons que l'amélioration de l'environnement favorable à la solide performance probable des actifs risqués devrait dopper les devises émergentes.
AUTRES	Matières premières			Le prix du pétrole a réagi de manière excessive à une augmentation inattendue de la production de pétrole par la Libye, à un moment où les nouveaux confinements exacerbent les inquiétudes liées à la reprise de la demande. Néanmoins, nous confirmons notre fourchette cible de 40-50 US \$/bbl pour le WTI pour 2021. Nous réitérons également notre vue positive sur l'or malgré les taux d'intérêt et la volatilité du dollar qui limitent la hausse du métal jaune. À long terme, l'or bénéficiera de la poursuite des politiques accommodantes des banques centrales.
	Devises			L'USD reste surévalué selon nos modèles de 'juste valeur'. Récemment, lorsque le décompte des voix a clairement montré que Biden devançait Trump, le sentiment des investisseurs a bondi et le billet vert s'est fortement effondré. Mais le chemin vers la 'juste valeur' devrait être chaotique, car les confinements localisés pourraient durer un certain temps et il est probable que Trump ne permettra pas une transition en douceur du pouvoir. La confiance sur la croissance économique est une autre variable clé qui pourrait affecter la concrétisation de la tendance baissière du dollar. Toutefois, dans l'ensemble, le passage d'une contraction à un régime de relance serait défavorable au dollar. Les devises liées aux matières premières devraient bénéficier le plus d'un tel changement de régime, tandis que pour la livre sterling, les nouvelles concernant le Brexit devraient jouer un rôle clé à court terme.

LÉGENDE

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

Source : Amundi 20 novembre 2020, opinions relatives 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 (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-4,3/-3,7	5,1/5,8	3,4/4,2	2,6	2,6	2,8
Pays développés	-5,9/-5,4	4,4/4,9	2,9/3,4	0,7	1,3	1,6
États-Unis	-4,1/-3,5	4,7/5,3	2,6/3,2	1,3	2,0	2,1
Japon	-5,5/-4,9	2,7/3,3	1,1/1,7	0,0	0,1	0,2
Royaume-Uni	-11,4/-10,8	4,8/5,4	3,5/4,1	0,8	1,5	1,8
Zone euro	-7,7/-7,1	4,7/5,3	3,7/4,3	0,2	0,9	1,5
Allemagne	-6,2/-5,6	3,2/3,8	2,8/3,4	0,7	1,3	1,5
France	-9,3/-8,7	6,0/6,6	3,6/4,2	0,5	0,9	1,6
Italie	-9,3/-8,7	4,4/5,0	2,9/3,5	-0,1	0,5	1,4
Espagne	-12,2/-11,6	5,4/6,0	5,4/6,0	-0,5	0,6	1,3

Source : Recherche Amundi

- États-Unis** : après une contraction record au deuxième trimestre et un rebond spectaculaire au troisième, nous attendons un net ralentissement au quatrième trimestre en raison de la recrudescence des cas de Covid-19 et du ralentissement progressif de plusieurs indicateurs économiques et comportementaux. Les perspectives de croissance pour l'année prochaine restent soutenues par la combinaison favorable des politiques monétaire et budgétaire. Après un léger tassement au second semestre 2020, l'inflation globale devrait repartir à la hausse et, en raison d'une inversion des effets de base du prix du pétrole, dépassera momentanément son niveau cible en milieu d'année avant de revenir à la cible. Après le 3 novembre, la prochaine date clé est celle du 5 janvier, date à laquelle la composition finale du Congrès sera connue.
- Zone euro** : après le fort rebond du début du troisième trimestre, le quatrième trimestre devrait être marqué par une nouvelle contraction du PIB (moins prononcée que celle deuxième trimestre), car la nouvelle augmentation des cas de Covid-19 a incité les gouvernements de la zone euro à imposer de nouveaux dispositifs de confinement. Après une légère reprise au premier trimestre, la mise à disposition et la distribution initiale d'un vaccin contribueront à renforcer la confiance et à débloquer la demande insatisfaite à partir du deuxième trimestre. Nous nous attendons ensuite à ce que la croissance reste soutenue au-dessus de son potentiel par une combinaison de politiques monétaires et budgétaires particulièrement accommodantes. L'inflation devrait rester modérée à court terme, avec d'importants risques baissiers au quatrième trimestre, avant d'augmenter progressivement en 2021 tout en restant largement inférieure à l'objectif.
- Japon** : l'économie se remet de la profonde récession qui a suivi la hausse de la TVA en octobre 2019 et le déclenchement de la pandémie mondiale. Au troisième trimestre, le PIB a rebondi de 5 % en glissement trimestriel, effaçant ainsi moins de la moitié de la baisse enregistrée depuis le quatrième trimestre 2019. La voie du rétablissement reste semée d'embûches. En novembre, les PMI japonais n'étaient pas encore revenus à 50. Une nouvelle flambée épidémique a commencé à peser sur le sentiment et les activités d'extérieur. Nous n'anticipons donc pas de retour de l'économie à ses niveaux d'avant-crise avant 2022. Compte tenu de l'*output gap* significatif, l'inflation restera faible.
- Royaume-Uni** : l'économie a enregistré un rebond technique au troisième trimestre après la chute record du deuxième trimestre. Cependant, la seconde vague de Covid-19 a forcé la mise en place de nouvelles mesures de confinement, ce qui a entraîné une nouvelle contraction (bien que plus modérée) au quatrième trimestre. Après un premier trimestre faible, l'économie retrouvera un certain dynamisme, grâce notamment à la mise à disposition d'un vaccin. La pression sur le marché du travail est forte, malgré les nouveaux dispositifs de soutien à l'emploi. Les politiques budgétaires restent très favorables et un nouvel assouplissement sur le front monétaire plus tard cette année semble de plus en plus probable en raison de la grande incertitude qui sous-tend le Brexit.

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

	26-11 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,12
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,56
Japon	-0,03	-0,1	-0,06	-0,1	-0,07
RU	0,10	0,00	0,06	0,00	0,03

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	10 décembre
BCE Conseil des gouverneurs	16 décembre
Banque du Japon MPM	18 décembre
Banque d'Angleterre MPC	17 décembre

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed s'est montrée satisfaite du niveau d'assouplissement fourni par l'actuel programme d'achat d'actifs (80 milliards de dollars en bons du Trésor et 40 milliards en MBS par mois). Ce programme apporte un soutien conséquent à l'économie et a permis d'assouplir significativement les conditions financières. Le FOMC semble toutefois préoccupé par les risques baissiers liés à la récente flambée des nouveaux cas de Covid-19 ainsi que par l'absence de mesures de relance budgétaire.

De nouvelles indications concernant les achats d'actifs ou d'éventuelles modifications du programme d'achat d'actifs pourraient être communiquées en décembre en cas de dégradation des perspectives. Le FOMC a longuement débattu du programme d'achat d'actifs et de la manière dont il pourrait en ajuster les paramètres de manière à offrir davantage de souplesse (composition, taille, durée et calendrier des achats). On peut supposer que le Comité est parvenu à un consensus sur ce qu'il convient de faire en cas de besoin.
- BCE :** lors de sa dernière réunion, la BCE s'est engagée à prendre des mesures énergiques en décembre, sous la forme d'un train de mesures complet. Ce train de mesures devrait aller dans le sens d'un scénario « bas plus longtemps » en matière de rendement et de quête de rendement, en combinant : 1) une expansion notable d'achat d'actifs, principalement par le biais du PEPP, 2) une extension du calendrier des nouveaux achats et des réinvestissements du QE, 3) une extension et/ou un assouplissement des conditions favorables des TLTRO. Après la réunion, la communication de la BCE s'est également concentrée sur la persistance des mesures de relance, ainsi que sur leur ampleur, soulignant l'importance de prolonger le positionnement politique actuel.
- BoJ :** comme anticipé, les politiques monétaires sont restées inchangées en octobre. Dans ses dernières perspectives économiques trimestrielles, la banque centrale a indiqué que l'inflation pourrait rester négative pendant un certain temps avant de redevenir positive, la banque anticipant une lente amélioration de l'économie et de l'écart de production. Elle a également pris acte des difficultés à atteindre l'objectif d'inflation de 2 % et a insisté davantage sur la pérennité de la politique monétaire. Cela permet une certaine souplesse dans le montant des achats d'actifs au cours d'une période prolongée d'assouplissement monétaire. En outre, le soutien financier au secteur privé se poursuivra probablement au-delà de l'échéance de mars.
- BoE :** la Banque d'Angleterre a surpris les marchés de manière positive lors de sa dernière réunion, en annonçant à l'unanimité un renforcement de 150 milliards de livres sterling de son programme d'achat d'actifs d'ici fin 2021. Une action sur les taux demeure possible, mais le QE reste pour l'instant l'instrument privilégié. Comme la Fed et la BCE, la BoE continuera à soutenir la politique budgétaire par le biais de la politique monétaire, car les risques restent orientés à la baisse.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 25/11/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-4.3/-3.7	5.1/5.8	3.4/4.2	2.6	2.6	2.8
Pays émergents	-3.2/-2.5	5.6/6.4	3.8/4.8	3.9	3.6	3.7
Brésil	-4.6/-4.1	3.0/4.0	1.0/3.0	3.1	3.6	3.4
Mexique	-9.5/-9.0	3.6/4.6	1.7/3.7	3.5	3.5	3.3
Russie	-4.0/-3.5	2.5/4.0	1.5/3.0	3.2	3.75	3.80
Inde	-8.7/-7.7	7.5/8.7	4.7/6.1	6.7	6.0	5.5
Indonésie	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.7	3.3
Chine	1.5/2.1	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.5	2.1
Afrique de Sud	-9.1/-8.1	1.9/2.9	0.8/1.8	3.1	3.8	4.3
Turquie	-5.2/-4.2	4.0/5.0	3.5/4.5	11.7	12.8	10.8

Source : Recherche Amundi

- Chine :** l'économie a attaqué le quatrième trimestre à un rythme soutenu, emmenée par le secteur des services. La production industrielle a continué son expansion séquentielle au-dessus de la tendance, malgré un tassement par rapport au troisième trimestre. La reprise des exportations s'est étendue aux marchandises sans lien avec le Covid, ce qui a entraîné une hausse des coûts d'expédition. Nous anticipons un ralentissement de la croissance du crédit en 2021, dans un contexte de normalisation des politiques. Les dépenses publiques devraient céder la place à la consommation privée. L'IPC global devrait faire l'objet de nouvelles corrections au quatrième trimestre et au premier trimestre 2021, à mesure que les prix de la viande porcine effacent les gains précédents, mais l'inflation sous-jacente a déjà dépassé son point bas.
- Mexique :** l'économie a fortement rebondi au troisième trimestre, avec une croissance spectaculaire de 60 % (en rythme annualisé CES), portée par le redémarrage de l'économie, l'amélioration de la mobilité, la vigueur des transferts de fonds de la part des travailleurs émigrés et la demande extérieure. Cette dynamique est toutefois en train de ralentir, la taille de l'économie étant toujours nettement inférieure à ses niveaux d'avant la crise et l'évolution à moyen terme étant fortement tributaire de la dynamique américaine (mais aussi en raison du manque de soutien de la politique intérieure). Les perspectives d'inflation restent assez favorables — elles devraient se rapprocher de l'objectif — grâce notamment à la vigilance de Banxico qui a marqué une pause en novembre, mais qui devrait probablement effectuer quelques baisses supplémentaires en 2021. La politique budgétaire reste, quant à elle, prudente vis-à-vis de l'interconnexion des marchés. Enfin, si le policy mix est clairement sous-optimal et la situation de Pemex problématique, l'actualité positive sur la question des vaccins équilibre la situation d'ensemble du Mexique.
- Turquie :** une actualité très dense : i) remplacements du Gouverneur de la CBRT et du Ministre des Finances par deux technocrates appréciés des marchés pour leur orthodoxie en matière de politiques économiques et ii) hausse du principal taux directeur de 475 pb à 15,0 % et annonce de la fin du système d'encadrement des taux. Le resserrement de la CBRT est in fine limité car il n'augmente le coût de financement moyen que de 20pb. Toutefois, le langage du comité et la simplification du cadre politique devraient améliorer la prévisibilité et la transparence de la CBRT.
- Afrique du Sud :** Fitch et Moody's ont abaissé la note souveraine d'un cran respectivement à BB- et Ba2 tout en maintenant des perspectives négatives. Les deux agences ont déclaré que leur décision a été motivée par une dette élevée et croissante, une croissance potentielle faible et des risques de mise en œuvre autour des plans de croissance à moyen terme et de budget du gouvernement, questionnant notamment la capacité du gouvernement à appliquer la baisse des salaires publics incluse dans le MTBPS. Il va en résulter une hausse du coût de financement du pays qui contraindra davantage la politique budgétaire.

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

	26-11 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4	4	3,85	4	3,75
Brésil	2	2	2,05	2,75	3,05
Russie	4,25	4,00	4,15	4	4,15

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 décembre
RBI (Inde)	4 décembre
BCB (Brésil)	10 décembre
CBR (Russie)	18 décembre

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** l'environnement réglementaire du crédit devient moins favorable en Chine, mettant en évidence les maillons faibles de l'économie. Même si nous pensons que les décideurs politiques sont en mesure d'éviter tout risque systémique dès le départ, les disparités vont inévitablement s'accroître et les défauts augmenter de manière régulière. Compte tenu de la normalisation de la croissance du crédit, la politique monétaire devrait rester neutre au lieu de se durcir davantage. La banque centrale souhaite éviter un assouplissement généralisé en abaissant le LPR (taux de référence des prêts bancaires) ou le RRR (ratio des réserves obligatoires), mais pourrait néanmoins augmenter les injections nettes de liquidités par le biais des MLF (facilité de prêt à moyen terme)/reverse repos (prises en pension) si les taux interbancaires continuent de grimper.
- RBI (Inde) :** la banque centrale indienne a maintenu ses taux directeurs inchangés en octobre et nous anticipons un maintien du statu quo lors de la prochaine réunion en début décembre. Les conditions économiques se sont améliorées ces derniers temps, mais certains risques baissiers pèsent sur la croissance en raison des rassemblements liés aux récentes célébrations religieuses qui pourraient entraîner une recrudescence du virus. La principale préoccupation de la RBI devrait être l'inflation, qui a atteint 7,6 % en octobre et devrait très probablement entraîner une révision importante de ses prévisions d'inflation pour le futur proche. Contrairement à la RBI, nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation converge de manière persistante vers la cible dans l'immédiat.
- BCB (Brésil) :** À la suite d'une décision prise à l'unanimité, la banque centrale du Brésil a choisi de maintenir son taux directeur au niveau historiquement bas de 2 % pour la deuxième fois de suite. L'orientation prospective préconisant un taux bas plus longtemps jusqu'à ce que les anticipations d'inflation se rapprochent suffisamment de l'objectif est également restée inchangée, mais reste subordonnée au régime budgétaire actuel. La banque centrale a estimé que la récente hausse de l'inflation était temporaire et attribuable à sa composante alimentaire et à l'impact du taux change. Ses prévisions d'inflation à moyen terme ont peu évolué et sont restées en dessous de l'objectif. En outre, malgré une hausse des risques, il a été considéré que le régime budgétaire était resté inchangé. Le ton accommodant de la banque centrale est cohérent avec notre hypothèse selon laquelle les taux resteront inchangés pendant la plus grande partie de 2021.
- 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 anticipations 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

(25 novembre 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
États-Unis	-4,1/-3,5	4,7/5,3	2,6/3,2	1,3	2,0	2,1
Japon	-5,5/-4,9	2,7/3,3	1,1/1,7	0,0	0,1	0,2
Zone euro	-7,7/-7,1	4,7/5,3	3,7/4,3	0,2	0,9	1,5
Allemagne	-6,2/-5,6	3,2/3,8	2,8/3,4	0,7	1,3	1,5
France	-9,3/-8,7	6,0/6,6	3,6/4,2	0,5	0,9	1,6
Italie	-9,3/-8,7	4,4/5,0	2,9/3,5	-0,1	0,5	1,4
Espagne	-12,2/-11,6	5,4/6,0	5,4/6,0	-0,5	0,6	1,3
Royaume-Uni	-11,4/-10,8	4,8/5,4	3,5/4,1	0,8	1,5	1,8
Brésil	-4,6/-4,1	3,0/4,0	1,0/3,0	3,1	3,6	3,4
Mexique	-9,5/-9,0	3,6/4,6	1,7/3,7	3,5	3,5	3,3
Russie	-4,0/-3,5	2,5/4,0	1,5/3,0	3,2	3,75	3,80
Inde	-8,7/-7,7	7,5/8,7	4,7/6,1	6,7	6,0	5,5
Indonésie	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,7	3,3
Chine	1,5/2,1	7,9/8,5	4,9/5,5	2,5	1,5	2,1
Afrique du Sud	-9,1/-8,1	1,9/2,9	0,8/1,8	3,1	3,8	4,3
Turquie	-5,2/-4,2	4,0/5,0	3,5/4,5	11,7	12,8	10,8
Pays développés	-5,9/-5,4	4,4/4,9	2,9/3,4	0,7	1,3	1,6
Pays émergents	-3,2/-2,5	5,6/6,4	3,8/4,8	3,9	3,6	3,7
Monde	-4,3/-3,7	5,1/5,8	3,4/4,2	2,6	2,6	2,8

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	26/11 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,12
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,54	-0,50	-0,56
Japon	-0,03	-0,1	-0,06	-0,1	-0,07
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,06	0,00	0,03

Pays émergents

	26/11 2020	Amundi + 6m.	Consensus T1 2021	Amundi + 12m.	Consensus T3 2021
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4	4	3,85	4	3,75
Brésil	2	2	2,05	2,75	3,05
Russie	4,25	4,00	4,15	4	4,15

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	26/11 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,16	0,10/0,3	0,21	0,10/0,3	0,26
Allemagne	-0,758	-0,70/-0,50	-0,80	-0,70/-0,50	-0,83
Japon	-0,143	-0,20/-0,10	-0,16	-0,20/-0,10	-0,15
Royaume-Uni	-0,035	0/0,25	-0,03	0/0,25	-0,04

Taux 10 ans

	26/11 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,88	0,8/1	0,98	1,1/1,2	1,07
Allemagne	-0,58	-0,60/-0,40	-0,52	-0,50/-0,30	-0,48
Japon	0,03	-0,10/0,10	0,07	0/0,2	0,11
Royaume-Uni	0,30	0,20/0,4	0,40	0,3/0,5	0,47

Prévisions de change

	23/11/2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021		23/11/2020	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
EUR/USD	1,19	1,20	1,21	1,21	1,22	EUR/SEK	10,16	10,01	10,35	9,83	10,13
USD/JPY	104	103	105	106	107	USD/CAD	1,30	1,29	1,30	1,27	1,29
EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,90	0,90	AUD/USD	0,74	0,76	0,74	0,77	0,76
EUR/CHF	1,08	1,11	1,09	1,13	1,11	NZD/USD	0,70	0,70	0,69	0,69	0,70
EUR/NOK	10,60	10,33	10,50	10,14	10,30	USD/CNY	6,59	6,30	6,60	6,40	6,63

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

MARKET OUTLOOK


Perspectives d'investissement 2021 Des rotations de marché dans un contexte de reprise inégale (23-11-2020)

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe - MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe avec la contribution des équipes de recherche, les pôles d'investissement - équipes dirigeantes et l'équipe Investment Insights

INVESTMENT TALKS


France : perspectives (12-11-2020)

USARDI Annalisa ,CFA, Économiste Senior

2020 post-election analysis: Biden wins, but the United States remains divided (10-11-2020)

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

US election: no winner yet, markets moving from a blue wave to a possible Trump trade (04-11-2020)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - DEFEND Monica, Global Head of Research

THEMATIC PAPERS


Asset Class Return Forecasts – Q4 2020 (30 10 2020)

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

INSIGHTS PAPERS


Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

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

WORKING PAPERS


Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

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

DISCUSSION PAPERS


Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the COVID-19 Crisis

BEN SLIMANE Mohamed – SEKINE Takaya, Quantitative Research – DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

PUBLICATIONS RÉCENTES

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

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

BRECHT David, CFA, Analyste obligataire

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

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

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

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

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit