

Research

02
Février
2021

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Des marchés agités à l'heure de vérité pour les taux

LE THÈME DU MOIS

Cas d'investissement 2021 sur les actions
et déclinaison pour le marché japonais

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#02 - février 2021

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Des marchés agités à l'heure de vérité pour les taux

p. 3

Les marchés s'interrogent quant au scénario de disparition définitive de l'inflation, alors que les points morts d'inflation sont attendus en hausse aux États-Unis sur fond d'accélération de l'économie et d'espoir de mesures de relance budgétaire supplémentaires. Ceci justifie un positionnement prudent et actif sur la durée et les investisseurs sont invités à surveiller de près l'évolution des rendements et à envisager une exposition aux obligations indexées sur l'inflation. Côté actions, les valeurs cycliques, décotées et de qualité offrent un moyen attractif de miser sur une amélioration de l'environnement économique, mais il est essentiel de se montrer sélectif et de tenir compte des valorisations. De manière générale, les investisseurs doivent faire preuve d'agilité et de souplesse dans leur allocation et envisager des stratégies d'investissement moins corrélées pour renforcer la diversification.

Macro

Regarder au-delà de la récente hausse des rendements

p. 5

La courbe des taux américains pourrait légèrement se pentifier, mais la détermination de la Fed à maintenir des conditions financières souples et à soutenir la reprise suggère que la banque centrale empêchera toute augmentation brutale des taux.

Gestion diversifiée

Stabilisation prudente des portefeuilles avec un biais favorable au risque

p. 7

La disparition de certains vents contraires, avec le plan de relance américain, l'accord UE-Chine et le Brexit, nous permet de conserver notre biais sectoriel en faveur de la cyclicité, moyennant quelques ajustements et des couvertures solides.

Marchés obligataires

Inflation : divergences entre l'Europe et les États-Unis

p. 9

Les investisseurs doivent être conscients que les marchés du crédit sont chers, mais la sélection, la recherche et la valeur relative devraient leur permettre de générer des performances honorables sans faire de compromis sur la qualité.

Actions

Valeur relative : poursuite du rapport de force value vs growth

p. 11

Nous pensons que cette année est celle de la reprise, mais le timing de la normalisation n'est pas clair. Il convient de rechercher les modèles économiques qui n'ont pas été perturbés, en laissant de côté les entreprises les plus fragiles (en termes de qualité).

Thématique Global views

Rythme des achats de la Fed: un enjeu clé pour les marchés

p. 13

La Fed est déterminée à maintenir des conditions monétaires très accommodantes et ses taux directeurs inchangés jusqu'à ce que l'économie ait retrouvé le plein-emploi et que l'inflation se soit stabilisée au-dessus de son objectif de 2,0 %. Elle est, en revanche, restée vague jusqu'à présent quant aux facteurs déterminant le rythme de ses achats d'actifs. Seule certitude, ils devront être réduits bien avant de relever les taux directeurs. Mais quand et sur quelle base ? La réduction du rythme des achats de titre comporte des avantages, mais n'est pas sans risques. En effet les épisodes de pentification passés montrent qu'ils ont tendance à être assez abrupts et à générer de la volatilité sur les marchés. Le défi pour la Fed sera de piloter une pentification graduelle de la courbe.

Le thème du mois

Cas d'investissement 2021 sur les actions et déclinaison pour le marché japonais

p. 16

Bien que la reprise économique mondiale ait été anticipée dès 2020, la rotation pro-cyclique en cours devrait se poursuivre. La faiblesse du dollar nous fait préférer les marchés émergents, mais le Japon possède d'autres atouts pour au moins contribuer à bien équilibrer un portefeuille.

Thématique

Pourquoi la Fed ne devrait pas réduire ses achats d'obligations cette année

p. 21

Dans un monde où les rendements des obligations souveraines sont dictés par les banques centrales, les révisions à la hausse des prévisions de croissance de l'économie américaine ont soulevé des interrogations quant aux perspectives de la politique monétaire. La difficulté pour la Fed sera d'évaluer la soutenabilité du rebond attendu au second semestre 2021. La Fed devrait conserver une approche prudente.

Thématique

Obligations souveraines européennes: offre et demande en 2021

p. 24

La dynamique entre les émissions de dette souveraine européenne et les achats de la BCE semble favorable en 2021. Côté offre, les émissions nettes devraient diminuer par rapport à 2020, grâce à la baisse du cumul des déficits budgétaires, au soutien des fonds européens et, dans certains pays, grâce à des comptes de trésorerie plus importants et à davantage de remboursements d'obligations. Côté demande, depuis l'augmentation en décembre du PEPP, le potentiel d'achat de la BCE semble plus que suffisant pour couvrir les nouvelles dettes et pour fournir un coussin de sécurité pour les éventuels besoins de financement supplémentaires.

Thématique

Nouvelle monnaie et peut-être nouveaux pouvoirs: les Monnaies Numériques de Banque Centrale sont pour bientôt

p. 28

Le thème des MNBC (Monnaies Numériques de Banques Centrales) devrait prendre de l'ampleur en 2021. Les banques centrales ont en effet récemment accéléré leurs études et expérimentations dans ce domaine. Instruments d'adaptation des économies à la numérisation, les MNBC sont également des outils visant à renforcer la souveraineté monétaire des États, confrontée à de nouveaux défis. Leur mise en place pose cependant des problèmes complexes. En matière de politique monétaire, elles pourraient offrir de nouvelles possibilités.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 31
> Principaux risques	p. 32
> Avertissement concernant nos prévisions	p. 33
> Analyse cross asset:	p. 34
Identification du point de retournement des marchés	
> Points clés de la Recherche	p. 35

Contexte macroéconomique

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

CIO VIEWS

Des marchés agités à l'heure de vérité pour les taux



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Les marchés ont clôturé 2020 sur de bonnes bases et, avec l'arrivée de la nouvelle majorité démocrate aux États-Unis, un effort budgétaire plus important est devenu plus probable. Nous avons donc été amenés à relever nos prévisions de croissance du PIB 2021 pour les États-Unis dans une fourchette de 5,2 % à 5,7 %, soit plus d'un point au-dessus des estimations précédentes. Ceci souligne la forte divergence d'avec les autres pays développés, pour lesquels nous avons revu nos prévisions à la baisse.

Les marchés remettent soudain en question le scénario de disparition définitive de l'inflation, en particulier aux États-Unis, dans un contexte d'accélération de l'économie. Les rendements des obligations du Trésor américain ont progressé et, en l'espace de seulement quelques jours, la courbe américaine s'est encore fortement pentifiée. Les prévisions d'inflation du marché ont également atteint leur plus haut en deux ans. Si les marchés obligataires se sont adaptés à cette accélération du scénario d'un possible *retour de l'inflation*, les actions ont fait preuve de résilience. En revanche, certains excès, notamment dans le domaine des cryptomonnaies, ont fait l'objet d'ajustements. Le plan de soutien de 1 900 milliards de dollars proposé par Joe Biden face au Covid-19 conforte cette tendance, qui s'est également fait sentir au niveau des devises. Après de fortes fluctuations en 2020, le dollar, en ce début d'année, marque une pause dans sa trajectoire baissière. Le renforcement de ce scénario de reflation exige certains ajustements de la part des investisseurs :

- **Un positionnement plus prudent sur la durée.** Les banques centrales restent accommodantes, mais les marchés commencent à anticiper une possible réduction des achats d'actifs. Pour la première fois, un débat autour de cette question a récemment été évoqué dans l'actualité. Ce débat a été amorcé par l'accélération de la croissance économique et les progrès des campagnes de vaccination contre le Covid-19. Mais de nombreux membres de la Fed jugent ces discussions prématurées, notamment son président, Jerome Powell, qui a récemment souligné l'importance de ne pas abandonner les mesures de soutien de manière précipitée et de rester prudent en termes de communication sur la question. La prudence est également de mise sur la durée dans les pays émergents, où les obligations offrent toujours de belles opportunités de rendement, à condition de gérer la durée attentivement.
- **Une protection contre l'inflation avec des actifs liquides et illiquides** au cours d'une année où le retour de l'inflation aux États-Unis sera probablement l'un des thèmes clés. Les perspectives de relance budgétaire plus importante que prévu, l'accélération de la croissance économique, le déblocage de la demande insatisfaite, les relocalisations de chaînes d'approvisionnement et le rebond des prix de l'énergie sont autant d'éléments qui pourraient entraîner une hausse des anticipations d'inflation et provoquer certains ajustements relatifs du marché. Les obligations indexées sur l'inflation vont devenir de plus en plus attractives (points morts d'inflation et TIPS) de même que certains actifs réels.
- **Une préférence pour les actions par rapport aux obligations dans une perspective multi actifs.** Il convient néanmoins de privilégier les opportunités dans les segments de marché bénéficiant du thème de la reflation, à commencer par les marchés décotés et plus cycliques, comme le Japon et les pays émergents, où la tendance des matières premières est également favorable. En ce qui concerne un ajustement des attentes en matière de taux, plutôt que des mouvements directionnels importants des indices, nous anticipons la poursuite de la rotation des thèmes dominants à *l'intérieur des indices*, les actions décotées et celles sensibles aux taux d'intérêt et à l'énergie se redressant par rapport aux actions de forte/très forte croissance. Cette rotation pourrait traverser un trou d'air momentané au premier trimestre en raison du ralentissement de l'activité et du durcissement des confinements, notamment en Europe, mais la tendance

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Face aux attentes d'inflation, aux valorisations élevées et aux espoirs de reprise économique, recherchez la valeur relative entre les classes d'actifs

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Ajustements sur les actions : baisse sur les pays développés et hausse sur les actions et les devises émergentes
- ▶ Prudence sur la durée américaine dans une perspective multi-actifs
- ▶ Optimisme à l'égard de l'inflation aux États-Unis

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

à la reprise à moyen terme semble intacte, tout comme le thème de la rotation vers les valeurs décotées.

- **Une vigilance nécessaire sur les actions, les valorisations absolues étant loin d'être attractives.** En effet, les performances des marchés actions seraient mises à rude épreuve si les rendements à 10 ans continuent leur progression et notamment si le 10 ans américain atteint 1,3 %. Toutefois, nous ne pensons pas que ce niveau sera atteint de sitôt et considérons que le scénario le plus probable est celui d'une évolution sans tendance marquée qui permettrait de corriger certains des excès consentis durant le rallye de fin d'année. De manière générale, cela appelle donc à couvrir les expositions en actions pour limiter les risques baissiers.

Pour l'heure, le thème monétaire caractérisé par les taux bas, la croissance faible et l'inflation réduite a été dominant, mais un autre thème, celui d'un redressement plus rapide de la croissance réelle, est en train de gagner en importance. Bien entendu, le thème monétaire reste dominant et semble solidement ancré, mais une évolution, même minime, aurait d'importantes répercussions sur les obligations et, à un moment donné, sur les actions. Pour ne pas se laisser piéger dans une logique perdante, il est important de se montrer très sélectif sur les actions en cherchant à identifier des entreprises attractives capables de profiter de la reprise cyclique, mais aussi de générer une croissance des bénéfices à long terme. Côté obligations, il convient de continuer à gérer la durée de manière active et de se positionner sur des opportunités de valeur relative (en termes de courbe et de géographie). Dans un contexte où une diversification classique des actifs pourrait se voir compromise en raison des anticipations de hausse de l'inflation, **les investisseurs devront rester agiles et flexibles dans leurs allocations et envisager des stratégies de gestion moins corrélées pour une plus grande diversification et une meilleure résilience des portefeuilles à un éventuel changement de régime.**

MACRO

Regarder au-delà de la récente hausse des rendements



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

La courbe des taux américains pourrait légèrement se pentifier, mais la détermination de la Fed à maintenir des conditions financières souples et à soutenir la reprise suggère que la banque centrale empêchera toute augmentation brutale des taux

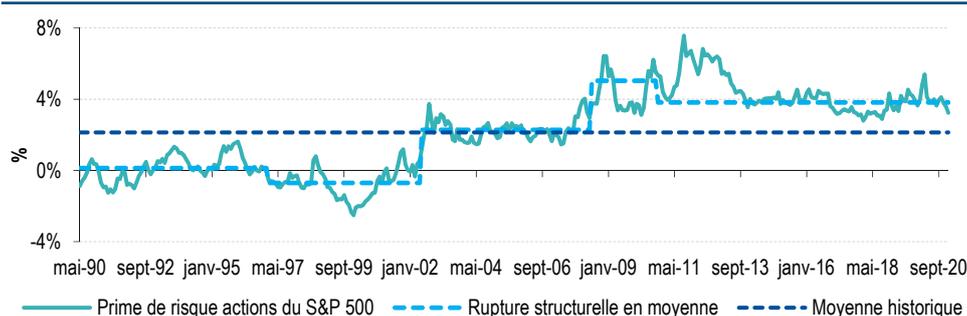
- Tant que le 10 ans américain reflète les anticipations de relance, il pourrait poursuivre sa hausse. Toutefois, **la valorisation relative des obligations du Trésor US par rapport aux actifs risqués, associée au coût du service de la dette** (étant donné l'accumulation croissante de la dette), fixe un plafond à la hausse des rendements.
- Compte tenu de nos prévisions macrofinancières actuelles, notre cible 2021 pour les obligations du Trésor américain à 10 ans est de 1,30 %

La Fed est déterminée à maintenir des conditions financières souples, mais cette volonté a été mise à l'épreuve en janvier, lorsque les marchés ont commencé à anticiper un élargissement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis. En ce début d'année 2021, les marchés restent fortement influencés par les politiques et restent donc vulnérables à d'éventuelles évolutions de celles-ci. **Cela explique notre vigilance à l'égard des actifs risqués et souligne le rôle de « moteur du marché » que jouent les obligations du Trésor à 10 ans.** De plus, la pentification de la courbe des taux américains en janvier montre que la Fed en contrôle le segment à court terme, où les taux sont proches de zéro. D'un autre côté, la hausse du point mort d'inflation américain à 30 ans au-dessus de 2 % explique la récente augmentation des rendements nominaux de sorte qu'une réévaluation des points morts d'inflation à long

terme et des primes d'inflation appelle un certain ajustement de la position des « paris cycliques ».

Pour 2021, nous nous attendons à ce que la hausse **des rendements nominaux à long terme soit tirée par les taux réels, à mesure que la croissance reprendra au second semestre.** Cependant, d'après nos projections, la Fed a encore un long chemin à parcourir avant d'atteindre sa cible d'inflation. Elle devrait donc maintenir son ton ultra-accommodant afin d'amplifier l'impact des mesures de relance budgétaire et de l'« effet vaccin » (sur la normalisation économique) et ainsi se rapprocher de son objectif d'inflation en fin d'année. Malgré l'important programme d'achat d'actifs, les rendements à 10 ans continuent leur progression, même si la pentification de la courbe reste bien éloignée des sommets cycliques précédents. Dans ce contexte, nous pensons que seuls des dépassements temporaires de la cible d'inflation sont possibles. À moyen terme, la Fed devrait limiter la volatilité des rendements du segment à long terme et maintenir des conditions souples pour ne pas compromettre la reprise. Cela étant dit, nous anticipons une diminution progressive des soutiens en 2022, lorsque les gains de productivité et la croissance réelle se seront avérés durables. La Fed agira toutefois avec prudence et de manière progressive afin de ne pas affecter négativement la dynamique du marché et la stabilité financière.

Impact des politiques monétaires non conventionnelles sur les primes de risque actions



Source : Amundi Cross Asset Research, au lundi 25 janvier 2021. La rupture structurelle en moyenne est calculée après prise en compte de la politique monétaire non conventionnelle de la Fed. Le graphique présente l'historique de la prime de risque actions du S&P 500 = rendement des bénéfices - rendement UST à 10 ans.

MACRO

1,30 %: le point de bascule? Il est difficile de se prononcer, étant donné le rôle majeur que jouent les comportements imprévisibles et la psychologie des investisseurs. Nous fondons donc nos prévisions sur nos travaux relatifs à l'attractivité relative des actions par rapport aux obligations. Les politiques monétaires non conventionnelles prolongées ont modifié les pivots de valorisation relative. Sur la base de plus de 13 ans de données historiques, on observe une rupture structurelle de la moyenne des primes de risque sur actions du S&P 500, dont la moyenne passe de 2 % à 4 % (voir graphique). Si l'on analyse l'historique des primes de risque sur action en fonction des niveaux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans, on constate que les rendements actuels correspondent au quatrième quintile en termes de répartition historique des primes de risque. Cette analyse confirme également l'importance des mouvements des taux d'intérêt quant à l'attractivité relative des actions par rapport aux obligations.

L'évolution du rendement à 10 ans au-dessus de 1 % a donc permis de réduire considérablement l'écart de valorisation.

La crise de 2008 a débouché sur un cadre de politique monétaire différent, les banques centrales ayant considérablement élargi leurs bilans. Le recours permanent aux dispositifs d'achats d'actifs a transformé cet outil non-conventionnel en outil conventionnel et les acteurs du marché ont intégré cette approche. Nous estimons par conséquent que le cadre de valorisation relative doit être réexaminé et que les investisseurs doivent ajuster le taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs en conséquence.

Pour conclure, dans notre scénario central, nous anticipons un plafond pour la pentification de la courbe américaine: à court terme, la hausse des rendements pourrait nuire à l'appétit pour les actifs risqués, dont la volatilité pourrait entraver la reprise, tandis qu'à long terme, les secteurs public et privé fortement endettés seront vulnérables aux variations des taux d'intérêt

GESTION
DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

La disparition de certains vents contraires, avec le plan de relance américain, l'accord UE-Chine et le Brexit, nous permet de conserver notre biais sectoriel en faveur de la cyclicité, moyennant quelques ajustements et des couvertures solides

Stabilisation prudente des portefeuilles avec un biais favorable au risque

Nous pensons que l'appétit pour le risque va se maintenir, porté par les anticipations d'amélioration cyclique de l'économie que soutiennent la mise à disposition des vaccins et les mesures de relance. **Nous recommandons toutefois aux investisseurs de rester actifs pour ne pas perdre de vue le tableau d'ensemble, car nous pensons essentiel de surveiller la courbe des taux américains.** Si la vitesse et l'ampleur du redressement des rendements s'avèrent moins modérées qu'attendu, nous pourrions assister à un durcissement significatif des conditions financières qui aurait un impact négatif sur les actifs risqués. Pour autant, il ne faut pas négliger la capacité d'action de la Fed en termes d'assouplissement quantitatif, voire de contrôle de la courbe des taux. **De manière générale, il convient de se montrer sélectif, d'ajuster les portefeuilles avec soin,** de rechercher des couvertures efficaces et de rester vigilant sur la question des restrictions sanitaires.

Nos convictions

Les révisions de bénéfices et les améliorations cycliques de l'économie mondiale soutiennent notre positionnement globalement constructif sur les actions. Dans les pays développés, nous avons maintenu notre opinion neutre à l'égard des États-Unis. Nous avons, en revanche, abaissé à neutre notre opinion sur l'Europe

et le Royaume-Uni en raison d'une évolution de notre appréciation des actions dépendant du marché intérieur britannique. En effet les valorisations sont une source de préoccupations tandis que les récentes restrictions sanitaires pourraient avoir un impact sur la croissance économique du pays. **Nous restons par ailleurs optimistes quant au Japon et à l'Australie,** car ces deux marchés devraient bénéficier du rebond de l'économie mondiale et les investisseurs devraient rester actifs. Ces pays devraient également bénéficier de la reprise en V de la Chine, où nous avons révisé à la hausse notre position constructive, entraînant une amélioration de notre positionnement optimiste vis-à-vis des pays émergents dans leur ensemble. L'environnement actuel permet également aux investisseurs de réajuster leurs portefeuilles par l'intermédiaire des actions cotées à Hong Kong qui offrent une exposition au secteur de la consommation discrétionnaire chinoise, les actions cotées à Hong Kong ayant pris du retard par rapport aux valeurs de Chine continentale. **Pour ce qui est de la durée, nous sommes désormais prudents sur les États-Unis.** Fort de sa majorité démocrate au Sénat le président Joe Biden tentera de faire valider un plan de relance budgétaire plus important et une augmentation du déficit, ce qui entraînera une pentification de la courbe et une hausse à court terme des rendements. Ainsi, même d'un point de

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_ bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

vue relatif, les obligations américaines ne paraissent pas attractives par rapport aux obligations des pays du cœur de la zone euro où le potentiel de nouvelles mesures de relance et d'inflation est faible. Pour autant, les mesures du président Biden sont de nature à soutenir l'inflation américaine - d'où notre optimisme. Nous restons positifs vis-à-vis des **obligations périphériques en euros** et pensons que le segment du BTP-Bund à 30 ans pourrait offrir de la valeur relative aux investisseurs, compte tenu du programme d'achat massif d'obligations de la BCE. Une surveillance attentive des évolutions récentes restera néanmoins indispensable. La **demande de portage** continue de soutenir le crédit, mais les investisseurs devront faire preuve de souplesse pour ajuster leur exposition au haut rendement européen et américain, en tenant compte de l'évolution des conditions et sans pour autant modifier leur positionnement global. Nous préférons le crédit européen au crédit américain sur les segments IG et HY, mais estimons désormais que l'amélioration des prix des matières premières pourrait éliminer certains vents contraires qui freinaient le HY américain. **La quête de rendement** nous permet de maintenir notre **vue optimiste sur la dette émergente**, même si nous pensons que la marge de compression des *spreads* est limitée. Il est toutefois important de couvrir en partie l'exposition aux

taux américains, qui pourrait avoir une incidence négative sur les rendements de la dette émergente, en raison de la dynamique de croissance/inflation aux États-Unis. Pour ce qui concerne les devises émergentes, nous avons légèrement revu à la hausse notre opinion positive, grâce au real brésilien et au peso mexicain, qui offrent un bon potentiel de portage et qui devraient bénéficier de la croissance américaine. En revanche, nous gardons inchangé notre point de vue sur les devises des pays développés où nous voyons d'un bon œil les parités CAD/USD et NOK/EUR, qui, portées par les matières premières, devraient profiter d'un scénario de reprise mondiale.

Risques et couvertures

Parmi les facteurs susceptibles d'avoir un impact sur le scénario de reflation on notera la recrudescence des contaminations et les mutations du virus, les relations sino-américaines et euro-américaines, ou encore les erreurs politiques. Tous ces éléments, pris ensemble, plaident pour un réexamen des protections des portefeuilles et, dans la mesure du possible, la suppression des couvertures inefficaces dont le profil coût/bénéfice n'est pas convaincant. Nous pensons en revanche qu'il est toujours judicieux de protéger l'exposition au risque actions par l'or, les produits dérivés et le risque de crédit.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Inflation : divergences entre l'Europe et les États-Unis



Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les investisseurs doivent être conscients que les marchés du crédit sont chers, mais la sélection, la recherche et la valeur relative devraient leur permettre de générer des performances honorables sans faire de compromis sur la qualité

La très légère majorité démocrate au Congrès américain a augmenté la probabilité d'un budget expansionniste, susceptible de creuser le déficit et la dette et d'exercer une pression à la hausse sur les taux et les rendements. Nous pensons cependant que la Fed interviendra pour limiter la pentification de la courbe avec ses programmes massifs d'achat d'actifs, de manière à protéger la croissance économique. Il est donc impératif de rester **très actif dans l'univers obligataire, que ce soit au niveau des taux, du crédit ou de la dette émergente, afin d'assurer des rendements réels durables.**

Obligations internationales et européennes

Nous restons globalement prudents sur la durée, avec un positionnement négatif sur les pays du cœur de la zone euro et neutre/légèrement long aux États-Unis par mesure de précaution. En outre, nous gérons notre positionnement sur les taux et la courbe des rendements (direction, vitesse, montants) de manière proactive, notamment sur le 5 ans et le 10 ans américain et le 5 ans, le 15 ans et le 30 ans européen. Nous sommes optimistes vis-à-vis des obligations périphériques et plus particulièrement des BTP italiens, compte tenu du soutien de la BCE et de leur potentiel plus élevé de resserrement des *spreads* par rapport à leurs pairs, mais nous restons attentifs à la fluidité de la situation politique. En revanche, les anticipations d'inflation plus élevée

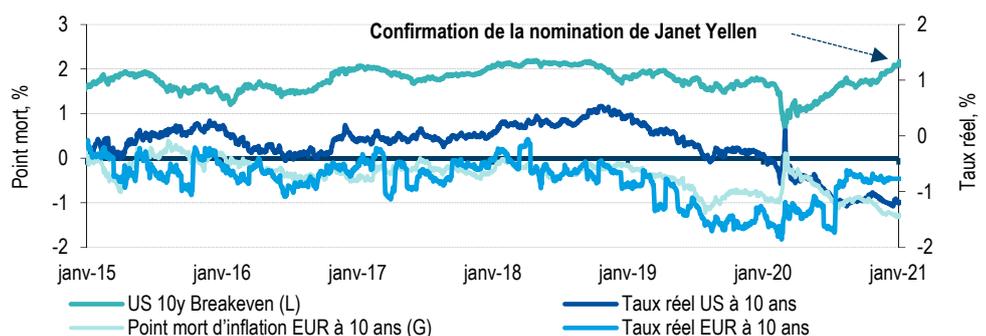
nous ont amenés à revoir à la hausse notre vision des points morts d'inflation américains à 10 ans et 30 ans, même si l'inflation en Europe reste modérée.

Le crédit reste le principal vecteur de performance dans un **univers de rendements faibles**. Nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur la compression des *spreads* plutôt que d'augmenter leur risque de marché global (bêta), en particulier sur les segments HY vs IG, BBB- vs A, et dette subordonnée vs senior. Deuxièmement, nous pensons que la dégradation de la qualité des émetteurs européens a été atténuée par les mesures des gouvernements et de la BCE. En outre, le redressement des résultats financiers des entreprises fera apparaître de fortes divergences, ce qui plaide fortement en faveur de la sélectivité.

Obligations américaines

Les campagnes de vaccination en cours soutiennent une reprise économique progressive, ce qui n'est pas de bon augure pour les obligations du Trésor américain. D'une part, les anticipations d'inflation augmentent, d'autre part, les taux réels sont négatifs et la courbe des rendements se pentifie, ce qui exerce une pression sur les prix des obligations du Trésor américain. **Nous restons donc prudents sur les obligations du Trésor, auxquelles nous préférons les TIPS**, qui servent de diversificateur et devraient

Hausse des anticipations d'inflation du marché américain



GFI = obligations mondiales, FX MEM = devises des marchés émergents mondiaux, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro. BDP = balance des paiements.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

bénéficier de la hausse de l'inflation. Les investisseurs devront toutefois rester attentifs aux hausses d'impôts et des réglementations sous la nouvelle administration. La consommation américaine reste vigoureuse et très liquide et pourrait bénéficier d'une libération de la demande insatisfaite de services. Nous apprécions les crédits hypothécaires d'agences et les ABS subordonnés et ésothériques. **La quête de rendement reste un thème clé pour le crédit (et surtout pour le HY)**, mais les investisseurs sont invités à rester sélectifs pour éviter les risques de défaut de paiement et préserver les surperformances du HY. Si de manière générale nous sommes positifs sur le crédit, nous restons prudents sur l'IG de durée longue, car les spreads ont déjà retrouvé leurs niveaux d'après la crise de 2008.

Obligations émergentes

Il est encore trop tôt pour se prononcer sur l'attitude qu'adoptera l'administration Biden face à la Chine. Nous restons cependant positifs sur

la dette en devises fortes avec un biais pour le HY, qui est en meilleure position pour amortir les effets de l'élargissement des rendements des obligations du Trésor américain, contrairement à l'IG pour lequel cela représente un risque. Nous sommes optimistes quant aux devises et, pour ce qui est de la dette en devises locales, nous privilégions les titres à haut rendement. Il convient de souligner que la croissance de l'Asie, tirée par la Chine et l'Inde, continue de surperformer. Nous privilégions actuellement les pays exportateurs de pétrole dans un contexte de négociations récentes au sein de l'OPEP et de réduction de la production de l'Arabie Saoudite.

Devises

Compte tenu de l'amélioration de l'environnement pour les actifs cycliques, nous sommes prudents sur le USD/JPY et le USD/CNY et positifs sur le NOK/EUR et le NOK/CHF.

ACTIONS

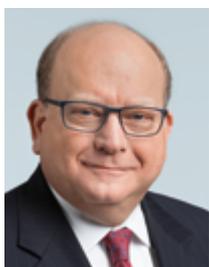
Valeur relative : poursuite du rapport de force value vs growth



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous pensons que cette année est celle de la reprise, mais le timing de la normalisation n'est pas clair. Il convient de rechercher les modèles économiques qui n'ont pas été perturbés, en laissant de côté les entreprises les plus fragiles (en termes de qualité)

Évaluation globale

La recrudescence des cas de Covid-19 et les restrictions sanitaires qui en résultent en Europe constituent des obstacles à court terme, mais le lancement des campagnes de vaccination, les progrès en matière de relance économique et la demande insatisfaite des consommateurs permettent un certain optimisme. Pour les investisseurs, le débat le plus intéressant porte sur le mouvement taux/inflation et ses répercussions en termes de rotation vers les valeurs cycliques et décotées. Bien que ces deux derniers thèmes soient structurels, toutes leurs composantes ne sont pas attractives. Les investisseurs doivent donc se montrer **très sélectifs et très agiles et se concentrer sur la solidité des bilans.**

Actions européennes

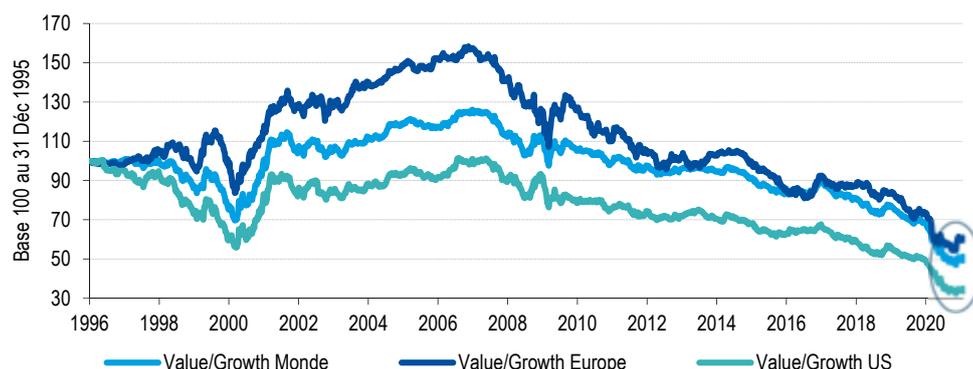
Malgré le maintien de notre parti pris en faveur d'une normalisation, nous constatons le biais du consensus en faveur d'une rotation vers les valeurs cycliques et décotées tandis que les signaux d'alerte clignotent dans certaines parties du marché. Nous restons donc extrêmement attentifs aux valorisations et aux analyses bottom-up, et cherchons à identifier des segments cycliques/décotés offrant des profils risque/rendement attractifs. **Nous restons positifs sur les matériaux et avons amélioré notre opinion sur les valeurs financières,** notamment sur les assureurs de

qualité et les opérateurs de places de cotation. Nous sommes optimistes sur les **infrastructures**, qui, selon nous, bénéficieront indirectement de toutes les mesures de relance budgétaire. Cela dit, nous sommes conscients qu'il faut rester défensifs compte tenu des incertitudes liées à la pandémie. Nous sommes donc désormais plus constructifs vis-à-vis des secteurs défensifs, comme la santé. En revanche, nous cherchons également à identifier les zones qui présentent des signes inquiétants et où personne ne sait à quel moment la musique s'arrêtera. Nous sommes prudents vis-à-vis de la consommation discrétionnaire et de la technologie (problèmes de valorisation). Enfin, nous pensons que l'ESG est le thème le plus important en matière de gestion d'actifs. Ce thème, renforcé par la crise, devrait s'accélérer, que ce soit en termes de demande de la part des investisseurs, d'adoption par les entreprises ou d'intégration par les gestionnaires d'actifs.

Actions américaines

Nous anticipons des politiques économiques de soutien de la part de l'administration Biden, mais estimons que les investisseurs doivent se montrer prudents quant à une éventuelle augmentation des impôts et des taux d'intérêt. **Nous continuons à penser qu'une rotation importante des actions de croissance / forte dynamique vers les actions décotées est probable, compte tenu de la forte**

Performances Value vs Growth



Source : Amundi, Bloomberg au 19 janvier 2021

ACTIONS

amélioration des bénéficiaires en 2021

et du lancement des campagnes de vaccination. Nous nous montrons donc prudents à l'égard du premier groupe et privilégions davantage d'équilibre. Nous sommes en effet conscients de la présence de certains risques baissiers, comme le repli de la croissance économique, des erreurs politiques ou la propagation du virus. Sur une note plus positive, nous apprécions les valeurs décotées/cycliques de qualité et les valeurs de croissance à un prix raisonnable, mais estimons que les investisseurs doivent se méfier des secteurs/entreprises dont les marges pourraient être affectées par une hausse des prix des intrants. De plus, la crise s'accompagne d'opportunités de sélection, certaines entreprises présentant des modèles économiques solides étant disponibles à des prix raisonnables tandis que d'autres qui n'ont pas la capacité de faire face à la lenteur de la reprise ont été laissées pour compte. Nous privilégions les valeurs industrielles, étant donné qu'elles ne souffrent pas de la faiblesse actuelle des taux, ainsi que les valeurs

financières, qui, après avoir résisté au pire de la crise, devraient bénéficier d'une éventuelle hausse des taux.

Actions émergentes

Nous sommes optimistes quant aux actions, en particulier les valeurs décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance avec une préférence pour les secteurs de la consommation discrétionnaire, de l'industrie, des technologies de l'information et internet. Sur ce dernier segment, **nous privilégions fortement les régions présentant des valorisations attractives, notamment la Corée par rapport à la Chine.** Nous voyons également d'un bon œil l'Inde, la Russie et la Grèce, mais restons très sélectifs et continuons à différencier les entreprises en fonction de leur valorisation et de la force de leur modèle économique. Enfin, nous sommes prudents vis-à-vis des secteurs chinois de la santé, des produits de base et des finances (tout en appréciant les compagnies d'assurances).

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWSRythme des achats de la Fed : un enjeu clé
pour les marchés

Didier BOROWSKI,
Responsible Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment
Intelligence

La Fed est déterminée à maintenir des conditions monétaires très accommodantes et ses taux directeurs inchangés jusqu'à ce que l'économie ait retrouvé le plein-emploi et que l'inflation se soit stabilisée au-dessus de son objectif de 2,0 %. Elle est, en revanche, restée vague jusqu'à présent quant aux facteurs déterminant le rythme de ses achats d'actifs. Seule certitude, ils devront être réduits bien avant de relever les taux directeurs. Mais quand et sur quelle base ? La réduction du rythme des achats de titre comporte des avantages, mais n'est pas sans risques. En effet, les épisodes de pentification passés montrent qu'ils ont tendance à être assez abrupts et à générer de la volatilité sur les marchés. Le défi pour la Fed sera donc de piloter une pentification graduelle de la courbe.

Le récent mouvement haussier des taux d'intérêt américains à long terme est principalement imputable à la hausse des anticipations d'inflation et non à une hausse des taux d'intérêt réels. Dans un scénario où la croissance du PIB américain est appelée à s'accroître (5,2 à 5,7 % dans notre scénario central en 2021, puis 2,6 à 3,2 % en 2022), les taux réels pourraient également s'ajuster. La stratégie de la Réserve fédérale est un paramètre clé à surveiller qui aura des répercussions sur la construction des portefeuilles.

Depuis la révision de son cadre stratégique, la fonction de réaction de la Fed a évolué. En ciblant une inflation moyenne de 2 % durant le cycle, la Fed vise à ancrer durablement les taux d'intérêt à court terme à leur niveau actuel. Le FOMC s'est également engagé à ne pas durcir les conditions monétaires tant que l'économie n'aura pas retrouvé le plein-emploi (défini à partir de critères multiples tels que

l'emploi des minorités, des femmes ou des groupes d'âge), et que l'inflation ne se sera pas stabilisée au-dessus de la cible. Depuis juin 2020, la Fed achète chaque mois pour 120 milliards de dollars de titres (80 milliards de titres du Trésor, 40 milliards de MBS). Son bilan s'accroît donc au rythme de près de 1 500 milliards de dollars par an (7,5 % du PIB). Cette expansion du bilan est nécessaire pour maintenir des conditions monétaires et de crédit très accommodantes grâce à des taux d'intérêt à long terme bas durant la phase de reprise.

Taper tantrum 2.0

À mesure que l'économie américaine sort de la crise et si les pressions inflationnistes se concrétisent plus tôt que prévu suite aux mesures de relance budgétaire et à la « demande latente », la Fed pourrait être amenée à revoir sa politique. Elle ne s'est, après tout, jamais engagée à maintenir inchangé le

La Fed ne s'est jamais engagée à maintenir les taux d'intérêt à long terme stables

1/ Phases de pentification des rendements UST 10 ans-2 ans



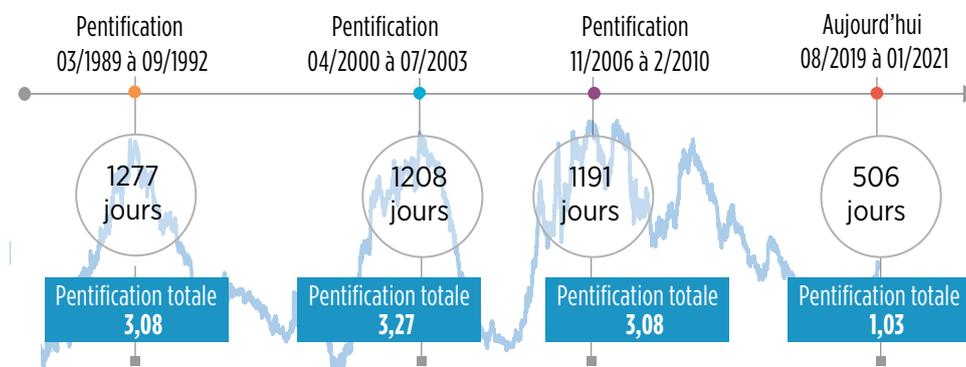
Source : Federal Reserve Bank of St Louis, Recherche Amundi - Données au 25 janvier 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

La courbe des taux américains (10 ans-2 ans) s'est pentifiée, en moyenne, de 300 points de base sur 3 ans lors des cycles précédents

Phases de pentification depuis 1989

Phases de pentification de l'UST 10 ans-2 ans



2019-? Potentiel	Jours*	Pentification totale
Moyenne	1225	3,14
Restant	719	2,11

* Calculs incluant les jours de fermeture du marché

Source : Refinitiv, Recherche Amundi

rythme de ses achats d'actifs; et il est clair que ces derniers devront être réduits bien avant que les taux directeurs ne soient relevés. Par conséquent, c'est la trajectoire de ses achats d'actifs qui, en définitive, définira celle des emprunts du Trésor à long terme cette année. C'est ce qui explique les craintes d'un « taper tantrum 2.0 » en référence à l'épisode d'avril 2013 où les taux à 10 ans avaient augmenté de 120 points de base en 4 mois après l'annonce de Ben Bernanke.

De toute évidence, il n'est pas dans l'intérêt de la Fed de déstabiliser le marché obligataire ou le système financier américain. L'argument principal contre une réduction des achats de titres est que le niveau d'endettement de l'économie est beaucoup trop élevé (gouvernement fédéral, entreprises et ménages) et qu'un alourdissement significatif du fardeau de la dette ne serait pas « soutenable » et pourrait compromettre la reprise. Pourtant, il est tout aussi clair que la Fed pourrait considérer qu'il est temps de réduire le niveau d'accommodation monétaire si la croissance du PIB nominal s'accélère et que la pandémie prend fin. En effet, la Fed ne s'est jamais engagée à maintenir les taux d'intérêt à long terme stables, et plusieurs arguments plaident en faveur d'une réduction « précoce » et graduelle de ses achats: (i) éviter une baisse des taux réels en phase de

reprise, (ii) redonner aux marchés un rôle dans l'ancrage des anticipations d'inflation, (iii) lisser la hausse des taux d'intérêt obligataires, (iv) restaurer une certaine marge de manœuvre de politique monétaire pour pouvoir face à un éventuel nouveau retournement de situation. Certains membres du FOMC ont d'ores et déjà commencé à envisager cette option pour 2021. La Fed doit donc clarifier sa stratégie le plus tôt possible, car la rhétorique de « taper tantrum » va probablement monter en puissance à mesure que le PIB retrouvera ses niveaux d'avant-crise.

Encore 200 pb en deux ans pour la pente de la courbe (10 ans-2 ans) des obligations du Trésor américain

Une des nombreuses conséquences d'une réduction progressive des achats de la Fed serait une pentification de la courbe des taux. Or, les épisodes de pentification passés montrent qu'ils ont tendance à être assez abrupts et à générer de la volatilité sur les marchés. Le défi pour la Fed sera donc de piloter une pentification graduelle de la courbe.

Il y a eu quatre grands épisodes de pentification de la courbe des taux américaine au cours des 40 dernières années. Les acteurs du marché utilisent plusieurs mesures allant des bons à 3 mois aux obligations à 30 ans. Le *spread* entre

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

les obligations à 10 ans et celles à 2 ans nous semble être l'indicateur le plus pertinent pour les comparaisons sur le long terme et nous partons du principe que le début d'une phase de pentification correspond au moment où la courbe est plate ou complètement inversée. Nous excluons de cette analyse les années 1980, marquées par une transition progressive d'un régime de forte inflation à un régime de faible inflation, ce qui a entraîné une forte volatilité de la pentification de la courbe des taux (voir graphique).

Au cours des trois derniers épisodes (1989-1992, 2000-2003, 2006-2010), la pente (10 ans-2 ans) s'est accrue avec une étonnante régularité. La durée moyenne de pentification a été de 3,3 ans avec seulement quelques mois de différence pour une augmentation moyenne de 310 points de base dans une fourchette tout aussi étroite. L'exclusion des périodes où la courbe des taux a été inversée n'affecte pas le résultat (275 points de base sur environ 3 ans).

La phase actuelle de pentification de la courbe américaine a débuté en septembre 2019. Elle a donc été amorcée il y a déjà un an et demi et a progressé de 100 points de base. Si l'histoire se répète, nous pouvons nous attendre à ce que la courbe américaine (10 ans-2 ans) progresse encore de 200 points de base au cours des 2 à 2,5 prochaines années. En supposant que la Fed maintienne les taux à zéro sur la période (scénario Amundi), cela signifierait que le taux des emprunts du Trésor américain à 10 ans se rapprocherait de 3%. Bien évidemment, ce n'est pas à cause de la courbe des taux que le taux à long terme doit évoluer, la causalité peut aller dans l'autre sens. Pour autant, il est intéressant d'utiliser la courbe des taux comme référence pour apprécier le niveau minimum du taux des obligations du Trésor durant ce nouveau cycle.

Achévé de rédiger le 26/01/2020

LE THÈME DU MOIS

Cas d'investissement 2021 sur les actions et déclin pour le marché japonais

Eric MIJOT,
Responsable de la Stratégie sur
les Marchés Développés



Claire HUANG,
Macrostratège, Marchés
Émergents

Les marchés d'actions devraient finir l'année plus hauts qu'ils ne l'ont commencé

Bien que la reprise économique mondiale ait été anticipée dès 2020, la rotation pro-cyclique en cours devrait se poursuivre. La faiblesse du dollar nous fait préférer les marchés émergents, mais le Japon possède d'autres atouts pour au moins contribuer à bien équilibrer un portefeuille.

2021, une année pro-cyclique en faveur des actions

Dans une année de reprise économique, le couple rentabilité/risque est généralement favorable aux actions. En dépit d'un confinement dans certains pays, notamment en Europe, le mois de janvier commence d'ailleurs sous de bons auspices avec la diffusion du vaccin, l'accord sur le Brexit et une victoire démocrate au Sénat américain propice à un plan de relance d'ampleur.

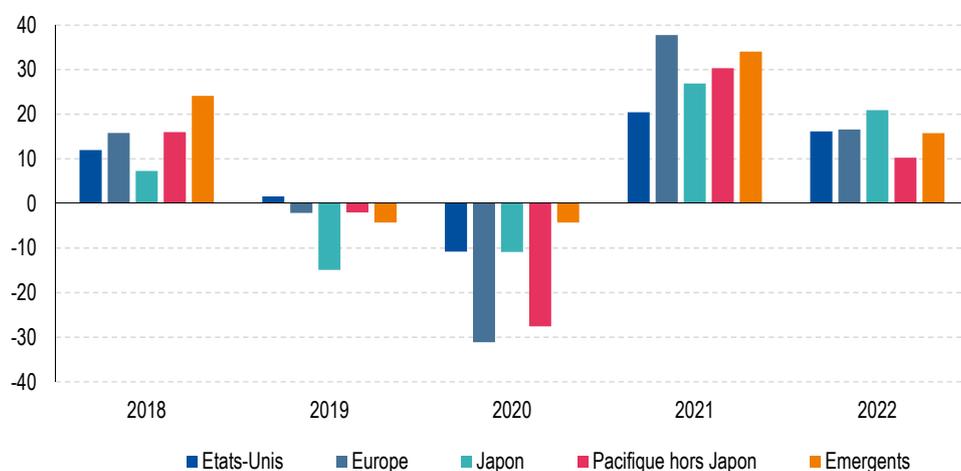
► Les actions vont profiter d'une forte reprise des profits

Avec une croissance mondiale qui doit

progresser de plus de +5 % en 2021, les profits globaux devraient rebondir de plus de +25 % (graphique 1).

Le cycle économique ne fait que démarrer et la phase de croissance va s'étaler sur plusieurs années. Les indicateurs de marché corroborent d'ailleurs cette vision constructive. Le dollar faiblit, ce qui contribue à la hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis, anticipations elles-mêmes corrélées au ratio cycliques/défensives et aux prix des matières premières industrielles; ces derniers étant un proxy de l'évolution des profits globaux.

1/ Croissance des Bénéfices Par Action



Source : Ibes, Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

► Une partie de la reprise des profits sera absorbée par une baisse des PER

Les marchés d'actions ont anticipé la reprise économique dès 2020 suite au puissant soutien des banques centrales et des gouvernements puis à l'annonce de l'arrivée du vaccin en novembre juste après les élections américaines. Alors que dans le même temps les profits chutaient, les PER se sont tendus à des niveaux extrêmes, parfois inégalés depuis l'an 2000,

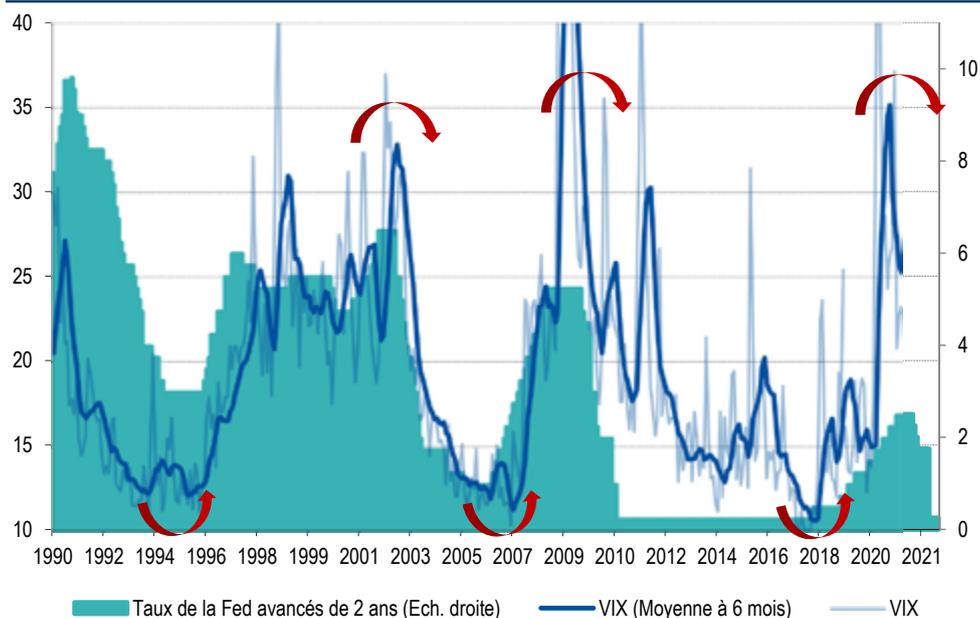
avec une différence notable entre ces deux périodes. Les PER de l'an 2000 se référaient à des profits de haut de cycle alors que les PER actuels sont basés sur des profits de bas de cycle. La reprise des profits sera donc en partie consommée par une baisse des PER. Cependant, la liquidité assurée par les banques centrales et le contexte de taux bas permettra aux PER de rester à des niveaux quand même suffisamment élevés pour autoriser in fine les actions à délivrer entre +5 % et +10 % sur l'année.

LE THÈME DU MOIS

► **Le pic de volatilité a été atteint en 2020 et les flux devraient favoriser les actions**

Historiquement, la volatilité tend à diminuer au fur et à mesure de la reprise des profits. Elle est aussi une fonction retardée de 18 mois à deux ans de l'évolution de la politique monétaire (graphique 2). Le point haut

des taux de la Fed ayant été atteint en 2019, il est ainsi fort probable que la volatilité baisse structurellement dans les mois et années à venir. Cela devrait encourager un retour des flux sur les marchés d'actions d'autant que les *spreads* High Yield ont fondu et que les alternatives en matière d'actifs risqués sont donc moins généreuses.

2/ **VIX et taux de la Fed**

La rotation pro-cyclique devrait se poursuivre

Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

► **Les risques restent bien sûr présents mais le couple risque / rentabilité est favorable**

Il existe trois sortes de risques. Le plus dangereux, de loin, serait une remise en cause de l'efficacité du vaccin et une reprise incontrôlée du virus. Au-delà de ce cygne noir, un second type de risques consisterait en un décalage dans le temps de la reprise économique (confinement, retard de la vaccination, etc.). Ce serait plutôt de nature à créer des opportunités dans la mesure où les banques centrales et les gouvernements restent en soutien. Enfin, le troisième type de risques consiste au contraire, notamment en Chine et/ou aux États-Unis, à ce que la reprise soit suffisamment enclenchée pour envisager un retrait du soutien. Toutefois, si les banques centrales pouvaient bien finir par être testées par les marchés à cet égard, il serait probable que leur première réponse soit plutôt de nature à rassurer.

► **Comment décliner cette approche pro-cyclique dans un portefeuille en actions ?**

En termes de style, les petites valeurs sont un candidat tout trouvé. Cet actif, toujours à privilégier en début de cycle, a déjà bien rebondi, mais son potentiel n'a pas encore atteint ses limites. Quant au style Value, en retard par rapport aux autres valeurs cycliques, il recèle quant à lui un potentiel de rattrapage attractif. Enfin, généralement les reprises économiques ne sont pas porteuses pour les valeurs de qualité, mais compte tenu du faible niveau des taux et de la disruption en cours nous pensons que ce style, de même que les valeurs ESG, constitue un complément valable aux valeurs cycliques pour balancer le risque d'un portefeuille, en acceptant un horizon d'investissement de plus long terme et tant qu'on ne le surpasse pas. Au niveau géographique, cela se décline par une préférence pour les marchés émergents surtout

LE THÈME DU MOIS

depuis que les devises ont cassé à la hausse contre le dollar US. Mais le Japon et la zone euro, également cycliques et value, devraient aussi tirer leur épingle du jeu au moins dans un premier temps.

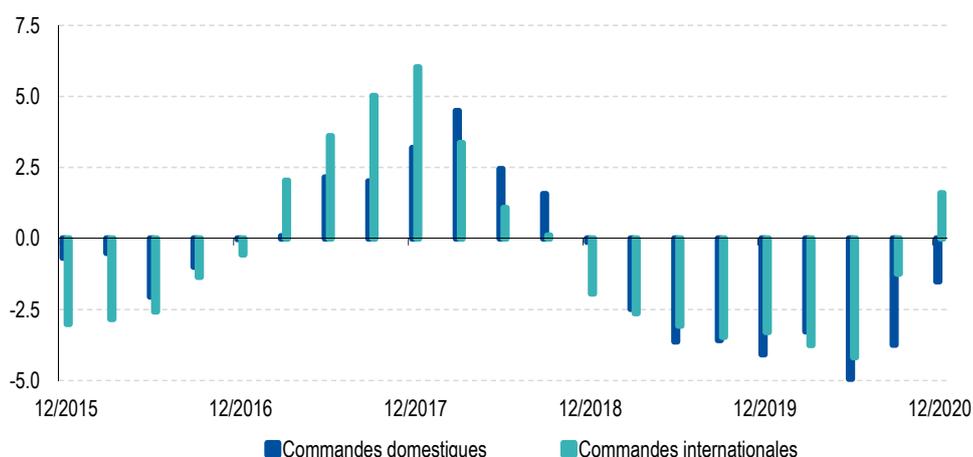
Souvent atypique, le cas du Japon nous semble intéressant à mettre en exergue

► Une reprise économique à deux vitesses

Malgré un nouvel élan de l'épidémie au Japon cet hiver, on notera que la demande extérieure a encore accéléré au quatrième trimestre. Les nouvelles commandes internationales de machines-outils ont ainsi augmenté de 15.9 % sur le trimestre en glissement annuel, après deux ans de contraction, alors que la demande intérieure a

marqué le pas (graphique 3). Le marché des actions japonais semble vouloir faire l'impasse sur les dernières données liées à la mobilité et préférer se concentrer davantage sur l'exposition à la demande mondiale des entreprises ainsi que sur le soutien structurel de l'administration Suga à la numérisation et la neutralité carbone. Aussi, contrairement aux marchés européens, le MSCI Japon a plus qu'effacé la baisse liée à la pandémie dès 2020 et a terminé l'année sur des records (+7 % en 2020, contre -4 % en Europe et +19 % aux États-Unis). L'indice Nikkei est même revenu à son niveau d'août 1990, ce qui reste certes encore 30 % en deçà de son record historique de décembre 1989, mais démontre que les changements structurels en cours au Japon portent leurs fruits.

3/ Japon - Commandes de machines-outils : domestiques vs. Internationales



Source : Economic and Social Research Institute, CEIC, Recherche Amundi au 14 janvier 2021

► Un candidat évident à une reprise cyclique

En fait, les bénéfices des entreprises japonaises ont tendance à évoluer de pair avec le cycle mondial, ce qui fait du Japon un candidat idéal pour jouer une reprise cyclique. Avec le raffermissement du PMI mondial, la croissance des bénéfices qui a commencé à se redresser au troisième trimestre devrait poursuivre sur sa lancée (graphique 4). Sur une base 100 en 2019, les profits du MSCI Japon devraient rebondir selon Ibes à 137 en 2022 soit un peu moins que les émergents (148) mais davantage que les États-Unis (125) et l'Europe (112).

La composition sectorielle du marché lui est en effet favorable. Les deux premiers secteurs de la place japonaise sont les industrielles et la consommation discrétionnaire qui représentent respectivement 21 % et 18 % de l'indice MSCI, soit 39 % contre 22 % pour la moyenne mondiale. Au total, les secteurs cycliques, y compris la technologie, pèsent 2,3 fois le poids des secteurs défensifs. Certes un peu moins que pour les émergents (2.9x) mais davantage que pour les États-Unis (1,9x) et l'Europe (1,1x).

► Une valorisation attractive

Depuis l'éclatement de la bulle des années 1980, le PER stratosphérique

Cyclique et bon marché, le Japon a des atouts

LE THÈME DU MOIS

4/ Croissance des bénéficiaires au Japon et PMI monde

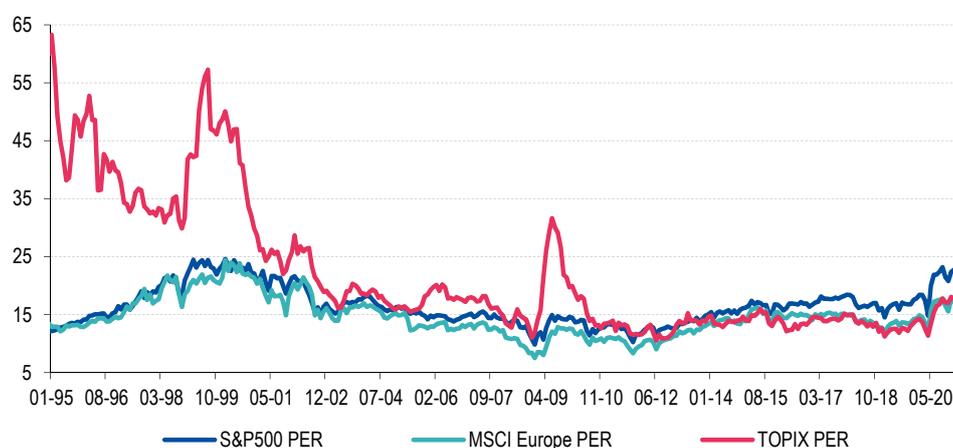


Source : Ministère des Finances, CEIC, JPM, Amundi Recherche, données au 12 janvier 2021

du marché japonais a progressivement convergé à la baisse vers le niveau des PER des autres marchés développés au début des années 2000 (graphique 5). Aujourd'hui, à peu près équivalent à celui de la zone euro (17,8x contre 17,4x pour le MSCI EMU), il affiche une décote de 23 % par rapport au PER 12 mois forward du marché américain

(23.1x). Ajustée du cycle, la décote atteint même 35 % (CAPE à 22.1x contre 33.8x pour les États-Unis). Complété par d'autres mesures de valorisation comme le rendement, le Price Cash-Flow et le Prix sur actif net au sein d'un indicateur composite, il apparaît là aussi plus attractif que ses concurrents.

5/ PER à 12 mois



Source : Ibes, Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

► Un endettement maîtrisé au niveau des entreprises

Les sociétés japonaises ont commencé à se désendetter depuis l'éclatement de la bulle des années 1980. La crise asiatique de 1997, l'éclatement de la bulle internet, la grande crise financière n'ont fait qu'encourager ce mouvement de fond. La dette nette des entreprises non financières rapportée à l'actif du bilan a par exemple été divisée par deux depuis 20 ans (de 30 % à 15 % selon Worldscope). Et ce, même

si la distribution aux actionnaires a augmenté dans le même temps, notamment du fait des buybacks, autorisés depuis 2001 et encouragés par le premier ministre Abe, ce qui a par ailleurs contribué à redorer l'image des actions japonaises. La situation financière des entreprises japonaises s'est donc considérablement assainie.

► Le risque ? Une corrélation au Yen qui pourrait agir comme un frein

Le lien entre la performance relative de l'indice japonais et le MSCI Monde

LE THÈME DU MOIS

est tenace. Le marché japonais sous-performe quand le Yen s'apprécie contre Dollar et vice versa.

Dans un contexte de baisse tendancielle du billet vert, ce paramètre, sans être fortement négatif pour autant, ne joue donc pas en faveur du marché nippon. Au final, il nous semble cependant que les atouts du Japon dans cette phase de reprise économique sont supérieurs à ce risque, d'autant que les achats réguliers d'ETF par la BoJ, surtout dans les phases de baisse, contribuent à réduire la volatilité du marché.

Conclusion

Même si la reprise économique mondiale a été anticipée dès 2020, elle devrait se concrétiser en 2021. Une partie du rebond des profits

sera absorbée par la baisse des PER, mais, sous réserve que les politiques monétaires et gouvernementales restent accommodantes, ce que nous pensons, les marchés d'actions devraient finir l'année plus hauts qu'ils ne l'ont commencé. La rotation procyclique en cours devrait aussi se poursuivre. Au niveau régional, si la faiblesse du dollar nous fait préférer les marchés émergents, le Japon possède d'autres atouts intéressants pour surprendre à la hausse cette année ou au moins contribuer à bien équilibrer un portefeuille. Il est en effet très cyclique, faiblement valorisé, présente un endettement assaini au niveau de ses entreprises et une volatilité plus faible qu'ailleurs.

Achévé de rédiger le 20 janvier 2021

THÉMATIQUE



valentine AINOUCZ, CFA
Responsable adjointe
de la Recherche Stratégie
des marchés développés



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Pourquoi la Fed ne devrait pas réduire ses achats d'obligations cette année

Dans un monde où les rendements des obligations souveraines sont entre les mains des banques centrales, les récentes révisions à la hausse des prévisions de croissance de l'économie américaine ont soulevé des interrogations quant aux perspectives de la politique monétaire. Un rebond de la croissance est attendu au second semestre et le maintien des politiques monétaires ultra-accommodantes n'est pas sans conséquence. La difficulté pour la Fed est d'évaluer le niveau de pérennité de l'amélioration anticipée de la croissance et de l'inflation au second semestre 2021. Nous nous attendons à ce que la Fed conserve une approche prudente et estimons qu'une réduction progressive des soutiens ne devrait pas être amorcée avant 2022, quand le PCE sous-jacent aura progressé de manière significative vers l'objectif d'une augmentation durable à 2 % en moyenne ou plus.

Les propos de deux présidents de Fed régionales, Robert Kaplan (Dallas) et Raphael Bostic (Atlanta) ont amené le marché à spéculer que la Fed pourrait réduire ses achats d'obligations plus tôt que prévu. Face à cette situation, les membres du Conseil des gouverneurs ont cherché à dissiper toute crainte de diminution prochaine du programme d'achat d'obligations de la Fed. Voici, en trois points, ce que nous en pensons.

Nous convenons que la Fed devra, à un moment donné, réduire le rythme de ses achats d'actifs

Nous anticipons un fort rebond de l'économie américaine au deuxième semestre 2021. L'économie devrait prendre de la vitesse au printemps, car l'immunité de groupe permettra le redémarrage des services aux consommateurs qui représentent la majeure partie de l'écart de production restant. Ce rétablissement sera en outre soutenu par trois autres facteurs. (1) Le nouveau gouvernement

Biden est ouvertement disposé à maintenir un niveau élevé de soutien gouvernemental et Janet Yellen, la nouvelle secrétaire au Trésor, a exprimé un soutien marqué au plan de soutien de 1,9 milliard de dollars du président américain Joe Biden, estimant que « compte tenu des taux d'intérêt historiquement bas, une action forte est ce qui peut se faire de mieux ». (2) La pandémie a entraîné un taux d'épargne record aux États-Unis, mais surtout dans les ménages aux revenus les plus élevés. Cela devrait alimenter un boom de la consommation en milieu d'année et favoriser les valorisations. (3) La Fed entend maintenir une politique monétaire accommodante. Les modifications apportées au cadre politique de la Fed permettront probablement à l'économie de fonctionner plus longtemps à des taux d'intérêt plus bas. Les effets de base seront prononcés : nous verrons l'inflation dépasser temporairement l'objectif de 2 % et le marché du travail s'améliorer rapidement.

1/ Taux 10 ans US vs Encours de dette publique US (titres négociables)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données janvier 2021

THÉMATIQUE

Nous devons progresser de manière significative vers cet objectif, mais cela ne signifie pas forcément que nous devons l'atteindre (Bostic)

Mais attention, une politique monétaire très accommodante n'est pas forcément un cadeau : les faibles coûts d'emprunt pourraient contribuer à l'apparition de bulles, à une dépendance excessive des entreprises et des ménages à la dette bonmarchée, enfin, à l'accroissement des inégalités.

La crise du Covid-19 a aggravé la fragmentation déjà existante de l'économie américaine. Les dommages causés par la crise du Covid-19 se concentrent de manière disproportionnée sur certains secteurs d'activité et sur les petites entreprises. En effet, les grandes entreprises de secteurs spécifiques comme la technologie et la santé ont surperformé ces dernières années, sans souffrir de la crise. Les États-Unis sont à présent une économie à deux vitesses.

- Les petites entreprises, les émetteurs de qualité inférieure et les secteurs cycliques doivent faire preuve d'une plus grande discipline en matière de bilan. Ces entreprises ont accumulé les dettes en raison du ralentissement de l'activité économique et sont désormais prisonnières de leur endettement. Les taux doivent donc rester bas pour qu'elles puissent se désendetter plus facilement.
- Le nouveau positionnement de la banque centrale pourrait encourager les entreprises du secteur technologique à s'endetter davantage à mesure que le climat économique s'améliore. C'est ainsi que, malgré la crise, leurs activités de fusions-acquisitions ont connu une forte progression de même que leurs valorisations. Il se pourrait donc que la Fed finisse par s'inquiéter de conditions financières trop accommodantes pour

ce segment de l'économie et qui le poussent à de trop nombreux excès.

De manière générale, la Réserve fédérale estime que les risques financiers sont actuellement maîtrisables, malgré « certaines inquiétudes » liées à l'endettement élevé des entreprises et aux prix élevés de l'immobilier commercial.

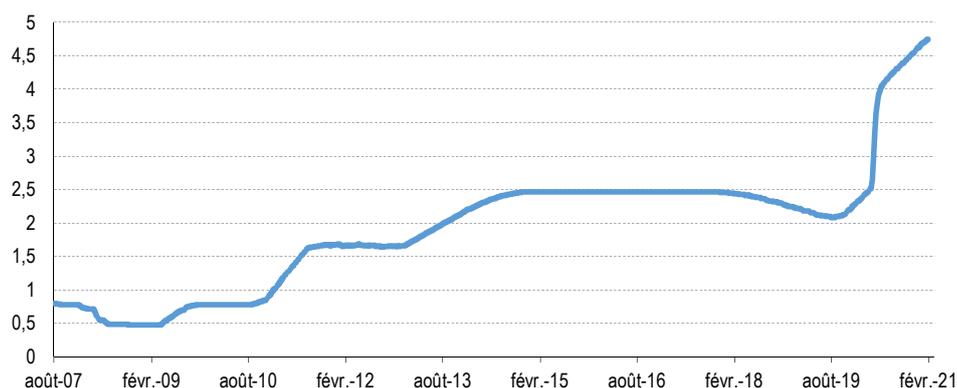
Une tâche difficile

La difficulté pour la Fed est d'évaluer le niveau de pérennité de l'amélioration anticipée de la croissance et de l'inflation au second semestre 2021.

Cette évaluation de la pérennité de la trajectoire de croissance n'est pas chose aisée pour deux raisons. Premièrement, la plupart des facteurs soutenant le rebond attendu de la croissance au second semestre 2021 seront par nature temporaires. Deuxièmement, le soutien budgétaire massif à venir rend cet exercice encore plus difficile, la question stratégique étant de savoir si ces dépenses budgétaires colossales contribueront à accroître le potentiel de croissance de l'économie américaine. Si c'est le cas, l'économie américaine sera en mesure d'absorber une hausse des taux d'intérêt. Sinon, l'économie américaine aura simplement besoin de plus de soutien de la Fed pour garantir des conditions de financement accommodantes malgré un déficit public élevé!

Pas de place à l'erreur : l'économie américaine est très sensible à une hausse des taux. La crise s'est caractérisée par l'efficacité de l'action coordonnée des gouvernements et des banques centrales, qui a permis de

2/ Titres du Trésor détenus par la Fed



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 27 janvier 2021

THÉMATIQUE

Ce n'est pas le moment de parler de sortie. Je pense qu'une des grandes leçons de la crise de 2008 est qu'il faut veiller à ne pas sortir trop tôt (Jerome Powell)

limiter les dommages à long terme de la crise sur nos économies. Les injections de liquidités de la banque centrale combinées aux garanties de la dette par le gouvernement ont permis de maintenir des conditions de financement accommodantes malgré la contraction historique du PIB. En revanche, nous sortons de cette crise avec un niveau d'endettement bien plus important et des prix d'actifs élevés. C'est pourquoi la moindre hausse des taux d'intérêt aujourd'hui aurait un impact plus important que lors des cycles précédents des marchés de la dette d'entreprise, des actions ou de l'immobilier.

La réaction du marché est déterminante! La Fed est déterminée à maintenir des conditions de financement accommodantes et les taux ne devraient augmenter que pour de bonnes raisons! La question clé pour les investisseurs est de savoir pourquoi les taux d'intérêt augmentent. Les hausses de taux sont un élément positif pour les marchés si elles sont le résultat d'une amélioration durable de la trajectoire de croissance réelle. Elles sont en revanche un élément négatif si elles sont le résultat d'une offre excédentaire et d'un soutien plus faible de la part des banques centrales. De toute évidence, la Fed appelle de ses vœux une hausse des rendements sans durcissement des conditions financières, or, c'est exactement ce qui s'est passé au cours des dernières semaines et la crédibilité de sa politique monétaire en est sortie renforcée.

Nous pensons que la Fed conservera une approche prudente

L'orientation prospective associée au QE est très vague et laisse une

très grande marge de manœuvre à la Fed. Les achats d'actifs devraient se poursuivre « jusqu'à ce que des progrès substantiels soient réalisés dans le sens des objectifs du Comité en termes de plein emploi et de stabilité des prix ».

Pas de durcissement préventif avec le nouveau cadre politique. La Fed s'autorise désormais à laisser filer l'inflation dans le cadre de son nouveau dispositif de cible d'inflation moyenne. La nouvelle fonction de réaction de la Fed prévoit la constatation d'une hausse effective de l'inflation, plutôt qu'une simple anticipation, avant toute hausse des taux. Le FOMC cherchera à faire baisser le chômage le plus bas possible, du moins jusqu'à ce que des pressions inflationnistes se manifestent. L'objectif de plein emploi est « un objectif large et inclusif ».

Nous estimons qu'une réduction des soutiens ne devrait pas être amorcée avant 2022, lorsque le PCE sous-jacent aura progressé de manière significative vers l'objectif d'une augmentation durable à 2 % ou plus. Nous ne pensons pas que la Fed durcira le ton de manière préventive. L'inflation devrait dépasser temporairement les 2 % au deuxième trimestre 2021 en raison d'effets de base importants, mais la Fed attendra de constater des progrès durables dans la tendance sous-jacente de l'inflation avant de réduire son soutien, ce qui devrait se produire en 2022. Nous ne nous attendons pas à ce que l'offre soit un déterminant des taux. Nous estimons qu'une hausse des taux sera la conséquence d'une amélioration des anticipations de croissance/inflation.

Achévé de rédiger le 26 janvier 2021

THÉMATIQUE

**Obligations souveraines européennes :
offre et demande en 2021**

Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Tax

La dynamique entre les émissions de dette souveraine européenne et les achats de la BCE semble favorable en 2021. Côté offre, les émissions nettes devraient diminuer par rapport à 2020, grâce à la baisse du cumul des déficits budgétaires, au soutien des fonds européens et, dans certains pays, grâce à des comptes de trésorerie plus importants et à davantage de remboursements d'obligations. Côté demande, depuis l'augmentation en décembre du PEPP, le potentiel d'achat de la BCE semble plus que suffisant pour couvrir les nouvelles dettes et pour fournir un coussin de sécurité pour les éventuels besoins de financement supplémentaires.

Émissions de dette souveraine européenne vs achats de la BCE : dynamique favorable aux facteurs techniques obligataires en 2021

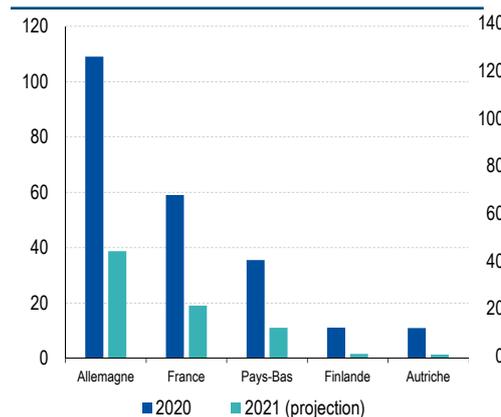
Nous nous intéressons, dans cet article, aux facteurs techniques susceptibles de dominer la dynamique de l'offre et de la demande des obligations souveraines de la zone euro cette année et qui devraient rester un des principaux déterminants des marchés obligataires de la zone euro. Nous suivrons ici la même démarche que l'article thématique publié dans le Cross Asset de septembre dernier, qui s'intéressait aux mois restants de 2020, en comparant les anticipations en matière d'offre de dette souveraine en 2021 avec les achats potentiels de la BCE, de manière à apprécier la capacité de la politique monétaire à préserver l'environnement actuel de taux bas tout en maintenant la quête de rendement. Nos conclusions montrent que la façon dont la BCE a calibré son potentiel de QE en décembre lui permet d'absorber amplement la hausse attendue de la dette souveraine de la zone euro tout

en fournissant un coussin de sécurité et une protection remarquable en cas d'augmentation des besoins de financement. En effet, lors de la séance de questions-réponses à l'issue de la réunion de décembre, la présidente de la BCE déclarait à propos de la taille du QE : « avec les volumes dont nous disposons encore dans le cadre du PEPP, soit plus de 600 milliards d'euros, auxquels s'ajoutent les montants décidés aujourd'hui, nous sommes assurés de pouvoir maintenir **une présence significative et constante sur le marché** ».

Dynamique de l'offre de dette européenne souveraine à 10 ans en 2021

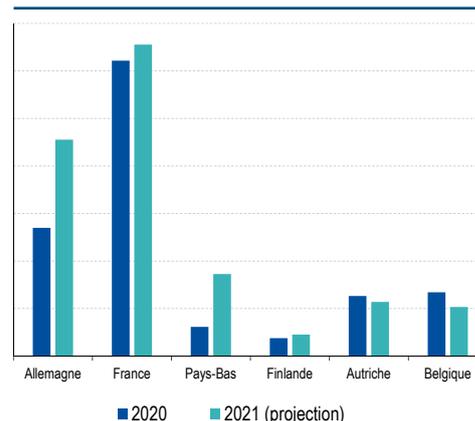
Nos projections, fondées sur les projets de budget et les plans de financement publiés pour 2021, signalent une diminution globale des besoins de financement en obligations européennes à 10 ans par rapport à la première année de la crise pandémique, au cours de laquelle les déficits budgétaires ont atteint des niveaux

1/ Pays core : émissions nettes de bons en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021. Belgique non incluse, car les chiffres sont proches de la stabilité pour les deux années.

2/ Pays core : émissions nettes d'obligations en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021.

THÉMATIQUE

records. En 2021, l'augmentation nette des titres négociables (obligations et bons) devrait être inférieure d'environ 160 milliards d'euros à celle de 2020, dont 100 milliards d'euros de baisse pour les pays du cœur de la zone et 60 milliards pour les pays périphériques.

Trois principaux déterminants de la baisse de l'offre nette de dette publique négociable attendue cette année :

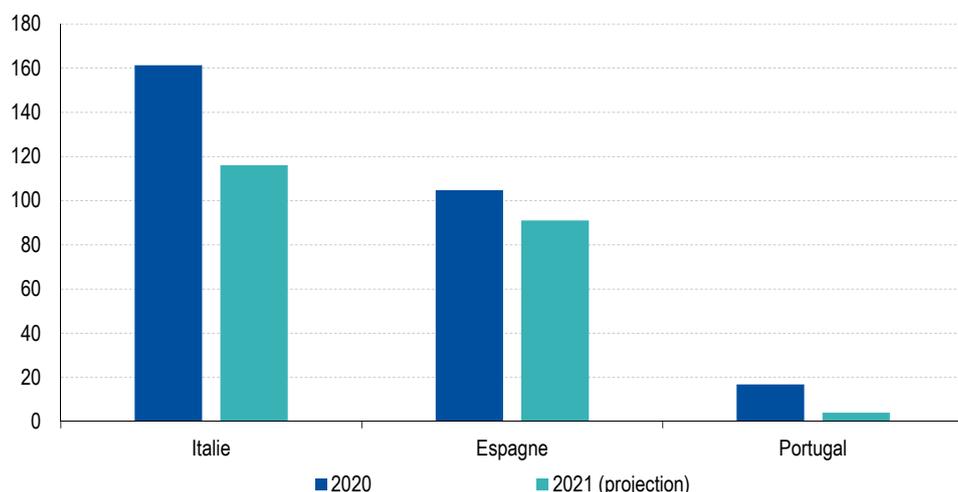
1. diminution du cumul des déficits budgétaires, malgré des évolutions budgétaires divergentes d'un pays à l'autre par rapport à 2020
2. soutien de l'UE par l'intermédiaire du programme SURE et du Fonds de relance de l'UE
3. pour certains pays, utilisation de comptes de trésorerie plus importants, recours à des sources de financement alternatives et remboursements plus importants.

Modification de la répartition de la dette dans les pays core

Compte tenu de la répartition entre instruments à moyen/long terme et instruments du marché monétaire, les émissions nettes prévisionnelles d'**obligations** européennes à 10 ans devraient rester proches des volumes de 2020, à savoir 530 milliards d'euros contre 515 milliards en 2020, tandis que les émissions nettes de **bons** à court terme devraient fortement diminuer, passant d'un niveau record proche

de 250 milliards d'euros en 2020 à moins de 80 milliards. Comme évoqué dans notre analyse de septembre, en 2020 les besoins de financement extraordinaires résultant de la crise du Covid-19 ont été couverts à l'aide de combinaisons de financement assez différentes entre les pays du cœur de la zone euro, d'une part et les pays périphériques, d'autre part. Comme ce fut déjà le cas après la crise de 2008 et la crise de la dette souveraine, les pays core ont privilégié des émissions massives de bons et de titres souverains à court terme, tandis que les pays périphériques ont continué à préférer les obligations à moyen et long terme afin de maintenir une maturité moyenne élevée et de réduire le risque de refinancement pour les prochaines années. 2020 s'est ainsi achevée sur une répartition des émissions nettes de dette à presque 50-50 entre obligations et bons dans les pays core, contre environ 90 % en obligations pour les pays périphériques. Cette répartition du financement devrait évoluer le plus fortement dans les pays core cette année, puisque 2021 devrait marquer le retour à une répartition plus classique de 80-20 entre obligations et bons, tandis que les obligations pourraient représenter de 95 % à 97 %, contre 90 % l'an dernier dans les pays périphériques. Les émissions nettes d'obligations devraient être plus élevées au premier trimestre 2021 en raison de la concentration des émissions en début de période

3/ Pays périphériques : émissions nettes d'obligations et de bons en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021.

THÉMATIQUE

et du peu de remboursements, mais devraient ensuite se tasser au cours des trimestres suivants. Compte tenu de l'évolution attendue de la structure de leur financement en obligations et en bons, les pays du cœur de la zone euro devraient voir augmenter leurs émissions nettes d'obligations, tandis que la baisse des émissions nettes de bons sera notable (de 225 milliards d'euros à 72 milliards).

Dynamique du marché de la dette des pays périphériques soutenue par la réduction des déficits, l'augmentation des remboursements et les fonds de l'UE

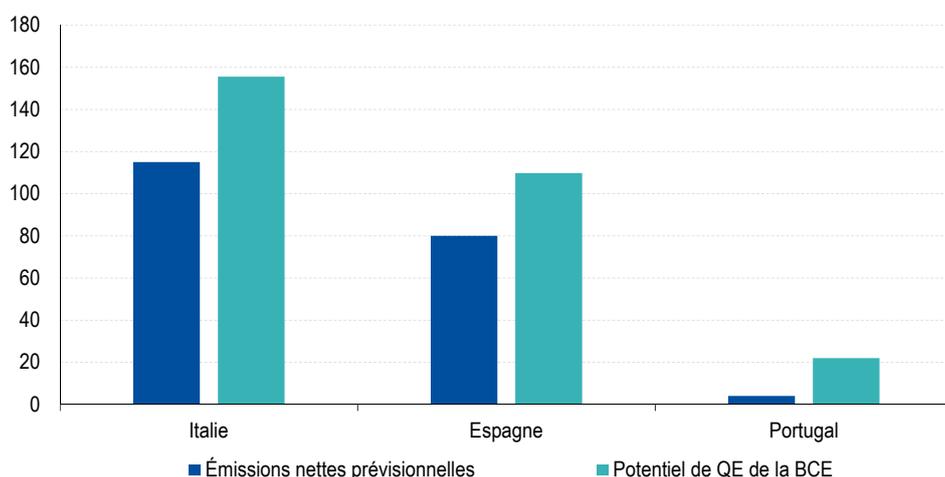
Les pays périphériques figurent parmi les pays où une combinaison des trois principaux facteurs mentionnés ci-dessus contribuera à faire baisser l'offre nette en 2021. Outre les déficits attendus en baisse, c'est en fait l'essentiel des fonds de l'UE disponibles en 2021 qui devraient réduire le recours aux marchés dans les pays périphériques. L'Italie, l'Espagne et le Portugal devraient à eux trois recevoir environ 60 % des montants disponibles dans le cadre du programme SURE et du Fonds de relance d'ici la fin de l'année. En même temps et contrairement aux pays du cœur de la zone, qui ne bénéficieront pas autant cette année des remboursements d'obligations (moins qu'en 2020), la dette arrivant à échéance semble plus élevée pour chacun des trois pays périphériques, pour un volume combiné de 35 milliards

d'euros, ce qui contribuera à réduire l'offre nette. Pour ce qui est des bons, les changements attendus sont marginaux. L'Espagne devrait y recourir dans une certaine mesure, après une année 2020 assez réussie en termes de prolongation de la durée moyenne de sa dette par rapport à d'autres pays. Les bons constitueront toujours une réserve de sécurité permettant de gérer avec souplesse une éventuelle hausse des besoins budgétaires. Le Portugal, enfin, entend également employer une part importante de son compte de trésorerie, augmenté grâce à ses financements de l'année dernière, pour couvrir ses besoins cette année.

Achats potentiels de la BCE

Avec la dynamique de l'offre, nous avons également estimé la puissance de feu potentielle du programme de QE de la BCE face aux émissions nettes de dette souveraine attendues en 2021. De nombreux scénarios différents sont envisageables quant à la répartition des flux de QE au cours des 15 prochains mois, qui plus est si l'on considère que le montant total mis à disposition peut ne pas être entièrement utilisé. On pourrait même soutenir qu'en termes relatifs, les flux de 2021 pourraient être supérieurs à ceux du premier trimestre 2022, dans la mesure où la reprise économique devrait gagner du terrain et le soutien budgétaire du NGEU se concrétiser progressivement, permettant ainsi une forme de *front running* sur le QE. Nous n'avons pas retenu de tels

4/ Pays périphériques : émissions nettes prévisionnelles d'obligations vs potentiel de QE estimé de la BCE en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021

THÉMATIQUE

scénarios dans nos projections et avons préféré envisager un déploiement plus uniforme du QE dans le temps, avec une trajectoire mensuelle plus régulière, une proportion allouée à la dette publique similaire à celle de 2020 et le respect de la clé de répartition des capitaux par pays. Les résultats de notre analyse font apparaître une forte capacité d'absorption de la dette souveraine par le QE, grâce à la diminution des besoins de financement et à la récente augmentation du potentiel du QE dans le cadre du train de mesures de décembre. Il apparaît même que les émissions nettes d'obligations souveraines européennes devraient s'avérer inférieures au potentiel de QE de la BCE pour l'ensemble des pays : la situation des pays périphériques est illustrée dans le dernier graphique de la présente étude.

En conclusion, les chiffres confirment que les facteurs techniques des obligations souveraines européennes continueront de bénéficier du soutien vigoureux de la politique monétaire en 2021. Les risques sur l'offre de dette souveraine sont principalement haussiers, car les gouvernements restent déterminés à fournir un soutien budgétaire et leurs plans sont susceptibles d'être renforcés en cas de persistance des restrictions sur l'activité économique. En même temps, les éventuelles variations pourraient, comme l'an dernier, être absorbées en bons à court terme, tandis que la puissance de feu de la BCE fournit un coussin de sécurité important en cas d'augmentation des besoins de financement.

Achévé de rédiger le 25/01/2021

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Analyste Global Views

Nouvelle monnaie et peut-être nouveaux pouvoirs : les Monnaies Numériques de Banques Centrales sont pour bientôt

Le thème des MNBC (Monnaies Numériques de Banques Centrales) devrait prendre de l'ampleur en 2021. Les banques centrales ont en effet récemment accéléré leurs études et expérimentations dans ce domaine. Instruments d'adaptation des économies à la numérisation, les MNBC sont également des outils visant à renforcer la souveraineté monétaire des États, confrontée à de nouveaux défis. Leur mise en place pose cependant des problèmes complexes, parmi lesquels ceux de leur coexistence et interactions avec les dépôts bancaires. Si elles ne sont pas, aujourd'hui, conçues avant tout comme de nouveaux instruments de politique monétaire, elles pourraient cependant offrir de nouvelles possibilités dans ce domaine.

De récentes annonces ont attiré l'attention sur les chantiers de développement de MNBC des grandes banques centrales, aujourd'hui à des états d'avancement très divers.

Il est très peu probable d'assister, dès cette année, au véritable lancement d'une MNBC dans un grand pays¹. Cependant, les études et travaux préparatoires semblent accélérer. Notons ainsi que la PBoC chinoise, grande banque centrale la plus avancée dans ce domaine, a mené de nouvelles expérimentations dans plusieurs grandes villes au cours des dernières semaines (d'autres pourraient avoir lieu bientôt à Pékin et Shanghai) et que la BCE vient d'annoncer la conclusion d'une vaste enquête afin de décider, éventuellement, le lancement d'un chantier concret à partir du 2^e semestre. Si la Réserve fédérale américaine maintient, pour sa part une communication plus prudente sur le sujet² (ce qui ne l'empêche pas de l'étudier de près), certaines banques centrales de plus petits pays (la Suède notamment, qui teste déjà un prototype) ont des projets bien engagés³.

Les MNBC (en tout cas dans leur version grand public) visent à donner à l'ensemble de la population accès à une monnaie numérique

reproduisant un certain nombre des caractéristiques de la monnaie physique.

Comme la monnaie physique, et contrairement aux dépôts bancaires, les MNBC grand public constitueront un passif direct de la Banque Centrale, éliminant en principe tout risque de crédit pour le porteur. Suivant l'architecture retenue (compte direct ou indirect du détenteur final auprès de la Banque Centrale, jeton informatique utilisable en ligne ou même hors ligne...) elles pourraient également partager (quoique pas complètement) les avantages de portabilité et de confidentialité des pièces et billets. Leurs immunités vis-à-vis de divers événements indésirables seraient toutefois différentes (par exemple, MNBC et monnaie physique ne seraient pas vulnérables aux mêmes types d'actions criminelles ni de catastrophes majeures).

Entre autres rôles d'accompagnement de la numérisation de l'économie, les MNBC visent à répondre à des enjeux de souveraineté.

Les projets de MNBC s'inscrivent dans une démarche générale d'adaptation des économies à la numérisation et de création d'écosystèmes propices à l'innovation financière. En réduisant l'utilisation de la monnaie physique

Les principales raisons de développer une MNBC peuvent varier suivant les pays

¹ Pour l'heure, seules les Bahamas ont déjà lancé, en octobre 2020, une MNBC accessible à tous les citoyens du pays.

² Le 14 janvier 2021, Jerome Powell, Président de la Réserve fédérale américaine, a indiqué que son institution ne « percevait pas l'urgence d'être la première » dans ce domaine et que l'horizon de lancement d'une MNBC était davantage « plusieurs années que plusieurs mois ». Il a mentionné le statut du dollar comme monnaie de réserve parmi les éléments justifiant cette attitude patiente.

³ Dans un rapport de janvier 2021, la Banque des Règlements Internationaux indiquait que 86% des plus de 60 banques centrales (dont toutes celles des plus grands pays) interrogées à ce sujet menaient des travaux au sujet des MNBC et que des banques centrales représentant au total un cinquième de la population mondiale (incluant très probablement la Chine) « lanceraient probablement une MNBC au cours des trois prochaines années ».

THÉMATIQUE

Les MNBC sont, entre autres fonctions, des instruments de souveraineté

(quoiqu'à des degrés divers suivant les pays) et en intensifiant les échanges en ligne dans de nombreux domaines, la crise du Covid n'a fait qu'ajouter aux incitations déjà présentes. Le poids relatif des différentes raisons de développer une MNBC varie suivant les pays : par exemple, dans certaines économies émergentes, elles sont vues comme un moyen de fournir des services financiers à des catégories de la population qui n'y ont aujourd'hui que peu accès. Cependant, parmi leurs multiples aspects, notons que les MNBC sont aussi perçues comme un moyen, pour les États, de préserver (ou de renforcer) leur souveraineté monétaire face à de nouveaux défis. Plus que par les cryptodevises très volatiles comme le Bitcoin, les autorités peuvent être préoccupées par le développement des « stablecoins » privés (actifs numériques centralisés ou décentralisés, utilisables par le grand public et maintenant une parité avec une devise classique⁴), par les quasi-monopoles ou oligopoles de certains fournisseurs privés de services de paiement ou encore par la perspective de voir des MNBC étrangères devenir facilement accessibles à leurs propres citoyens⁵. En temps normal, mais encore davantage en temps de crise, la concurrence de ces monnaies alternatives pourrait en effet éroder le statut de la monnaie traditionnelle, voire entraîner des mouvements de capitaux (domestiques comme internationaux) déstabilisants. Ces problématiques sont toutefois susceptibles de se poser de façons très différentes suivant la puissance de chaque pays et le statut international de sa devise : instrument défensif pour certains, la MNBC pourrait, au contraire, être un vecteur d'influence externe pour d'autres.

Le développement d'une MNBC grand public implique la prise en compte de ses conséquences possibles sur les systèmes bancaires.

La détention, par les agents économiques, de leur MNBC domestique au côté de dépôts bancaires (également dématérialisés, mais inscrits au passif

d'institutions bancaires privées) pose le problème des rôles respectifs et des interactions de ces deux catégories d'actifs. Les banques centrales devront en effet définir les conditions de leur éventuelle concurrence (la piste de limites fixées à la détention de MNBC par une seule personne ou entité est parfois évoquée) et prévoir, ou prévenir, les conséquences de leur coexistence sur le coût de financement des banques, leur profil de risque, ou encore les mécanismes par lesquels elles créent habituellement de la monnaie. Par ailleurs, il faudra également déterminer l'étendue du rôle d'intermédiaire joué par les banques dans l'accès des utilisateurs aux MNBC (les banques centrales n'étant pas, jusqu'à présent, équipées pour interagir directement avec les particuliers, il est en général envisagé que les banques de détail se voient confier une telle mission). Il s'agit là de problèmes complexes qui, au côté des aspects techniques et opérationnels, sont autant de raisons pour les autorités de n'avancer que prudemment.

Sans être aujourd'hui développées à cette fin, les MNBC peuvent constituer de nouveaux instruments de politique monétaire.

Aucune grande banque centrale ne semble, aujourd'hui, voir dans les MNBC avant tout un nouvel instrument de politique monétaire (si ce n'est, d'une façon générale, pour renforcer la légitimité et l'utilisation de la monnaie publique nationale). Il n'empêche que nombre d'observateurs (y compris les banques centrales elles-mêmes) réfléchissent tout de même à ces implications, potentiellement très importantes. Un premier aspect est que les MNBC pourraient abaisser la « borne basse effective » de la politique monétaire si, par exemple, elles portaient des taux d'intérêt négatifs ou, au contraire, la relever à zéro si elles constituaient des actifs à taux nul moins contraignants à détenir que la monnaie physique. Un second aspect est qu'une MNBC pourrait, en théorie, devenir une « monnaie programmable » dont les possibilités d'utilisation (durée limitée

⁴ Facebook, notamment, doit en principe lancer sa monnaie numérique Diem dès 2021.

⁵ Christine Lagarde a explicitement mentionné ce risque dans un article intitulé « L'avenir de la monnaie, un double enjeu d'innovation et de confiance » dans « L'ENA hors les murs », 30 novembre 2020.

THÉMATIQUE

Les MNBC pourraient, en théorie, ouvrir de nouveaux champs aux politiques monétaires

dans le temps, restrictions à certaines dépenses...) pourraient être pilotées de façon dynamique par les autorités. D'autres possibilités, telles que de nouvelles interactions entre politique monétaire et politique budgétaire, sont également envisageables. Dans ce domaine, la visibilité est aussi limitée que les possibilités théoriques sont étendues.

Les MNBC grand public pourraient donc avoir de nombreuses conséquences, certaines complexes et difficiles à cerner, ce qui rend indispensables de

nombreux travaux et expérimentations supplémentaires avant leur lancement. Cependant, l'érosion de l'utilisation de la monnaie physique et le rapide développement de concurrents numériques aux monnaies traditionnelles font qu'il est très probable qu'elles soient bien lancées d'ici quelques années. De nombreux pans de la vie économique et financière domestique, ainsi que de l'ordre financier international, pourraient en être affectés.

Achévé de rédiger le 27/01/2021

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Ce mois-ci, nous maintenons les probabilités et le narratif de notre scénario central et de nos scénarios alternatifs. Nous confirmons notre opinion constructive à moyen terme quant au « régime de rétablissement financier », avec davantage de prudence à court terme vis-à-vis des marchés financiers, compte tenu de l'actualité dépendante du virus.

SCÉNARIO BAISSIER
15 %**Stagnation à long terme****Analyse**

- La pandémie échappe à tout contrôle en raison d'une mutation génétique du virus et entraîne des chocs de croissance négatifs, prolongeant la durée de la crise
- Les erreurs politiques et le risque d'exécution des mesures budgétaires compromettent la reprise
- Interruption ou retrait des politiques monétaires accommodantes, en raison de contraintes internes (bulle d'actifs) ou externes (devises)
- Ralentissement économique prolongé, dû à l'incertitude et au manque de visibilité, affectant le moral des entreprises et des consommateurs
- Évolution de la crise économique en crise financière
- Accélération du protectionnisme et de la démondialisation, avec une incidence négative sur le commerce et les chaînes de valeur mondiales

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire et les bons du Trésor américain
- Privilégier l'or, le franc suisse et le yen
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum

SCÉNARIO CENTRAL
75 %**Reprise multi-vitesses et pluri-annuelle****Analyse**

- Processus pluriannuel pour remettre l'économie mondiale sur les rails, en suivant une trajectoire de reprise chaotique
- Nouvelles chutes de la croissance provoquées par des flambées épidémiques et des mesures de confinement jusqu'au quatrième trimestre 2021
- Campagnes de vaccination massives au premier semestre 2021, mais inégales d'une région à l'autre
- Volonté politique forte pour déployer les mesures budgétaires dans les économies avancées, mais la capacité à les déployer en temps opportun constitue un risque
- Les politiques monétaires accommodantes sont maintenues, afin de faire face aux risques déflationnistes et à l'augmentation de la dette publique
- Dynamique positive des bénéfices des entreprises et diminution des risques de solvabilité
- Le rapport entre commerce mondial et PIB mondial continue de baisser, mais les tensions géopolitiques s'atténuent après les élections américaines
- La crise du Covid exacerbe les inégalités de revenus et de richesses (risque de tensions sociales accrues)

Répercussions sur les marchés

- Pentification contenue de la courbe des bons du Trésor américain
- Rotation progressive du crédit HY vers les actions
- Thématiques actions : secteurs cycliques et entreprises portées par leurs marchés intérieurs.
- Maintien de poches de revenus avec les obligations ME et le crédit IG
- Préférer l'or du fait de l'incertitude généralisée, de la déflation et des craintes de récession

SCÉNARIO HAUSSIER
10 %**Reprise en forme de V****Analyse**

- Crise sanitaire résolue à la fin du premier semestre 2021, grâce à des campagnes de vaccination de masse et à des mesures de confinement efficaces
- Reprise durable portée par les vaccins
- Productivité accrue grâce aux nouveaux projets numériques et écologiques
- Normalisation plus rapide de l'activité économique
- L'incertitude étant moins importante, les mesures de relance se transmettent à l'économie réelle et aux marchés financiers, comblant le fossé entre le secteur manufacturier et celui des services
- Croissance durable et besoin moindre de nouvelles mesures de soutien (budgétaire)

Répercussions sur les marchés

- La courbe des bons du Trésor américain se pentifie en raison de la hausse rapide de la croissance et des prévisions d'inflation
- Privilégier les actifs risqués exposés à l'évolution du cycle, mais pouvant saper les valeurs de croissance
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et l'or comme couvertures contre l'inflation

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. Les grandes lignes restent inchangées, mais nous modifions les probabilités de certains risques compte tenu des évolutions récentes.

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

– Difficultés liées au déploiement du vaccin contre le Covid-19

- Des problèmes logistiques ou des effets secondaires inattendus du vaccin pourraient avoir un impact très négatif sur les investisseurs et le sentiment des entreprises, qui s'est nettement amélioré depuis novembre 2020
- Un ou plusieurs variants du virus qui rendraient les vaccins existants inefficaces pourraient compromettre les espoirs de fin prochaine de la pandémie

- **Une reprise qui s'étend sur une longue période avec de multiples rechutes** pourrait affecter le moral des entreprises et des consommateurs, en impactant certains secteurs qui n'ont pas encore été directement touchés par la pandémie, comme le secteur financier

- **Des effets d'hystérésis sous-estimés sur le marché du travail**, avec une hausse du chômage et un impact inégal, pourraient compromettre la reprise et être source de tensions sociales

– Reprise de l'inflation et second « taper tantrum »

- Le risque est très faible à court terme, mais les pressions haussières sur l'inflation pourraient s'intensifier avec le temps, à mesure que l'épidémie recule
- Les dispositifs de QE pourraient devenir une source de problèmes lorsque l'inflation entrera dans l'équation

RISQUE FINANCIER
15 %

– Risque de solvabilité 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 exacerbé les risques de solvabilité, quels que soient l'action des banques centrales et les dispositifs de garantie des gouvernements

- **La faiblesse significative du dollar** pourrait pousser la Fed à interrompre son programme d'achat d'actifs et avoir un impact négatif sur le marché des bons du Trésor américain, entraîner une déflation dans la zone euro et au Japon et compromettre la reprise dans les pays émergents

– Crise de la dette souveraine

- La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt, en cas d'erreurs politiques
- Les marchés émergents fragiles (exportateurs d'une seule matière première, pays dépendants du tourisme) pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut

RISQUE (GEO)POLITIQUE
10 %

– Guerre froide sino-américaine

- Au lendemain des élections américaines, le ton belliciste des démocrates maintient les incertitudes concernant les relations avec la Chine
- La radiation de la cote d'entreprises chinoises pourrait déclencher des mesures équivalentes en représailles
- Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan

- **Instabilité dans les pays émergents et entre pays émergents** en raison d'une gestion chaotique des crises épidémiques

– Brexit 2.0

- L'année 2020 s'est terminée par un accord de sortie, mais sa mise en œuvre pourrait s'avérer bien plus perturbatrice qu'anticipé et s'accompagner de ruptures d'approvisionnement
- Dans le contexte d'un troisième confinement national, le consensus politique national autour du Premier ministre pourrait s'estomper à mesure que la sortie entraîne une perte immédiate de revenus dans certains secteurs
- L'Écosse pourrait réclamer un nouveau référendum sur l'indépendance

RISQUE ÉCONOMIQUE
20 %

- La dynamique de l'inflation et la fonction de réaction des banques centrales pourraient être des sources d'incertitude, en particulier dans les pays émergents, où l'inflation est proche de l'objectif des banques centrales
- Un tour de vis prématuré de la Réserve fédérale ou une mauvaise communication de celle-ci pourrait entraîner un deuxième « taper tantrum » semblable à celui de 2013

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

RISQUE FINANCIER
15 %

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

RISQUE (GEO)POLITIQUE
10 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

METHODOLOGIE**– Scénarios**

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

– Risques

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

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

Anticipation du point de retournement :

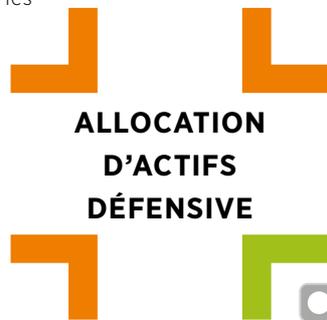
- Pas atteint, trop tôt pour se prononcer
- Retournement imminent
- Retournement effectué

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'extension des restrictions liées à la COVID-19 dans la zone euro continue de peser sur l'activité économique. Le PIB devrait se contracter au T4 2020 et au T1 2021, mais plus faiblement qu'au T2 2020. Aux États-Unis, après un ralentissement au quatrième trimestre de 2020, l'activité économique devrait s'accroître, soutenue par les nouvelles mesures de relance budgétaire.
- Les données indicatives et réelles confirment cette tendance, le secteur manufacturier résistant mieux que celui des services, car il est moins perturbé par les restrictions mises en place.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les actifs risqués se négocient à des niveaux onéreux tenant compte des solides estimations de croissance.
- Les ratios cours/bénéfices en termes absolus des actions restent supérieurs à leur moyenne historique, même s'ils devaient se replier à l'avenir en raison du redressement des bénéfices.
- La prime de risque sur les actions et le ratio cours/bénéfices ajustés en fonction des injections de liquidités par les banques centrales restent favorables aux actions en termes de valeur relative.



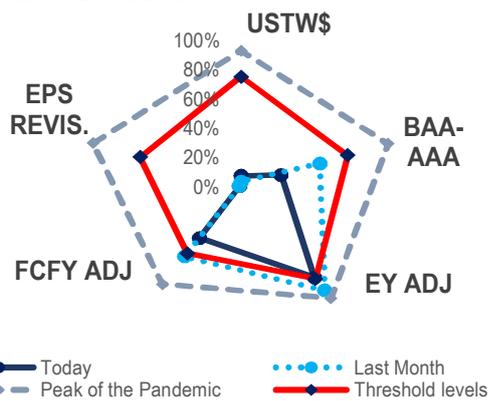
FACTEURS TECHNIQUES

- L'année 2021 débute favorablement pour les actifs risqués suite aux élections américaines et aux attentes de relance budgétaire.
- Les signes de surendettement des marchés risqués se sont matérialisés au cours des deux dernières semaines, principalement les indicateurs de RSI et une certaine vulnérabilité des opérations de reprise à court terme est probable.

SENTIMENT

- Alors que les banques centrales s'efforcent de rassurer le marché sur leurs mesures de soutien à la reprise économique, les conditions économiques se sont de nouveau assouplies en décembre, confortant ainsi notre baromètre sur le sentiment de risque, lequel restera favorable aux actifs risqués au début de l'année 2021.
- L'évolution à la baisse du dollar US et l'amélioration de l'opinion à l'égard des conditions de crédit – le *spread* Baa-Aaa de Moody's s'est resserré davantage en décembre et s'établit désormais à 10 pb en deçà de notre seuil d'alerte –, les principaux facteurs sur lesquels repose notre indicateur CAST, semblent indiquer une faible probabilité de correction (probabilité CAST inférieure à 10 %).
- Notre indicateur du risque basé sur les flux vient également étayer l'hypothèse selon laquelle l'appétit des investisseurs reste élevé sur l'ensemble des classes d'actifs (en particulier sur les segments des actions et des matières premières).

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.

Source : Recherche Amundi, Données au 15 janvier 2021

POINTS CLÉS

1 Point de bascule à 1,30 % pour l'UST à 10 ans

- Malgré le programme d'achat audacieux de la Fed, le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans continue d'augmenter. La hausse des rendements nominaux a été alimentée par les points morts d'inflation, celui à 30 ans étant désormais supérieur à 2 %.
- Les courbes de rendement aux États-Unis se sont pentifiées mais restent loin des sommets cycliques précédents.
- Tant que les 10 ans se fait le reflet des anticipations reflationnistes, il peut continuer à grimper, mais il finira par imposer un plafond aux valorisations des actions.
- Notre objectif pour 2021 est de 1,30 % sur le 10 ans. À moyen terme, nous nous attendons à ce que la Fed tempère la volatilité des rendements sur le segment à long terme pour maintenir des conditions financières souples.
- Au vu des données historiques, nous avons calculé la répartition empirique des primes de risque actions par rapport au niveau du 10 ans et nous pensons que le point de bascule en termes de valorisations actions est de 1,30 %.

2 Fin de l'exception américaine

- Malgré sa correction du second semestre, le dollar reste encore cher.
- L'essentiel de cette correction du dollar peut être attribué à la fin de l'exception américaine, avec la disparition des espoirs de croissance supérieure et de prime des taux réels par rapport aux autres devises du G10.
- La conjoncture mondiale et le dispositif de cible d'inflation moyenne de la FED laissent penser que le dollar restera sous pression, du moins au premier semestre 2021.
- L'arrivée des démocrates au pouvoir aux États-Unis a entraîné une hausse des prévisions de croissance et une révision partielle des anticipations de taux qui ont déjà été pris en compte dans les cours. Nous estimons toutefois qu'il s'agit d'une source de volatilité à court terme, trop faible pour infléchir la trajectoire du dollar à la hausse.
- Une forte remontée des taux américains est, selon nous, le seul facteur susceptible de changer la donne.

3 Croissance américaine sous perfusion budgétaire et révision à la baisse en Europe

- Nous anticipions, dans notre scénario central, une croissance moyenne du PIB américain de 3,7 % en 2021 avant l'annonce des mesures budgétaires.
- Les 900 milliards de dollars en mesures de relance augmentent de 1,8 % nos prévisions de croissance moyenne, qui se situent désormais entre 5,2 % et 5,7 %.
- En zone euro, nous avons revu à la baisse notre fourchette de croissance pour 2021 (comprise désormais entre 3 % et 3,5 %) de même qu'au Royaume-Uni (désormais entre 3 % et 3,5 %).

POINTS CLÉS

4 Evaluation de la croissance des pays émergents

- La révision des prévisions de croissance au quatrième trimestre 2020 a entraîné un déplacement de la prime de croissance vers les pays émergents en 2021. Les données sur la mobilité, largement en décélération, ont confirmé ces anticipations.
- Les données sur la mobilité ont enregistré une baisse généralisée dans les pays émergents, mais moins prononcée en Asie, la dernière période considérée correspondant aux vacances de Noël.
- Chine: les indicateurs avancés confirment notre scénario de ralentissement séquentiel, mais la croissance reste plus vigoureuse qu'initialement attendu. Notre scénario central prévoit que le PIB chinois augmentera de 8,4 à 9 % cette année.
- Nous prévoyons que le PIB des marchés émergents passera de 5,7 % à 6,5 % en 2021 et de 3,9 % à 4,9 % en 2022.

5 Déconnexion toujours marquée entre économies réelles et marchés financiers

- Les acteurs du marché, pleinement confiants que les banques centrales maintiendront des conditions financières accommodantes, ne portent qu'un intérêt marginal aux fondamentaux.
- Nous ne sommes pas de ceux-là. Nous pensons que la saison de publication des résultats permettra une remise au point. La saison de publication des résultats du premier trimestre pourrait s'avérer plus révélatrice que celle du quatrième trimestre. Quoi qu'il en soit, il est temps que les fondamentaux soient à nouveau pris en compte.
- Nous anticipons un rebond de la croissance au second semestre, mais en tant qu'investisseurs de long terme, il convient d'en évaluer la pérennité. Les marchés actions continuent leur course en avant, nourris par les espoirs de dépenses publiques massives et de déploiement rapide des vaccins. Nous préférons adopter un positionnement de valeur relative plutôt qu'une exposition sans retenue au risque.

Point sur le Covid-19 : mutations du virus et efficacité des vaccins
par David Brecht, *Analyste obligations, CFA*

Plusieurs études récentes montrent que les trois variants les plus préoccupants du coronavirus (Royaume-Uni, Afrique du Sud, Brésil) présentent une même mutation de la protéine S et qu'ils auraient développé celle-ci séparément. Ces études de taille réduite ont souvent eu recours à des pseudo-virus au lieu de coronavirus vivants, mais montrent néanmoins que les vaccins actuellement approuvés fonctionneront efficacement contre le variant britannique. Il semblerait en revanche, que les vaccins existants et le sérum sanguin de convalescence n'apportent pas une réponse en anticorps aussi efficace contre les variants sud-africain et brésilien. Les vaccins à ARNm (Pfizer et Moderna) ont suscité une très forte réponse en anticorps lors des essais (plus élevée que celle observée chez les patients rétablis d'une infection au Covid) et devraient donc garder un certain niveau d'efficacité face aux nouveaux variants. De plus, les essais ne tiennent pas compte des autres parties du système immunitaire humain qui jouent également un rôle dans la lutte contre l'infection (par exemple, les cellules T). Enfin, les vaccins seront mis à jour au fil du temps pour prendre en compte les mutations. Moderna parle d'ores et déjà de la prochaine version de son vaccin, qui pourrait être prête deux mois après sa conception. **Au moment où nous écrivons ces lignes, il nous semble donc raisonnable de supposer que les campagnes de vaccination massives permettront de juguler la pandémie.**

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		2021 devrait être une année de forte croissance des bénéfiques, portée par la bonne santé des consommateurs américains qui disposent d'une épargne importante et dont la demande insatisfaite est élevée. Toutefois, la sélectivité s'impose, compte tenu des valorisations excessives et des éventuelles hausses d'impôts et de taux d'intérêt auxquelles s'ajoutent des inefficacités logistiques et une hausse du coût des intrants. Les investisseurs devront donc privilégier une rotation vers les actions de qualité, décotées et cycliques, tout en évitant les entreprises qui ne seront pas en mesure de résister à ces pressions.
	Europe	=	▼	Notre positionnement sur les actions est presque neutre, compte tenu du fait qu'un régime de relance devrait être favorable, mais nous nous méfions des segments où les valorisations sont excessives et où les décotes ont été réduites. Nous suggérons une approche de type « barbell », avec une exposition aux segments cycliques et décotés susceptibles de bénéficier d'une reprise, tout en se positionnant sur certaines valeurs défensives. Le plus important pour les investisseurs est de continuer à se concentrer sur les entreprises dont le modèle économique est resté intact, qui présentent des bilans solides et qui disposent d'un potentiel de croissance durable.
	Japon	+		Le Japon est un marché cyclique et bon marché. Les entreprises japonaises bénéficient d'une rentabilité croissante des capitaux propres et accordent davantage d'importance aux actionnaires, ce que le marché n'a pas encore intégré. De manière générale, ce marché représente une opportunité attractive à long terme, liée à la reprise des grands marchés mondiaux tels que la Chine.
	Marchés émergents	++	▲	Nous sommes optimistes à l'égard des pays émergents, et en particulier de l'Asie. Nous pensons que le repositionnement de l'Asie du Nord sur une dynamique domestique et la demande interne pourrait constituer un bon moyen de diversifier les portefeuilles. Par ailleurs, l'efficacité dont les autorités chinoises ont fait preuve en matière de gestion de la pandémie devrait leur permettre de faire face à tout nouveau confinement. De manière générale, la différenciation est essentielle dans les pays émergents et nous restons positifs sur la croissance cyclique et les composantes de qualité, tout en restant attentifs aux valorisations.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Dans une perspective obligataire mondiale, il convient de rester proche de la neutralité sur les obligations du Trésor américain compte tenu de leur rôle de bouclier en cas de croissance économique décevante. Il est toutefois nécessaire de continuer à surveiller la trajectoire des taux et de l'inflation. Nous sommes plus optimistes sur les TIPS. Dans une perspective nationale, nous sommes prudents sur les obligations d'État américaines, compte tenu de la pentification de la courbe et des anticipations d'inflation sur fond de plans de relance budgétaire massive (dette élevée) de l'administration Biden.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes neutres/légèrement positifs sur l'IG dans la mesure où l'action de la Fed devrait soutenir les marchés. Nous sommes en revanche prudents sur l'IG de longue durée, car, de manière générale, les spreads se sont resserrés, revenant près de leurs niveaux d'après la crise de 2008. Les revenus et l'épargne élevés des consommateurs offrent des opportunités sur les marchés du crédit à la consommation et des prêts immobiliers résidentiels, en particulier sur le marché des prêts hypothécaires d'agence.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous pensons qu'il est important de protéger la surperformance générée par le crédit à haut rendement par une sélection rigoureuse des titres et des secteurs. Cette démarche est d'autant plus importante que les rendements et les anticipations d'inflation sont en hausse. De manière générale, la qualité devrait être une priorité, compte tenu des risques de défaut dans un environnement de croissance faible.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes défensifs sur les obligations du cœur de la zone euro, car nous pensons que les rendements ne devraient pas baisser davantage, même si la BCE va poursuivre son programme de soutien. Pour ce qui est des obligations périphériques, nous restons positifs, en particulier sur l'Italie, où nous surveillons toutefois de près les évolutions politiques.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Les politiques accommodantes des banques centrales ont creusé un fossé entre les marchés et l'économie réelle, mais l'appétit pour l'EUR IG reste fort, comme en témoignent les marchés primaires. Cette classe d'actifs continue d'offrir un potentiel de portage positif dans un contexte de taux d'intérêt bas/négatifs. La quête de rendement des investisseurs, en particulier dans le segment noté BBB, devrait donc continuer à soutenir l'IG. Attention toutefois à ne pas perdre de vue la liquidité et la qualité.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les facteurs techniques et fondamentaux sont favorables à une compression des spreads dans le HY, mais cela ne se fera pas de manière uniforme. Nous pensons donc qu'il est nécessaire de rester très sélectif, compte tenu de la persistance des mesures de restriction et des anticipations de reprise inégale avec un effet collectif sur les taux de défaut.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons notre biais pour la dette en devises fortes, avec une préférence pour le HY, car nous pensons que les valorisations de l'IG sont désormais à leur juste niveau. Le HY est mieux positionné pour amortir les effets de l'élargissement des rendements des obligations du Trésor américain, contrairement à l'IG pour lequel cela représente un risque. De manière générale, les relations sino-américaines sous la nouvelle administration Biden demandent encore à être appréciées.
	Émergents Dette en devise locale	+		Nous restons positifs et pensons que l'environnement actuel restera favorable aux devises émergentes. En revanche, nous ne pensons pas que le dollar se dépréciera encore de beaucoup. Nous maintenons notre préférence pour les titres à haut rendement par rapport aux titres à bas rendement sur le segment de la dette en devise locale.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole ont été poussés à la hausse par le renforcement des convictions de reprise mondiale et en termes de poursuite de la rotation. Nous avons revu notre objectif pour 2021 à la hausse, à 45-55 \$/baril pour le WTI, sur fond d'anticipations de ralentissement de la croissance de la production après les annonces de réduction de la production saoudienne. Nous renouvelons également notre avis constructif sur l'or, malgré la récente correction, car nous pensons que le métal bénéficiera du ton accommodant des banques centrales à long terme.
	Devises			Le dollar s'est déprécié au cours du deuxième semestre 2020 en raison de l'effondrement des prévisions de croissance et des primes de taux réels par rapport aux autres devises du G10. Les résultats du second tour des élections sénatoriales en Géorgie ont donné la majorité aux démocrates, ce qui a donné un coup de fouet à la croissance américaine et aux anticipations sur les taux d'intérêt. Nous estimons toutefois qu'il s'agit d'une source de volatilité à court terme (en particulier pour les devises à faible rendement) plutôt qu'un argument décisif en faveur d'une nouvelle trajectoire haussière du dollar. Le nouveau dispositif de cible d'inflation moyenne permettra à la Fed d'éviter de fortes hausses des taux, ce qui implique que l'expansion budgétaire ne devrait pas s'accompagner d'un durcissement monétaire en 2021. Nous anticipons une dépréciation progressive et limitée du dollar, qui se négocie encore à 3 % au-dessus de sa juste valeur moyenne. Les vrais gagnants restent les devises liées aux matières premières

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au mercredi 20 janvier 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 29/01/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,9/-3,3	5,0/5,7	3,4/4,2	2,6	2,7	3,0
Pays développés	-5,5/-5,2	4,0/4,5	2,7/3,2	0,7	1,4	1,7
États-Unis	-3,7/-3,3	5,2/5,7	2,6/3,2	1,2	2,2	2,3
Japon	-5,6/-5,0	2,7/3,3	1,7/2,3	0,0	0,1	0,2
Royaume-Uni	-11,1/-10,5	3,0/3,5	3,2/3,7	0,9	1,7	1,9
Zone euro	-7,0/-6,8	3,0/3,5	3,1/3,6	0,3	0,8	1,5
Allemagne	-5,1/-4,9	2,7/3,2	2,6/3,2	0,4	1,3	1,6
France	-8,5/-8,3	4,4/5,0	3,1/3,5	0,5	0,9	1,6
Italie	-8,9/-8,7	3,2/3,6	2,8/3,3	-0,2	0,5	1,5
Espagne	-11,1/-10,9	3,9/4,4	4,0/4,6	-0,3	0,6	1,5

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** après un ralentissement au quatrième trimestre sur fond de recrudescence des cas de Covid-19, nous nous attendons à ce que les faiblesses de début 2021 soient compensées par les mesures de soutien budgétaire approuvées en décembre, notamment au cours du premier semestre. Compte tenu du soutien budgétaire plus important qu'attendu, nous avons révisé nos perspectives de croissance à la hausse. Nous avons également relevé nos anticipations d'inflation. Cette dernière devrait toutefois rester dans la fourchette cible, avec un dépassement à la hausse provisoire en milieu d'année en raison des effets de base. De nouvelles séries de mesures de relance budgétaire, qui ne sont pas encore prises en compte, constituent un risque haussier sur nos perspectives pour 2021.
- Zone euro :** compte tenu du prolongement des mesures restrictives déployées au quatrième trimestre et progressivement durcies au premier trimestre, le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021 enregistrent probablement une nouvelle contraction du PIB (bien que nettement moins prononcée que celle du deuxième trimestre 2020), ce que confirment actuellement les indicateurs avancés. Le prolongement des mesures de confinement et le déroulement très progressif de la campagne de vaccination pèsent sur nos prévisions pour le premier semestre. Nous anticipons une croissance nettement plus forte à partir du second semestre, grâce à l'amélioration du sentiment, au déblocage de la demande insatisfaite, à la levée des principales restrictions de la mobilité et au soutien du programme NGEU. L'inflation devrait rester modeste à court terme avant de s'inscrire progressivement à la hausse en 2021, tout en restant largement en deçà de son objectif.
- Japon :** confronté à une aggravation de la pandémie, le gouvernement a déclaré l'état d'urgence dans les principales régions. Le moral des entreprises et l'activité des consommateurs ont battu en retraite depuis novembre, nous amenant à revoir à la baisse nos prévisions de croissance pour le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021. Au vu de l'écart de production négatif important, l'inflation restera proche de zéro. Pour autant, nous ne nous attendons pas à assister à une véritable contraction de l'économie, compte tenu de la résilience de la demande extérieure. Les commandes internationales de machines-outils ont enregistré un rebond significatif de 15,9 % en variation annuelle au quatrième trimestre, passant dans le vert pour la première fois depuis fin 2018.
- Royaume-Uni :** compte tenu du durcissement et de l'allongement des mesures de confinement au quatrième trimestre et de leur prolongation au premier trimestre, nous tablons sur une contraction de l'économie britannique tant au quatrième trimestre 2020 qu'au premier trimestre 2021. Le déploiement de la campagne de vaccination contribuera à relever le moral, mais nous pensons que l'économie ne reprendra son élan qu'à partir du second semestre. La pression sur le marché du travail est particulièrement forte, avec un niveau élevé de sous-emploi, et ce, malgré les programmes de soutien à l'emploi. Les politiques budgétaires et monétaires restent accommodantes, mais de nouvelles mesures visant à compenser l'impact du Brexit ne sont pas à exclure si la situation économique continue de se détériorer.

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

	26-01 2021	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,11
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,52	-0,50	-0,56
Japon	-0,02	-0,1	-0,07	-0,1	-0,02
RU	0,10	0,00	0,03	0,00	0,01

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	17 mars
BCE Conseil des gouverneurs	11 mars
Banque du Japon MPM	19 mars
Banque d'Angleterre MPC	4 février

Source : Recherche Amundi

- Fed :** la Fed a publié ses orientations prospectives concernant son programme d'achat d'actifs, qui devrait se poursuivre au rythme mensuel de 120 milliards de dollars « jusqu'à ce que des progrès substantiels aient été réalisés en termes de plein-emploi et de stabilité des prix ». La forte reprise économique attendue au second semestre 2021 a ouvert un débat sur la possibilité d'une réduction progressive du programme d'achats d'obligations avant la fin de l'année. Le président de la Fed, Jerome Powell, a cherché à dissiper toute crainte concernant une diminution prochaine des achats d'obligations. Nous estimons qu'une réduction du dispositif de soutien ne devrait pas être amorcée avant 2022, lorsque le PCE sous-jacent aura progressé de manière significative vers l'objectif d'une augmentation durable à 2 % ou plus.
- BCE :** après le train de mesures annoncé en décembre, la politique monétaire est restée inchangée lors de la réunion de janvier de la BCE. La BCE a souligné que son objectif principal est la préservation de conditions de financement favorables, confirmant que l'enveloppe du PEPP pour les achats d'obligations pourrait ne pas être utilisée dans sa totalité, mais qu'elle pourrait « tout aussi bien » se voir augmentée. La flexibilité du programme de QE reste également inchangée et représente un moyen essentiel d'atteindre l'objectif mentionné ci-dessus. Bien que le scénario économique de référence de la BCE reste globalement valable, les risques sont toujours orientés à la baisse.
- BoJ :** comme anticipé, le statu quo politique a été maintenu lors de la réunion de janvier. On notera que la banque centrale a revu à la hausse ses perspectives de croissance pour les exercices 2021 et 2022 de respectivement 0,3 et 0,2 point de pourcentage et à 3,9 % et 1,8 %, malgré le contexte d'aggravation de la pandémie. Nous interprétons cela comme une marque de confiance vis-à-vis de la reprise mondiale, pour laquelle le Japon est bien positionné. L'évaluation de la politique monétaire de mars sera à suivre de près. Le gouverneur Haruhiko Kuroda a déclaré qu'il serait souhaitable de supprimer les effets secondaires, tels que la baisse excessive des taux super-longs (>10 ans), tout en stabilisant le reste de la courbe des rendements.
- BoE :** comme largement anticipé, la Banque d'Angleterre a maintenu son dispositif de relance monétaire inchangé en décembre, dans l'attente de la suite des négociations relatives au Brexit et compte tenu du train de mesures déjà présenté lors de la réunion précédente. L'accord trouvé sur le Brexit réduit la nécessité de prendre des mesures supplémentaires dans l'immédiat. Il est toutefois probable que la Banque d'Angleterre maintienne son ton accommodant en 2021, en poursuivant son programme de QE et en adaptant sa taille à d'éventuels besoins budgétaires supplémentaires, ce qui pourrait s'avérer nécessaire pour compenser les risques baissiers découlant des restrictions récentes de l'activité économique.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 29/01/2021					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
Monde	-3,9/-3,3	5,0/5,7	3,4/4,2	2,6	2,7	3,0
Pays émergents	-2,7/-2,0	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,7	3,8
Brésil	-4,3/-4,0	3,0/4,0	1,1/3,1	3,2	5,4	3,8
Mexique	-8,8/-8,5	4,0/5,0	1,8/3,8	3,4	2,9	3,3
Russie	-4,0/-3,5	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	3,9	3,8
Inde	-7,8/-6,8	7,8/9,0	4,2/5,6	6,6	5,6	6,2
Indonésie	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
Chine	2,3	8,4/9,0	5,1/5,7	2,5	1,6	2,0
Afrique de Sud	-7,8/-6,8	2,6/3,6	1,6/2,6	3,0	3,7	4,3
Turquie	0,5/1,5	2,4/3,4	3,7/4,7	12,3	13,7	11,1

Source : Recherche Amundi

- Chine :** la croissance du PIB s'est raffermie, passant de 4,9 % en variation annuelle au troisième trimestre à 6,5 % au quatrième trimestre, concluant ainsi l'année sur une note positive. La reprise reste néanmoins inégale. Si les exportations et la production industrielle ont systématiquement surpris à la hausse, la reprise de la consommation est moins impressionnante. La croissance des revenus est restée lente, malgré le resserrement du marché de l'emploi. Pour autant, nous nous attendons à ce que les consommateurs tirent la reprise générale en 2021, compte tenu de l'amélioration constante du bilan des ménages et de la réduction des excès d'épargne. Nous révisons à la hausse nos prévisions de croissance pour 2021 en raison de la vigueur persistante des exportations, de l'offre de vaccins et des acquis de croissance de 2020.
- Malaisie :** le 11 janvier, à la suite d'une flambée épidémique, la Malaisie a réintroduit son Ordonnance de contrôle des mouvements qui sera levé en février si la pandémie est à nouveau sous contrôle. En parallèle un nouveau plan budgétaire a été annoncé, celui-ci étant toutefois nettement moins important que celui de la phase précédente. Ce nouveau train de mesures budgétaires résultera surtout d'une réaffectation intra-budgétaire plutôt que d'un apport de nouvelles liquidités. La banque centrale a maintenu le *statu quo* en janvier et nous renouvelons notre prévision d'un assouplissement (-25 points de base) lors de la prochaine réunion de politique monétaire en mars. L'inflation est toujours négative et ne devrait repartir à la hausse qu'à partir de mars 2021.
- Brésil :** la reprise inégale en forme de V est en net ralentissement en raison de trois obstacles : durcissement budgétaire, dégradation sanitaire et diminution du soutien monétaire. La banque centrale brésilienne a en effet cédé, supprimant ses orientations prospectives la semaine dernière. Pour autant elle ne devrait pas augmenter ses taux autant qu'anticipé par les marchés. La situation est freinée par le monde politique, mais pour l'heure, le budget 2021 (lignes directrices) respecte le plafond des dépenses. L'élection du président de la Chambre basse est ce qui freine les choses et notamment les réformes budgétaires, fiscales, et administratives. Le pays a commencé sa campagne de vaccination, mais les perspectives à court terme ne sont pas très prometteuses.
- Mexique :** l'économie a continué d'enregistrer de bons résultats au quatrième trimestre, sous l'impulsion de la demande extérieure. La demande intérieure est en revanche bien moins soutenue, en raison du manque de crédit et de la lenteur de la reprise du marché de l'emploi formel, ce qui témoigne de la fragilité de l'économie nationale et du manque de soutien politique. Les restrictions liées au covid se sont durcies récemment au détriment de la mobilité, mais l'économie américaine, résiliente et portée par les mesures de relance budgétaire, sera cette année un soutien important, bien que solitaire. L'inflation semble vouloir se modérer après la hausse liée aux effets de base du deuxième trimestre, grâce à une baisse de 50 à 75 points de base des taux de Banxico et au passage d'une version allégée du projet de loi sur les devises.

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

	28-01 2021	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	3,9
Brésil	2,00	2,50	2,50	3,50	3,35
Russie	4,25	4,00	4,15	4,00	4,25

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 février
RBI (Inde)	5 février
BCB (Brésil)	17 mars
CBR (Russie)	12 février

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la banque a réussi à maintenir un équilibre délicat sur le marché, en injectant juste assez de liquidités pour faire face à la hausse saisonnière de la demande précédant le Nouvel An lunaire et en recyclant rapidement lorsque les liquidités étaient excessives. Compte tenu de la multiplication des cas de Covid, les responsables politiques ont réaffirmé, lors des dernières réunions, que les mesures de soutien nécessaires aux PME et aux consommateurs devaient être maintenues, mais en éliminant les frais déraisonnables, en maintenant les lignes de crédit et en améliorant l'environnement des entreprises. Il existe une certaine réticence à mobiliser les instruments de politique monétaire lorsque la croissance est forte.
- RBI (Inde) :** en début décembre, la RBI a décidé de maintenir son taux des prises en pension inchangé à 4,0 % et de conserver son ton accommodant aussi longtemps que nécessaire pour soutenir l'économie. Conformément aux attentes et grâce à des effets de base favorables et à la forte baisse des prix des denrées alimentaires, les chiffres de l'inflation globale pour le mois de décembre ont baissé de 6,9 % à 4,6 % en variation annuelle, ramenant ainsi l'inflation dans la fourchette cible de la RBI. En 2021, nous tablons sur une inflation globale plus élevée, plus proche de la limite supérieure de la fourchette cible (entre 5,5 % et 6,0 %) de sorte que la RBI ne devrait pas disposer d'une grande marge de manœuvre.
- BCB (Brésil) :** la BCB a cédé et supprimé ses orientations prospectives et mène désormais le peloton des politiques monétaires hors des positionnements ultra-accommodants. Le BCB ne devrait toutefois pas hausser ses taux dans l'immédiat, un ralentissement de l'activité étant attendu au premier trimestre sur fond de retrait des mesures de soutien budgétaire et de vents contraires liés au Covid. De plus, lorsqu'elle les relèvera ce ne sera pas de beaucoup. En effet l'économie était déjà faible avant la pandémie et l'inflation est loin d'être hors de contrôle (l'inflation des services sous-jacents est même assez modeste). Nous tablons sur des hausses de taux à partir du milieu de l'année et pour un total de 125 points de base sur l'année, ce qui est bien moins que ce qu'anticipent les marchés.
- CBR (Russie) :** la banque centrale russe a maintenu son taux directeur inchangé à 4,25 % lors de sa réunion du 18 décembre, adoptant un ton moins accommodant. La CBR table sur une inflation de l'ordre de 4,6 à 4,9 % en fin 2020, soit plus que prévu, en raison, notamment de l'impact de la dépréciation du rouble. L'inflation a atteint 4,9 % en variation annuelle en décembre, mais devrait diminuer en 2021. Les facteurs inflationnistes à court terme plus importants et les anticipations de reprise plus rapide de l'économie mondiale ayant réduit les risques désinflationnistes pour 2021, la CBR va évaluer si une nouvelle baisse de son taux directeur peut être nécessaire. Compte tenu des différents facteurs, nous anticipons une baisse de 25 points de base au premier semestre 2021.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(29 janvier 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	Fourchette					
États-Unis	-3,7/-3,3	5,2/5,7	2,6/3,2	1,2	2,2	2,3
Japon	-5,6/-5,0	2,7/3,3	1,7/2,3	0,0	0,1	0,2
Zone euro	-7,0/-6,8	3,0/3,5	3,1/3,6	0,3	0,8	1,5
Allemagne	-5,1/-4,9	2,7/3,2	2,6/3,2	0,4	1,3	1,6
France	-8,5/-8,3	4,4/5,0	3,1/3,5	0,5	0,9	1,6
Italie	-8,9/-8,7	3,2/3,6	2,8/3,3	-0,2	0,5	1,5
Espagne	-11,1/-10,9	3,9/4,4	4,0/4,6	-0,3	0,6	1,5
Royaume-Uni	-11,1/-10,5	3,0/3,5	3,2/3,7	0,9	1,7	1,9
Brésil	-4,3/-4,0	3,0/4,0	1,1/3,1	3,2	5,4	3,8
Mexique	-8,8/-8,5	4,0/5,0	1,8/3,8	3,4	2,9	3,3
Russie	-4,0/-3,5	2,5/3,5	2,0/3,5	3,4	3,9	3,8
Inde	-7,8/-6,8	7,8/9,0	4,2/5,6	6,6	5,6	6,2
Indonésie	-2,8/-2,2	3,0/3,8	4,2/5,2	2,0	2,6	3,3
Chine	2,3	8,4/9,0	5,1/5,7	2,5	1,6	2,0
Afrique du Sud	-7,8/-6,8	2,6/3,6	1,6/2,6	3,0	3,7	4,3
Turquie	0,5/1,5	2,4/3,4	3,7/4,7	12,3	13,7	11,1
Pays développés	-5,5/-5,2	4,0/4,5	2,7/3,2	0,7	1,4	1,7
Pays émergents	-2,7/-2,0	5,7/6,5	3,9/4,9	3,9	3,7	3,8
Monde	-3,9/-3,3	5,0/5,7	3,4/4,2	2,6	2,7	3,0

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	26/01 2021	Amundi + 6m.	Consensus T2 2021	Amundi + 12m.	Consensus T4 2021
États-Unis	0,13	0/0,25	0,11	0/0,25	0,11
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,52	-0,50	-0,56
Japon	-0,02	-0,1	-0,07	-0,1	-0,02
Royaume-Uni	0,10	0,00	0,03	0,00	0,01

Pays émergents

	28/01 2021	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	3,9
Brésil	2,00	2,50	2,50	3,50	3,35
Russie	4,25	4,00	4,15	4,00	4,25

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	26/01 2021	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,12	0,25/0,5	0,17	0,25/0,5	0,22
Allemagne	-0,722	-0,70/-0,50	-0,79	-0,70/-0,50	-0,83
Japon	-0,124	-0,30/-0,20	-0,14	-0,30/-0,20	-0,13
Royaume-Uni	-0,133	0/0,25	-0,14	0/0,25	-0,08

Taux 10 ans

	26/01 2021	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,04	1,1/1,2	1,15	1,2/1,3	1,26
Allemagne	-0,54	-0,60/-0,40	-0,52	-0,50/-0,30	-0,49
Japon	0,04	-0,10/0,10	0,08	0/0,2	0,12
Royaume-Uni	0,28	0,20/0,4	0,37	0,3/0,5	0,44

Prévisions de change

	26/01/2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021		26/01/2021	Amundi T2 2021	Consensus T2 2021	Amundi T4 2021	Consensus T4 2021
EUR/USD	1,22	1,23	1,25	1,25	1,22	EUR/SEK	10,09	10,00	9,92	9,99	9,81
USD/JPY	104	103	103	103	106	USD/CAD	1,27	1,27	1,23	1,26	1,24
EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,90	0,90	AUD/USD	0,77	0,77	0,79	0,78	0,79
EUR/CHF	1,08	1,09	1,11	1,10	1,11	NZD/USD	0,72	0,72	0,72	0,73	0,70
EUR/NOK	10,39	10,25	10,13	10,02	9,93	USD/CNY	6,47	6,45	6,30	6,40	6,40

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


Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

Biden et les démocrates aux commandes malgré les manifestations pro-Trump (08-01-2021)

TODD Christine, Directrice de la Gestion taux US - UPADHYAYA Paresh, Directeur de la stratégie devises, gérant US

Répit temporaire pour les actifs britanniques sur fond d'accord ténu et de dernière minute sur le Brexit (06-01-2021)

ELMGREEN Kasper, Responsable Actions - GERMANO Matteo, Responsable de la Gestion Diversifiée - PERRIER Tristan, Analyste Global Viewst

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


European insurers: the case for going global in the credit allocation (13-01-2021)

DAUPHINE Gilles, Head of Euro Fixed Income - MUNERA Romain, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance

Sustainability-linked bonds: nascent opportunities for ESG investing (11-12-2020)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager

Responsible investing expands further with green convertible bonds (11-12-2020)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - KUNG Julia, Portfolio Manager, Global Convertible Bonds

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

WORKING PAPERS


The market measure of carbon risk and its impact on the minimum variance portfolio (26-01-2021)

RONCALLI Théo, Master BIBS - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - Quantitative Research

Responsible Investing and Stock Allocation (13-01-2021)

Marie BRIÈRE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

Facts and Fantasies about the Green Bond Premium (08-12-2020)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research - DA FONSECA Dany, Credit Portfolio Management - MAHTANI Vivek, Alpha Fixed-income Solution

PUBLICATIONS RÉCENTES

DISCUSSION PAPERS

**Creating resilient pension portfolios post Covid-19 (18-11-2020)**

Prof. Amin Rajan

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the Covid-19 Crisis (18-11-2020)

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

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THE DAY AFTER

**The day after #13 -****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

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

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 Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, 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 - Carmen Martínez Torrán

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

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Éric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

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

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit