



Achévé de rédiger le 12 janvier 2021

Bilan 2020

L'économie mondiale a subi, en 2020, un choc exceptionnel. Les vagues successives de contagion du virus Covid-19 ont en effet conduit à d'importantes restrictions d'activité qui ont très lourdement pesé sur le PIB. Le soutien rapide et massif apporté par les banques centrales et les budgets des Etats a toutefois permis d'éviter un effondrement du revenu des ménages dans les pays développés et une crise financière systémique. En fin d'année, le début des campagnes de vaccination est venu apporter une note d'espoir. Sur les marchés de taux, les rendements obligataires ont fortement baissé sous l'effet des mesures d'assouplissement monétaire sans précédents. Les marchés d'actions, pour leur part, se sont nettement repris après une forte chute à la fin du 1^{er} trimestre.

Sommaire

Bilan 2020

Economie.....	1
Marchés Financiers.....	2

Perspectives 2021

Scénario économique.....	3
Stratégie d'investissement.....	4

Economie

Zone euro

La croissance du PIB était déjà sur une tendance à la décélération lorsque le COVID-19 a stoppé net de nombreux secteurs à la fin du 1^{er} trimestre. Reflétant l'évolution des vagues de contagion et des confinements, l'activité économique s'est contractée de 3,7% au 1^{er} trimestre et de 11,7% au 2^{ème} trimestre avant de rebondir de 12,5% au 3^{ème} trimestre, restant toutefois nettement en-dessous de son niveau de fin 2019. Au 4^{ème} trimestre, l'économie s'est probablement de nouveau contractée, quoique moins sévèrement qu'au 2^{ème} trimestre. La crise a touché très fortement les services, en grande partie liés aux activités de proximité, tandis que le secteur manufacturier a mieux résisté. L'inflation a diminué progressivement, passant en territoire négatif dans la dernière partie de l'année, malgré une dynamique des prix alimentaires plus forte que d'habitude, car les prix des services se sont érodés et certains pays ont décidé des réductions temporaires de TVA. Les gouvernements ont déployé de très importantes mesures budgétaires pour protéger les emplois, les revenus des ménages et les entreprises, ce qui a conduit à une flambée des déficits et des ratios d'endettement public qui ont atteint des niveaux presque sans précédent. Des efforts de soutien très significatifs ont également été décidés à l'échelle de l'UE, notamment les programmes SURE et Next Generation EU. La BCE a agi, de son côté, par des mesures très expansionniste, notamment un nouveau plan d'achats d'actifs, s'ajoutant au renforcement de ses programmes déjà existants.

Etats-Unis

La crise du Covid-19 a frappé l'économie américaine après trois années de croissance au-dessus du potentiel. Le profil trimestriel du PIB a été dicté, en 2020, par les vagues de contagion et les restrictions de mobilité et d'activité imposées par les autorités pour y faire face : nets reculs au 1^{er} trimestre et, surtout, au 2^{ème} trimestre (-5% et -31,4%, respectivement, en rythme annualisé), suivis d'un très fort rebond au 3^{ème} trimestre (+33,1%). Bien que les services aient manifestement été plus affectés que le secteur manufacturier, la reprise a ensuite concerné toute l'économie et le climat des affaires s'est amélioré. Après de très fortes destructions d'emplois, le taux de chômage a entamé une décrue, passant d'un pic à 14,7% en avril à un niveau de 6,7% en novembre, soit toujours nettement plus qu'avant la crise (3,5% en février) et avec un taux de participation plus faible. L'inflation a considérablement ralenti en milieu d'année, avant de se reprendre tout en restant loin de sa cible. Pour éviter un effondrement de l'économie pendant la pandémie, la Réserve fédérale a annoncé d'importantes mesures d'assouplissement, renforçant l'effet de l'expansion budgétaire extraordinaire mise en œuvre via trois importants plans de soutien d'une valeur d'environ 14% du PIB. J. Biden a été élu président des États-Unis en novembre mais l'équilibre final des pouvoirs au Congrès ne sera connu qu'à l'issue des seconds tours en Géorgie le 5 janvier 2021.

Economies émergentes

La pandémie n'a épargné aucun pays émergent, beaucoup ayant enregistré des replis du PIB à deux chiffres au 1^{er} trimestre et/ou 2^{ème} trimestre, une forte dépréciation de leurs devises et des sorties de capitaux historiques. Pour combattre le virus et pour limiter au mieux l'impact négatif de cette crise sur l'économie, les gouvernements ont augmenté massivement leurs dépenses. Le creusement des déficits publics, malgré le soutien financier apporté par les institutions internationales, pèse sur les pays les plus vulnérables et a accru le risque sur les financements extérieurs. D'ailleurs, les agences de notations ont abaissé la note souveraine de plusieurs pays. Les banques centrales sont également à la manœuvre et ont fortement assoupli leurs conditions monétaires via des baisses de taux et/ou des QE. Alors que la conjoncture s'est améliorée dans les économies émergentes au 3^{ème} trimestre notamment en Asie, certains pays doivent faire face à une seconde vague de l'épidémie. Les gouvernements et les banques centrales restent déterminés à soutenir la croissance même si leurs marges de manœuvre ont considérablement diminué.



Marchés financiers

Taux

L'année 2020 a été exceptionnelle à bien des égards. Le monde entier a été marqué par la crise du Covid-19. Les mesures de confinement adoptées pour contenir le virus ont gravement affecté l'activité économique dans des proportions inhabituelles en temps de paix. En outre, les gouvernements et les banques centrales se sont distingués par la rapidité, la coordination et l'ampleur des mesures prises pour faire face à la crise. Les banques centrales ont mis en place des programmes de rachat d'actifs d'une ampleur inédite. Les banquiers centraux maintiendront les taux inchangés tout en modulant les achats d'actifs pour maintenir des conditions de financement accommodantes.

Dans ce contexte, Les taux souverains ont enregistré de fortes baisses : les taux à 10 ans allemands (-34 pb sur l'année à -0,57%) et les US Treasuries 10 ans (-100 pb, à 0,92%). Les actions de la BCE ont permis un resserrement des spreads de la dette souveraine périphérique. En effet, la BCE a augmenté la taille du PEPP (le programme de rachat d'actifs pour contrecarrer les effets de la pandémie) et a prolongé sa durée. Par ailleurs, la visibilité autour du prochain vaccin, la perspective que les taux souverains resteront bas plus longtemps et le soutien direct des banques centrales ont été des éléments très positifs pour les marchés du crédit. Les spreads de crédit se sont resserrés à des niveaux proches de ceux d'avant-crise.

Actions

Après un plus bas à -30,1% le 23 mars dernier, le MSCI World AC aura finalement clôturé 2020 sur une hausse de +12,3% (en monnaies locales et hors dividendes). Entre le choc de la pandémie, la violence de la récession et la chute des résultats, cette résilience des marchés d'actions semblait loin d'être acquise au printemps dernier quand la première vague de Covid-19 a touché l'Europe de plein fouet avant de se diriger vers les Etats-Unis.

La réaction rapide et massive des banques centrales et la multiplication des plans de soutien budgétaire conjuguées aux premières mesure sanitaires ont toutefois permis d'éviter le pire. Les marchés ont donc entamé leur rebond dès la fin mars, avant de repartir de plus belle à la hausse en novembre à l'annonce des premiers vaccins.

D'une région à l'autre, ce rétablissement a été cependant plus ou moins complet. Ainsi, si les Etats-Unis (+19,2%) ou l'Asie Emergente (+23,2%) ont terminé l'année en très forte hausse, l'Europe est demeurée dans le rouge (-4,3%).

Ces divergences sont liées à deux phénomènes. Tout d'abord, au plan économique, la récession aura été beaucoup plus marquée en Europe. Par ailleurs, la composition sectorielle du MSCI Europe s'est avérée très défavorable ; la Technologie, aux honneurs cette année, y étant sous-représentée et inversement pour l'Energie et les Financières.



Perspectives 2021

Scénario économique 2021

Zone euro

Après sa troisième chute de l'année 2020 au 4^{ème} trimestre, induite par les restrictions mises en place par les gouvernements face à la nouvelle hausse des cas de Covid-19, nous nous attendons à ce que le PIB rebondisse au 1^{er} trimestre 2021 même si les risques restent orientés à la baisse. Le début de la campagne de vaccination améliore les perspectives mais le rythme économique du 1^{er} semestre devrait rester dicté par l'évolution des vagues de contagion et des restrictions, qui continueront d'affecter les économies et les secteurs les plus vulnérables. A partir du 3^{ème} trimestre, lorsque l'immunité collective sera atteinte, la libération de la demande jusqu'à présent comprimée soutiendra une croissance supérieure au potentiel, soutenue par une combinaison de mesures monétaires et budgétaires très vigoureuses. L'inflation devrait rester modérée à court terme avant d'augmenter progressivement en 2021, à mesure que les effets de la baisse de TVA temporaire de 2020 s'inverseront en Allemagne et que l'écart de production se comblera. Pourtant, l'inflation restera nettement inférieure à la cible de la BCE. Le taux de chômage devrait augmenter d'ici la mi-2021 (à mesure que les programmes de protection de l'emploi seront progressivement supprimés ou modifiés) avant de se replier. Le fonds de relance européen commencera à être déployé à partir de la seconde moitié de l'année et contribuera à soutenir la croissance et l'emploi surtout à partir de fin 2021 et en 2022.

Etats-Unis

La décélération observée au quatrième trimestre 2020 sous l'effet de la nouvelle hausse des cas de Covid-19, visible dans l'affaiblissement des enquêtes de conjoncture et dans le ralentissement de l'amélioration du marché du travail, pourrait bien se prolonger au début du premier trimestre de 2021. Les nouvelles mesures budgétaires, approuvées fin décembre après de longues négociations au Congrès, devraient toutefois jouer positivement. Notre scénario central prévoit une croissance soutenue tout au long de l'année par une combinaison efficace de politique monétaire et budgétaire, permettant une amélioration de la consommation comme de l'investissement. Bien que le début de la campagne de vaccination améliore considérablement les perspectives, la conjoncture économique du premier semestre dépendra toujours de l'intensité de l'épidémie et des restrictions d'activité et de mobilité, car l'immunité collective ne sera probablement atteinte qu'à partir du second semestre. Nous nous attendons à ce que l'inflation demeure proche de sa cible, avec un dépassement temporaire en milieu d'année en raison de l'inversion des effets de base des prix de l'énergie et de la réduction de l'écart de production. Le taux de chômage devrait poursuivre sa baisse, quoique plus lentement qu'en 2020 où il avait fortement décliné après son pic d'avril.

Economies émergentes

Alors que la croissance en Chine semble bien ancrée, la seconde vague de l'épidémie vient rembrunir les perspectives de nombreux pays émergents avec le retour des mesures de confinements dans certains cas. La trajectoire de la reprise, initialement en V, tend ainsi à s'aplatir et ce d'autant que les marges de manœuvre monétaires (taux directeurs à des niveaux historiquement bas) et budgétaires (déficits publics à deux chiffres pour beaucoup) ont considérablement diminué dans la plupart des pays. Si besoin, Les banques centrales vont probablement s'orienter vers des politiques non conventionnelles (« guidance avancée », assouplissement quantitatif). Dans le même temps, l'inflation est et devrait restée modérée du fait de la faiblesse de la demande et de capacités excédentaires sur le marché du travail. La Turquie, la Hongrie, l'Inde et le Mexique font exception mais là encore l'inflation a probablement atteint son point haut et devrait revenir vers sa cible officielle. La victoire de Biden et les annonces sur les vaccins ont toutefois réduit la perception du risque des marchés en cette fin d'année, bénéficiant aux actifs et devises émergents. Nul doute, que le premier semestre 2021 restera entaché de nombreuses incertitudes qui devraient nourrir la volatilité des actifs risqués mais en l'absence de nouveau choc externe et hormis certaines histoires idiosyncratiques, la reprise dans les émergents devrait se consolider au second semestre.



Stratégies d'investissement 2021

Marchés de taux

Pour 2021, nous anticipons un environnement de taux qui restera bas malgré la reprise économique et un retour de la divergence entre les taux longs américains et ceux de la zone euro. On voit le taux américain à 10 ans grimper autour de 1,20% au cours des prochains mois, alors que le taux du Bund monterait beaucoup moins.

La visibilité accrue autour du vaccin à venir, la perspective que les principaux taux souverains resteront bas plus longtemps et le soutien direct des banques centrales sont autant d'éléments très positifs pour les marchés du crédit. Les spreads de crédit se sont resserrés à des niveaux proches de ceux d'avant-crise. Nous anticipons une surperformance des émetteurs moins bien notés (B pour le HY et BBB pour l'IG) ainsi que de la dette subordonnée. En effet, l'amélioration des fondamentaux conjuguée à la poursuite des mesures de relance monétaire conduira, selon nous, à une progression des spreads vers des niveaux de contraction records.

Les principaux risques inhérents à ces recommandations sont : (1) de mauvaises nouvelles affectant le scénario de croissance (sous-estimation des dommages à long terme causés par le coronavirus sur les économies, épidémie non maîtrisée au deuxième semestre 2021, risques politiques ou sociaux...). (2) Un changement du régime d'inflation contraignant les banques centrales à une révision significative de leur stratégie.

Marchés d'actions

Alors que 2020 aura été marquée par une forte récession dans la plupart des pays, 2021 devrait être l'année de la reprise économique. Le PIB mondial devrait progresser de plus de 5% et les profits des sociétés de plus de 20%, voire près de 50% en zone euro. Ceci devrait permettre aux marchés d'actions d'aller chercher des niveaux supérieurs, même si une partie de cette reprise économique a déjà été prise en compte par le rebond qui a pris forme dès la fin mars 2020. Cela reste compatible avec un niveau des taux qui restera bas : les primes de risques restent attractives.

Au niveau des secteurs, les valeurs cycliques ont commencé à surperformer les valeurs plus défensives également depuis mars 2020 ; ce mouvement devrait se prolonger cette année. Il devrait même s'étendre aux valeurs décotées qui ont commencé à se reprendre seulement à partir de novembre mais restent très en retard par rapport au reste du marché et notamment des valeurs de croissance. Cette posture pro-cyclique devrait profiter à la zone euro, au Japon et aux marchés émergents de par la composition sectorielle de ces indices.

Achévé de rédiger le 12 janvier 2021

Avertissement

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Edité par Amundi Asset Management - Société par actions Simplifiée – SAS au capital de 1 086 262 605 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.