



**Pascal
BLANQUÉ**
CIO Groupe



**Vincent
MORTIER**
CIO adjoint Groupe

Un été de crainte et de cupidité

En ce début d'été, les forces contradictoires sur les principaux marchés actions ont conduit à une période d'équilibre temporaire entre la crainte (risque de seconde vague, faibles rendements obligataires, prix de l'or élevé) et la cupidité (rebond des actions suite à la réouverture des économies). **La grande question qui se pose aujourd'hui aux investisseurs est la suivante : où allons-nous à partir d'ici ?** Selon nous, le scénario haussier intégré par les marchés est remis en cause par l'évolution encore incertaine du virus. L'enthousiasme récent du marché à l'égard d'un traitement du virus pourrait être exagéré, car le chemin vers un vaccin largement disponible et efficace pourrait être long. Des mesures de relance supplémentaires seront nécessaires pour compenser la baisse de la demande et réduire les vulnérabilités de certains secteurs. L'approbation d'un fonds de relance de 750 Mds € en Europe et de nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis et en Chine pourraient soutenir le sentiment du marché à court terme. Toutefois, nous ne voyons pas d'arguments en faveur d'une augmentation agressive du risque dans les portefeuilles, mais plutôt des arguments en faveur de certains ajustements tactiques basés sur les valorisations relatives. Sur le front des **actions**, la saison des résultats du deuxième trimestre sera un test clé. Les chiffres seront peu réjouissants ce trimestre, mais compte tenu de ces derniers étant déjà pris en compte, l'attention se tournera vers la *'forward guidance'*. Les estimations du consensus sont très positives pour l'année prochaine, mais les entreprises restent réticentes à fournir des indications car le virus n'est pas encore maîtrisé. **Le manque de clarté et de visibilité des bénéfices justifie la prudence :**

- **Des zones telles que l'Europe**, qui n'avaient plus la faveur des investisseurs dans la phase initiale de la reprise, devraient surperformer dans cette phase de rattrapage, la performance pouvant s'étendre à certains secteurs/zones encore en retard (banques ou petites capitalisations). Alors que l'Europe est plus avancée dans le cycle du virus et que les indicateurs à haute fréquence signalent un fort rebond en 2021, l'approbation de mesures d'urgence extraordinaires et la réduction des risques politiques devraient lui profiter. Là encore, il s'agit plus d'une vision tactique que d'un repositionnement structurel. **En Asie, malgré de récentes performances solides, la Chine reste proche des plus bas sur 10 ans par rapport aux États-Unis**, et il y a de la place pour un rattrapage. La Chine est l'un des rares pays émergents (avec l'Indonésie) où la réponse budgétaire a été égale ou supérieure à la baisse du PIB à court terme. C'est donc l'un de nos pays privilégiés dans ce qui est par ailleurs un ensemble contrasté pour les marchés émergents. Mais le rallye a été rapide et marqué, et une pause est nécessaire.
- En revanche, **certains excès de marché continuent de s'accumuler** - la surperformance du Nasdaq par rapport au S&P 500, par exemple. La divergence de momentum et de valorisation entre les cinq méga capitalisations américaines, plus celle des grandes capitalisations à plus forte croissance par rapport au reste du marché, semble extrême, revenant même aux niveaux de la bulle technologique. Et le ratio croissance/'value' est extrême à l'échelle mondiale. Il est difficile de prédire le timing du renversement de cette tendance, mais il s'agit certainement d'un sujet sur lequel nous devons nous concentrer.

Sur le marché obligataire, les anticipations d'un QE sans limite contribuent à la grande déconnexion entre les rendements des obligations « core » et la reprise de la croissance. A un moment donné courant S2, les marchés devraient commencer à intégrer l'idée qu'il n'y aura pas de nouvelle accélération de l'assouplissement monétaire, lorsque l'économie semblera être sur la voie de la reprise. Cela pourrait exercer une certaine pression sur les rendements des obligations « core » et provoquer de la volatilité. Aux États-Unis, les immenses dépenses budgétaires et les émissions massives d'emprunts d'État américains (US Treasuries – UST) pourraient peser sur la partie longue de la courbe de taux. Nous pensons que les Banques centrales (BC) seront très prudentes avant d'arrêter toute mesure d'assouplissement et ce, afin d'éviter une perturbation du marché ou de la reprise économique. Néanmoins, l'intensité des actions politiques risque de s'estomper et cela impactera fortement les marchés financiers. **La recherche de rendement dans le crédit et la dette émergente est la seule option laissée aux investisseurs**, mais la tâche devient difficile et la sélection primordiale. Une émission record de crédit va de pair avec une dégradation de la qualité du crédit. L'un des principaux sujets d'attention est celui des « anges déchus », qui pourraient déclencher des ventes automatiques pour les stratégies Investment Grade (IG), et certains investisseurs opportunistes pourraient également prendre leurs bénéfices exceptionnels et vendre avant que le nombre de défauts ne finisse par augmenter. La dette de faible qualité est déjà sous pression, le taux de défaut du High Yield (HY) américain CCC n'étant que de quelques points inférieur à celui observé lors de la Grande Crise Financière (GCF). De nombreuses entreprises devront réduire leur importante dette accumulée et beaucoup ne survivront pas. Au S2, le sujet de la solvabilité deviendra centrale et les investisseurs devront disposer au sein de leur portefeuille d'une liquidité suffisante et d'actifs de bonne qualité. Dans les pays émergents, une marge existe pour une reprise progressive du HY : une opportunité pour les investisseurs, mais qui nécessite une grande sélectivité. Enfin, **les anticipations d'inflation** ne sont toujours pas intégrées dans les prix de marché, étant encore trop faibles malgré les mesures massives de relance. Cela pourrait être l'occasion de jouer une réévaluation des anticipations par le marché. En conclusion, les investisseurs ont peu de visibilité sur l'avenir et font confiance aux mesures monétaires et fiscales pour que le rallye se poursuive. **Ce ne sont pas des conditions idéales pour avoir une forte exposition directionnelle au risque.** Nous préférons la prudence, dont une bonne dose est nécessaire aux humains pour surmonter les périls - cette approche est aussi appropriée aux décisions d'investissement.

Sentiment de risque global



Une exposition au risque proche de la neutralité et la recherche d'opportunités de valeur relative sur le crédit et les actions

Changements par rapport au mois dernier

- Jouer la rotation tactique vers les actions européennes, cycliques.
- Maintenir une protection en place pour équilibrer les risques.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

MACRO & STRATÉGIE



Monica DEFEND
Responsable Recherche Groupe



Michele LEONARDI
Analyste cross-Asset

“ Dans des périodes sans précédent, où les ‘hard data’ sont limitées, les moyens non conventionnelles de prédire des variables économiques telles que l’inflation peuvent offrir de précieux éclairages. ”

Des temps inhabituels nécessitent des modèles prédictifs innovants

L’inflation aux États-Unis et dans la zone euro restera faible dans un avenir proche, sur fond de risque haussier en 2021 en raison de l’interaction entre les multiples effets de base et les chocs affectant les composantes sous-jacentes (alimentation, hors énergie, services). Cela permettra au point mort d’inflation de se normaliser progressivement. L’incertitude restera forte en raison du pourcentage encore limité des prix entrant dans le calcul de l’inflation globale. Une collecte complète des prix reviendra lentement à la normale pour finir par révéler le tableau de « l’inflation réelle » dans les prochains mois.

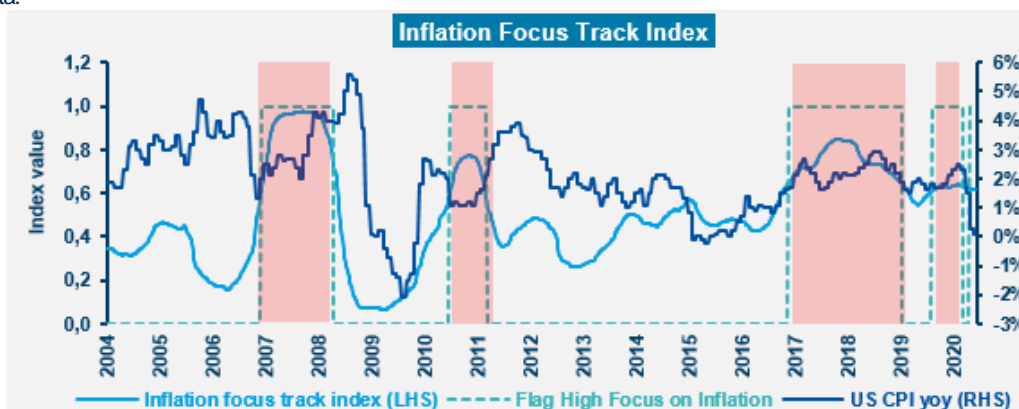
Le coût du travail est un risque potentiel qui pourrait faire dérailler ce scénario (de faible inflation), aboutissant à une hausse perturbatrice des rendements obligataires. La situation des marchés de l’emploi n’est pas claire : alors que les salaires horaires d’Eurostat ont enregistré une forte hausse au premier trimestre, la rémunération par travailleur publiée par la BCE a reculé. Par la suite, le coût unitaire de la main d’œuvre pourrait augmenter en raison de la baisse de la productivité (due aux mesures de distanciation sociale), même si, dans le cas d’une hausse durable du chômage, les tensions sur les salaires pourraient être à la baisse. La dynamique des devises joue aussi un rôle en freinant l’inflation si l’euro devait rester vigoureux.

Dans les pays émergents, le QE a stabilisé les conditions financières, les marchés des changes et obligataires. Quand la reprise s’amorcera, l’inflation pourrait être un sous-produit de la liquidité massive (par le biais de mesures de relance et de monétisation de la dette) et les responsables politiques devront être extrêmement prudents lorsqu’il s’agira d’activer le levier monétaire dans les pays qui, comme la Turquie, connaissent déjà une inflation élevée. En Indonésie, la BC s’est engagée dans un programme de partage des charges avec le ministère des finances; les marchés se sont montrés prudents, même si les détails qui ont été publiés ne sont pas particulièrement inquiétants.

Bien que les perspectives soient encore fluides et que la visibilité autour des retombées structurelles de Covid-19 reste rare, il est difficile de prédire la dynamique macroéconomique. Compte tenu du nombre limité de ‘hard data’, nous avons adopté des techniques de recherche innovantes dans le big data.

Les indicateurs à haute fréquence (données de séries temporelles collectées à une échelle extrêmement fine) pourraient fournir des éclairages qui captent les changements à leurs prémices et anticipent les tendances. Nous avons mené un exercice sur l’inflation afin de prévoir une surprise potentielle à la hausse en collectant une série historique hebdomadaire de mots pertinents liés à l’inflation (c’est-à-dire l’Indice des Prix à la Consommation, l’or et l’inflation, le pétrole et l’inflation) auprès de Google Trends, créant ainsi notre indice interne **Inflation Focus Track** (voir graphique). Nous avons considéré la popularité de ces mots sur le Web, calculé le pouvoir statistique inhérent à ces mots pour prédire la dynamique des prix et finalement défini un cadre dans lequel nous avons cartographié les périodes où l’intérêt web pour l’inflation était élevé et où il était faible. **Les récentes politiques non conventionnelles**, la monétisation de la dette et les plans budgétaires de Trump ont ravivé certaines inquiétudes inflationnistes. Les mêmes inquiétudes ont été observées en 2017, mais les inquiétudes liées aux guerres commerciales et à la pandémie de mars de cette année les ont tempérées pour l’instant. En raison des mesures de relance, les chiffres actuels de l’indice d’inflation (graphique) sont structurellement plus élevés qu’il y a cinq ans. Cette tendance va probablement se poursuivre, sur fond d’inquiétudes concernant les anticipations d’inflation élevée à long terme, même si cela sera sujet à des inquiétudes temporaires ou conjoncturelles sur la croissance. En effet, **nous observons une stabilisation temporaire de l’intérêt pour l’inflation en raison de la récession actuelle** et des craintes de nouveaux confinements.

Pour conclure, les anticipations d’inflation aux États-Unis ont été réévaluées, mais il existe certaines incohérences lorsque l’on compare, par exemple, le swap d’inflation à 5 ans en USD au chiffre de la Fed de NY. A terme, nous prévoyons une normalisation progressive du point mort d’inflation. En Europe, **nous ne voyons pas de pressions sur les prix de la BCE qui induiraient un changement de sa politique d’assouplissement**. Mais même si les pressions se matérialisent, nous avons une vue positive sur l’or et les cycliques qui peuvent servir de couverture.



Source : Amundi Research, données au 14 juin 2020. Données hebdomadaires 2004-2020.

Inflation Focus Track Index est l’outil propriétaire de Cross Asset Research d’Amundi basé sur l’analyse des big data du web (Google Trends). Les combinaisons texte/mot pertinentes pour le thème de l’inflation sont identifiées et suivies de manière dynamique en fonction de la popularité des recherches sur le Web. Nous avons détecté deux régimes pertinents (priorité élevée et faible) afin d’articuler les implications les plus appropriées en termes d’investissement croisé. Priorité élevée = priorité élevée accordée à l’inflation supérieure. Swap d’inflation à 5 ans en USD = Le taux de swap d’inflation à 5 ans en USD utilisé par les BC et les négociateurs pour jauger les anticipations d’inflation futures des marchés (Bloomberg), chiffres de la Fed de NY = anticipations d’inflation Point médiatique Prédiction d’inflation à un an (Bloomberg).

Rester diversifié et conserver une protection à la baisse

Au cours de la semaine dernière, nous avons évalué l'amélioration marginale de la dynamique économique, la rotation vers les cycliques et la poursuite des plans de relance monétaire et budgétaire (le dernier en date étant l'accord sur le fonds de relance de l'UE). Toutefois, nous avons également observé des niveaux de valorisation excessifs et la question clé pour nous a été d'évaluer quels segments mériteraient, le cas échéant, une révision à la hausse, et quels segments continueront à subir des tensions. Tout en conservant une vision équilibrée, les investisseurs **devraient prudemment passer d'une position conservatrice à une position plus neutre, mais également diversifier les risques et ajouter de la valeur relative en Europe et aux États-Unis.**

Des idées à conviction forte

Nous maintenons notre position légèrement prudente sur les actions américaines en raison d'un profil risque/rendement défavorable, **mais avons relevé la pondération de l'Europe à neutre à la lumière de l'amélioration du sentiment due à la baisse de la prime de risque politique**, à des valorisations attractives par rapport aux États-Unis, à l'amélioration des statistiques économiques et au point bas des révisions de bénéfices. La région va également bénéficier de l'amélioration de l'environnement pour les cycliques. **En ce qui concerne les marchés émergents, si nous sommes neutres pour l'instant, nous avons des perspectives positives et évaluons les opportunités** liées à l'abondance de la liquidité, à un positionnement peu important et aux anticipations de mesures de relance continues, en particulier en Asie, où nous pensons que notre scénario 'premier entré – premier sorti' de déroule correctement. Ainsi, la Chine, qui a été le premier pays à se confiner, a également été le premier pays à rebondir, comme en témoignent ses bons chiffres de PIB au deuxième trimestre. Notre préférence au sein de la région reste la Chine (bons résultats des entreprises), l'Indonésie (prudence budgétaire et valorisations), la Corée du Sud et Taïwan, en raison des solides mesures de relance et d'une meilleure maîtrise de la contagion. **En termes de durée**, nous restons proches de la neutralité sur les bons du Trésor américain dans un contexte de contrôle de la courbe des rendements, ceux à court terme évoluant dans une fourchette étroite, même si cela n'a pas été explicitement reconnu. Il est difficile de prévoir une hausse significative des rendements obligataires dans la mesure où la Fed et la BCE indiquent qu'aucun changement de politique monétaire n'est à prévoir avant début 2022. Nous maintenons notre préférence pour le 5 ans américain contre le

5 ans allemand en raison du statut de valeur refuge du premier et des achats d'obligations de la Fed. **La dette périphérique euro** reste attractive en raison du soutien de la BCE, du coup de pouce fiscal commun que représente le fonds de relance, ainsi que de la recherche continue de rendement. Il serait cependant prudent pour les investisseurs de prendre leur profit sur les BTP 10 ans et 30 ans contre le 30 ans allemand afin de maintenir une discipline et un profil de risque plus équilibré, avant de revenir à des niveaux attractifs. **Nous sommes positifs sur les obligations indexées sur l'inflation américaines** en raison de leurs valorisations bon marché et des forces de relance à long terme à mesure que la croissance s'accélère. **Le crédit reste attractif pour la génération de rendement** étant donné que la Fed, comme la BCE, ont inclus les obligations d'entreprises dans leurs programmes d'achat d'obligations. Dans ce contexte, nous privilégions l'Euro par rapport aux US et l'IG par rapport au HY. Dans la mesure où le HY pourrait souffrir de la hausse des taux de défaut et du ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires, les investisseurs devraient maintenir une couverture. Dans l'ensemble, l'évaluation de la liquidité reste cruciale. **S'agissant de la dette émergente**, nous avons désormais une vue positive compte tenu de l'amélioration des conditions économiques dans les pays émergents, de la solidité des facteurs techniques et de la valorisation attractive des spreads. Concernant les taux locaux, leur attrait principal est l'exposition aux devises, car la marge de resserrement supplémentaire des spreads est désormais limitée. **En ce qui concerne les devises émergentes**, nous restons positifs sur certaines devises à haut rendement, qui pourraient bénéficier d'un regain d'appétit pour le risque, de l'amélioration de la dynamique de croissance, du ralentissement de la contagion et de la réouverture des économies. L'inversion positive des flux après la correction massive intervenue plus tôt est également favorable, mais les risques liés à la reprise économique, la guerre des prix du pétrole et les tensions entre les États-Unis et la Chine doivent être surveillés. **S'agissant des devises des pays développés**, nous maintenons notre vue positive sur la couronne norvégienne par rapport à l'euro en raison des valorisations et du plan de relance national. Cela pourrait également offrir une exposition à un scénario haussier.

Risques et couverture

Les risques actuels, sous la forme d'une deuxième vague, d'un « Brexit cliff » et des élections américaines, nécessitent des couvertures adéquates dans les portefeuilles. Nous recommandons le JPY/USD (valeur refuge) et l'or pour contrer l'incertitude.

GESTION DIVERSIFIÉE



Matteo GERMANO
Directeur du Métier
Gestions Diversifiées

“
Nous restons positif à l'égard du crédit, les investisseurs devraient se concentrer sur les opportunités de qualité et de valeur relative dans l'ensemble des marchés.
”

Amundi Cross-Asset Convictions								
	1 month change	---	--	-	0	+	++	+++
Equities				■				
Credit						■		
Duration						■		
Oil					■			
Gold						■		

Source : Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base des opinions exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +). Cette évaluation est susceptible de changer. USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = Trésor américain, DM = Marchés développés, EM/GEM = Marchés émergents, FX = Change, FI = Fixed Income, IG = Investment grade, HY = High Yield, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, CBs = Banques centrales, TIPS = Treasury Inflation Protected Security, BTP = Obligations d'Etat italiennes.

MARCHÉS OBLIGATAIRES



Eric BRARD
Responsable de la gestion obligataire



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des investissements US

Recherche du rendement par la sélection de crédit

L'environnement actuel se caractérise par une reprise fragmentée à travers le monde et de nouveaux cas d'apparition du virus. Mais les nouvelles liées aux mesures prises par les banques centrales et les gouvernements, ainsi que le fonds de relance de l'UE, continuent de faire baisser les taux et les spreads. Cette combinaison de politiques devrait maintenir les taux bas, incitant les investisseurs à rechercher des rendements ailleurs. Dans ce contexte, il est essentiel de rester prudent, de **se concentrer sur la sélection de crédit et de gérer activement la durée**, étant donné qu'une inflation élevée ou une décélération de l'action des banques centrales pourrait exercer des pressions haussières sur les rendements.

Obligations internationales et européennes

Nous maintenons notre position proche de la neutralité sur la durée, avec un biais positif sur les US, la France et les périphériques Euro (également soutenus par l'accord de relance de l'UE), mais une vue négative sur l'Euro core. La Fed a indiqué qu'elle pourrait à l'avenir utiliser le programme d'achat en cours des bons du Trésor américain pour maintenir les rendements à long terme à des niveaux bas. C'est pourquoi des opportunités d'aplatissement de la courbe existent aux États-Unis. Nous pensons également que les mesures de la BCE devraient provoquer un aplatissement de la courbe dans les pays périphériques de la zone euro, mais dans l'ensemble, il s'agit d'opérations de valeur relative qui dépendent de l'offre de dette à venir, ainsi que des écarts de taux et d'inflation entre les pays. **Concernant les obligations indexées sur l'inflation**, nous restons légèrement positifs sur fond de valorisations bon marché des points morts, mais nous n'anticipons pas de forte hausse de l'inflation à court terme. **Nous restons positifs à l'égard du crédit et privilégions les obligations IG par rapport aux obligations HY**, car la plupart des récentes révisions à la baisse ont concerné le HY. Les crédits IG (BBB) et BB sont les plus susceptibles de bénéficier du soutien des BC, de conditions de financement favorables et d'un marché primaire solide. Il est important de noter qu'une fois le soutien apporté par les CB disparu, la situation pourrait à nouveau se détériorer. Par conséquent, il est crucial d'être sélectif dans des secteurs tels que les cycliques et les TMT et d'identifier des titres capables de résister à une reprise lente.

Obligations américaines

Les marchés offrent peu de revenus et de préservation du capital dans un contexte où l'inflation est supérieure aux rendements. **Les investisseurs devraient réduire la durée des spreads au profit d'une exposition aux obligations d'entreprises à haut revenu et à durée plus courte** et rechercher des titres idiosyncratiques qui pourraient être classés dans l'une des trois catégories : aucun impact significatif de la crise de Covid, impact temporaire et risque de dépréciation permanente. Dans l'ensemble, il faut construire des portefeuilles intégrant des entreprises stables et d'autres disposant d'une importante flexibilité financière. Nous pensons que le logement résidentiel est l'un des principaux secteurs à sortir de cette crise, soutenu par le maintien de la consommation, des stocks faibles et une tendance séculaire vers une vie familiale isolée. Dans l'hypothèse de mesures de relance supplémentaires pendant l'été, les marchés immobiliers devraient être soutenus par de faibles défaillances en matière de loyers, de consommation et de dette hypothécaire. Nous sommes positifs sur les RMBS non émis par des agences et identifiions de la valeur dans les ABS subordonnés et ésotériques. Nous restons prudents à l'égard des bons du Trésor américain et sommes plutôt optimistes à l'égard des TIPS, compte tenu des perspectives d'inflation à moyen terme, et des hypothèques émises par des agences en raison de l'augmentation du rendement.

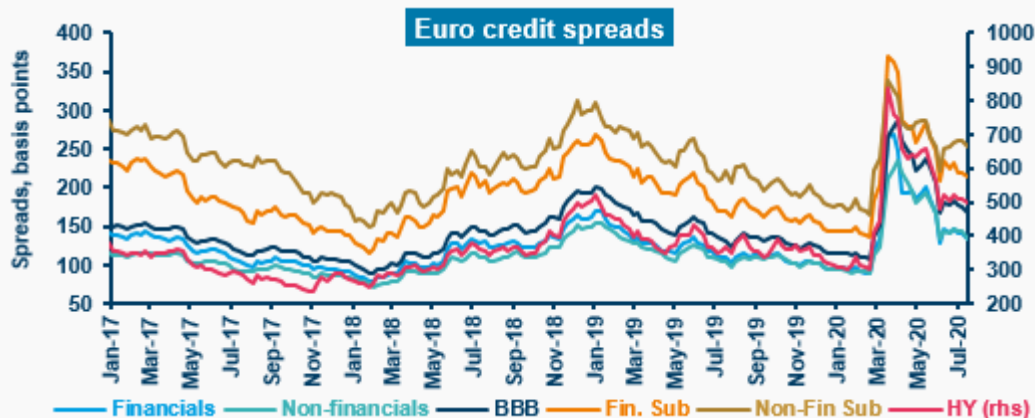
Obligations des marchés émergents

Nous continuons de privilégier la dette en devise forte (EUR contre USD) et pensons que le HY pourrait voir un resserrement supplémentaire de ses spreads par rapport à l'IG (Serbie, Ukraine). Les taux locaux apparaissent désormais moins attractifs (absolu et relatif) et nous préférons rester sélectifs. Dans l'ensemble, les élections américaines et les tensions avec la Chine pourraient affecter les marchés émergents.

Devises

Dans les pays développés, nous avons revu à la baisse notre vue sur l'EUR/USD à neutre (moyen terme). Même si l'USD a vu sa performance ralentir, toute augmentation du risque favoriserait son rebond.

“
Les investisseurs doivent noter que le rythme de compression des spreads par rapport aux niveaux actuels va ralentir, l'importance de la sélection et des coussins de liquidité ne doit cependant pas être sous-estimée.”



Source : Bloomberg, données hebdomadaires au 17 juillet 2020. Analyse basée sur les indices ICE BoFA.

GFI = Global Fixed Income, GEMs/EM FX = Global emerging markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment grade, CHF = Swiss Franc, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset backed securities, HC = Hard currency, LC = devise locale, TIPS = Titre protégé contre l'inflation du Trésor, CRE = Immobilier d'entreprise, JPY = yen japonais.

Jouer les écarts de valorisation et la rotation vers les cycliques

Évaluation globale

En dépit du déconfinement progressif qui se traduit par une reprise de la demande, l'actualité principale reste celle d'une grande déconnexion entre les réalités économiques (faible visibilité, risques géopolitiques) et l'optimisme des marchés, ceux-ci semblant valoriser le scénario le plus optimiste. L'économie pourrait avoir rebondi beaucoup plus fortement que prévu et les marchés pourraient être trop optimistes. En raison de cette grande incertitude, la prudence s'impose, en se focalisant sur la résistance des modèles économiques, la liquidité et la gestion des risques.

Actions européennes

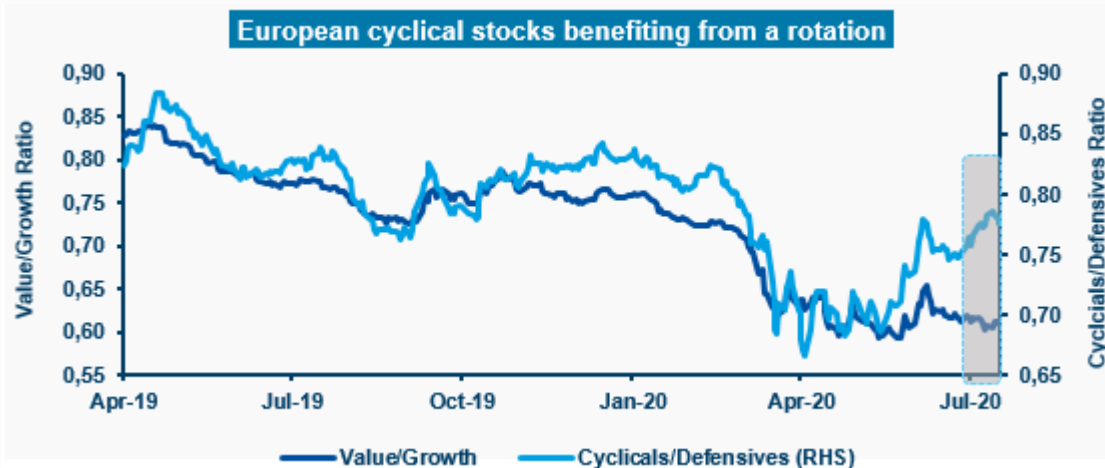
Tout en restant prudents, nous pensons **qu'une reprise solide de l'Europe est à prévoir** dans le contexte de l'accord de l'UE (impulsion à l'investissement vert), du maintien des mesures de relance et de la réouverture des économies. Pour en profiter, nous pensons que les investisseurs devraient conserver une exposition *'barbell'* aux valeurs attractives des secteurs défensifs (plus positifs sur la santé), et d'autre part à des valeurs cycliques de qualité comme le luxe et les matériaux de construction. C'est très important car la force de l'économie ne doit pas être sous-estimée, en raison du soutien monétaire et du « vaccin » fiscal, qui sont non seulement très importants mais peuvent aussi générer un fort multiplicateur lorsqu'ils frappent « le patient », c'est-à-dire l'économie. Cela dit, nous observons l'impact du rallye sur les valorisations secteurs/titres. Nous sommes prudents à l'égard du secteur technologique en raison des valorisations élevées et pensons que les valeurs de consommation durable, telles que l'automobile et la distribution, sont confrontées à des défis tant structurels que cycliques. Toute dislocation après une correction des marchés lors de la période de publication des résultats, nous prévoyons d'importantes réductions de bénéfices, offrirait des opportunités. Nous sommes sélectifs et nous nous concentrons sur la *'forward guidance'* des entreprises et la manière dont elles gèrent leurs bilans.

Actions américaines

La situation du Covid-19 s'est aggravée et la perspective d'une victoire démocrate semble réelle, ce que les marchés n'intègrent pas (accroissement de la réglementation). Par conséquent, même si nous restons optimistes, nous reconnaissons ces risques supplémentaires et suggérons aux investisseurs de rester plus diversifiés entre les secteurs en raison de résultats attendus très différents. Certains segments 'proxies' obligataires semblent relativement attractifs, notamment les biens de consommation de première nécessité et les services aux collectivités, nous préférons donc désormais ceux-ci à l'immobilier. Notre deuxième conviction concerne les cycliques, qui bénéficieront d'un rebond économique. Nous privilégions désormais les valeurs industrielles, par rapport aux financières et à l'énergie, car il est facile d'y trouver des valeurs de qualité. D'un autre côté, nous sommes prudents à l'égard de la distribution et des services dans le secteur de la consommation car ils ont déjà intégré un niveau de reprise raisonnable. Enfin, et surtout, nous continuons de croire à une rotation vers les valeurs « value » de qualité. Il est important de noter que le contexte actuel de faible croissance économique (et de taux) favorise les valeurs de croissance et les valeurs défensives, mais les valorisations de celles-là sont peu attractives. Le rallye des méga-capitalisations a été extrême et nous recommandons aux investisseurs de délaisser les titres chers pour des valeurs aux valorisations plus attractives et plus stables dans les secteurs « value » et cycliques. Les grandes capitalisations offrent cependant certaines opportunités, à des niveaux de capitalisation boursière moindre.

Actions des marchés émergents

Nous sommes prudents à court terme, compte tenu de l'évolution globale du Covid-19 et de la relation sino-américaine instable. Nous avons tendance à privilégier les valorisations et les dividendes, car ils servent de couverture dans les phases de contraction et de reprise. Nous apprécions certains pays EMEA peu chers (Pologne) avec de bonnes perspectives de rendement du dividende et un faible positionnement des investisseurs. Par ailleurs, nous recherchons la cyclicité des allocations sectorielles (cycliques, technologiques, industrielles, immobilières).



Source : Bloomberg, Amundi, données au 21 juillet 2020. STOXX Europe 600 Cycliques optimisées, Stoxx Europe 600 défensives optimisées, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

ACTIONS

“
Nous sommes inquiets de la manière dont les anticipations implicites sont intégrées dans certains compartiments du marché et nous nous concentrons donc sur les entreprises avec une solide gestion des coûts et une préservation de la trésorerie.
 ”



Kasper ELMGREEN
 Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV
 Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES
 Directeur des investissements US

Vue d'Amundi sur les classes d'actifs

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		Les marchés américains reflètent une situation contrastée avec les fondamentaux, car les attentes à l'égard de la saison des résultats sont mitigées et que certains États clés ont freiné leurs projets de réouverture économique. Les indicateurs de sentiment sont désormais mitigés, les flux étant favorables et les facteurs dictés par les prix à des niveaux euphoriques; c'est particulièrement vrai pour les cinq méga-caps et les grandes capitalisations à plus forte croissance. Ceci, couplé à l'incertitude sur l'issue des élections américaines (victoire Démocrate), nous permet de maintenir un positionnement équilibré.
	Europe	=	▲	Le sentiment de risque à l'égard de l'Europe s'est amélioré à la lumière de la reprise économique en Europe et de la réduction de la prime de risque politique compte tenu des progrès du fonds de relance de l'UE, qui constitue un changement des règles du jeu à court terme. En outre, les valorisations attractives, le faible positionnement des investisseurs et l'évolution vers les valeurs cycliques et les valeurs « value » devraient être favorables. Toutefois, les marchés ont intégré dans leurs cours que tout va bien, ce qui trop optimiste. Les arguments en faveur de la sélectivité et de modèles économiques résilients restent plus forts que jamais.
	Japon	=		Le Japon pourrait bénéficier d'un rattrapage des valeurs cycliques et d'une amélioration des perspectives de croissance et de demande mondiale, compte tenu de son économie tournée vers les exportations.
	Marchés émergents	=		La gestion de la pandémie du Covid-19 et la géopolitique dans les pays émergents sont des facteurs clés qui déterminent notre position à court terme sur la région, où l'Asie semble mieux gérer la crise que le reste du monde, soutenant les arguments en faveur du « premier entré - du premier sorti » dans des pays comme la Chine et la Corée du Sud. Toutefois, l'évolution de la relation sino-américaine et la situation du virus en Amérique latine pourraient peser sur la classe d'actifs.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	US Govies	=/+		Dans une perspective obligataire mondiale, tout en conservant un biais long en faveur des emprunts d'État américains compte tenu de leur statut de valeur refuge, nous nous abstenons de toute position globale forte sur la durée. Du point de vue du portefeuille américain, nous sommes plus prudents sur la durée dans l'attente d'une reprise de l'activité économique et d'une augmentation des émissions de bons du Trésor américain alors que le Congrès discute d'un nouveau plan de relance.
	US Obligations d'entreprises IG	=/+		L'assouplissement des conditions financières continue de soutenir l'IG, toutefois nous maintenons une approche très sélective (secteurs et noms), et pensons que les investisseurs devraient réduire la durée des spreads afin de contrôler le risque global de crédit et de défaut dans un environnement économique morose. Les segments sous le régime d'achats d'actifs de la Fed restent attractifs.
	US Obligations d'entreprises HY	-/=		Selon nous, les mesures prises par les banques centrales devraient continuer à soutenir le HY, mais les investisseurs devraient rester sélectifs et se concentrer sur les titres les mieux notés (BB) ainsi que les titres liquides. C'est important pour éviter les défauts et de détenir des titres qui ne peuvent pas résister à une reprise lente.
	Euro Govies	-/=		Nous restons défensifs sur les emprunts d'État des pays core de la zone euro mais sommes positifs sur la dette française et périphérique, notamment après le récent accord des dirigeants européens sur le fonds de relance de 750 milliards €, qui a permis au spread du Bund à 10 ans-BTP d'atteindre les niveaux d'avant la crise. Nous prévoyons un aplatissement de la courbe des taux des pays périphériques sur fond de soutien de la BCE, mais nous anticipons une pentification de la courbe des taux des pays « core » de la zone euro.
	Euro Obligations d'entreprises IG	++		Nous restons optimistes à l'égard des obligations IG en euro et pensons que les 'rating actions' dans le segment IG n'ont pas été importante d'un point de vue historique. Nous conservons notre exposition à la dette financière et subordonnée. Toutefois, la sélection est cruciale car la situation pourrait changer lorsque le soutien des banques centrales prendra fin et que la publication des résultats du deuxième trimestre donnera des indications sur l'effet réel de la crise.
	Euro Obligations d'entreprises HY	=		Les chiffres de la dégradation de la notation du HY ont été bien plus élevés que ceux de l'IG. Nous identifions toujours des opportunités dans le segment des obligations à haut rendement (BB), mais les risques idiosyncratiques doivent être suivis car même un petit nombre de ces événements pourrait potentiellement effacer les gains enregistrés cette année. Un autre aspect clé est la liquidité, qui doit être maintenue à des niveaux raisonnables.
	Marchés Emergents Dette DF	=/+		Nous privilégions la dette émergente en devise forte (EUR par rapport à l'USD) par rapport à la devise locale. Au sein de la dette en devise forte, nous nous montrons plus prudents à l'égard de la catégorie « investment grade » dans la mesure où elle a bénéficié d'un bon rebond depuis le début de l'année et les valorisations sont désormais plus attractives dans le segment à haut rendement (Serbie, Ukraine), où nous restons sélectifs. Dans l'ensemble, les risques de défaut souverain doivent faire l'objet d'un suivi attentif.
	Marchés Emergents Dette DL	=		Nous sommes prudents/neutres sur les taux compte tenu de la forte performance de la Russie, du Mexique et de l'Égypte. La sélectivité et le positionnement sur la courbe des taux doivent être maintenus dans cet univers. Sur les devises, nous sommes positifs sur celles liées aux matières premières dans un contexte de rebond du pétrole et de réouverture des économies.
AUTRES	Matières premières			La reprise économique favorise les matières premières et les matériaux de base cycliques, même si des incertitudes demeurent. Alors que le prix du pétrole a atteint la fourchette d'équilibre à court terme de \$/b 30-40, des risques subsistent sous la forme de désaccords entre les membres de l'OPEP+ et d'une reprise de la production. L'or sera un grand bénéficiaire des injections de liquidités des BC, de la faiblesse des taux réels et d'un environnement incertain. Compte tenu de son caractère de couverture naturelle, le métal reste la matière première préférée, du moins pour cet été. Toutefois, un risque majeur pour sa valorisation est l'appréciation du dollar dû à 'un changement de politique de la Fed (peu probable à l'approche des élections américaines).
	Devises			L'accord sur le fonds de relance de l'UE, qui pourrait changer la donne, et les interventions des banques centrales ont contribué à stabiliser le sentiment vis-à-vis de l'euro / dollar, mais les facteurs à court terme ont dépassé les attentes. Même si nous pensons que le dollar va se redresser à mesure que les économies s'ouvrent et que nous avançons vers 2021, la trajectoire ne sera pas linéaire et nous pensons que le dollar va rester résilient à court terme.



Source : Amundi, au 24 juillet 2020, opinion relative à un investisseur basé en EUR. Ce document représente une évaluation de l'environnement de marché à un moment donné et n'a pas vocation à constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme des recherches, des conseils en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement fournies à titre d'illustration et à titre pédagogique et peuvent être modifiées. Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'aucun produit d'Amundi. IG = Obligations d'entreprises « investment grade », HY = Obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale = obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

Amundi Investment Insights Unit

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

INSIGHT UNIT

Claudia BERTINO
Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

Laura FIOROT
Responsable adjoint d'Amundi Investment Insights Unit

Ujjwal DHINGRA
Amundi Investment Insight Unit

Giovanni LICCARDO
Amundi Investment Insight Unit

Définitions :

- **Agency mortgage-backed security** : les MBS d'agences adossées à des créances hypothécaires sont créées par l'une des trois agences : Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage and Federal Home Loan Mortgage Corp. Les titres émis par l'une de ces trois agences sont qualifiés de MBS d'agences.
- **Point mort d'inflation** : différence entre le rendement nominal d'un placement à taux fixe et le rendement réel d'un placement indexé sur l'inflation de maturité et de qualité de crédit similaires.
- **Spread de crédit** : écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajusté pour prendre en compte d'éventuelles options intégrées.
- **CSPP** : Le programme d'achat d'obligations d'entreprises de la Banque centrale européenne.
- **Abréviations par devise** : JPY - yen japonais, GBP - livre sterling, EUR - euro, CAD - dollar canadien, SEK - couronne suédoise, NOK - couronne norvégienne, CHF - franc suisse, NZD - dollar néo-zélandais, AUD - dollar australien.
- **Secteurs cycliques vs. défensifs** : les sociétés cycliques sont des sociétés dont les bénéfices et les cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les valeurs défensives sont au contraire moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques du MSCI GICS sont : La consommation cyclique, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux. Les secteurs défensifs sont : Biens de consommation de première nécessité, énergie, santé, services de télécommunications et services aux collectivités.
- **Rendement du dividende** : dividende par action divisé par le prix par action.
- **Duration** : mesure de la sensibilité du prix (la valeur du principal) d'un investissement obligataire à une variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.
- **BCE** : Banque centrale européenne.
- **ABS ésoériques** : sous-ensemble du marché des ABS, ils sont des ABS adossés à des flux de revenus provenant de segments de niche tels que les prêts et les baux sur avion, rail, timeshares et conteneurs, ainsi que les prêts aux petites entreprises, les locations monofamiliales et la production solaire, etc. Cette situation contraste avec les ABS traditionnels, qui sont adossés à des titrisations de créances sur cartes de crédit et de prêts automobiles.
- **Devises** : les marchés de change font référence aux marchés des changes, où les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Swap d'inflation** : un swap d'inflation est un dérivé négocié en bourse qui sert à transférer le risque d'inflation d'une contrepartie à une autre.
- **Liquidité** : capacité à acheter ou vendre des actifs assez rapidement pour éviter ou minimiser une perte.
- **QE** : l'assouplissement quantitatif (QE) est un type de politique monétaire utilisée par les banques centrales pour stimuler l'économie en achetant des actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres institutions financières.
- **QT** : *Quantitative tightening* ou resserrement quantitatif, il est à l'opposé de l'assouplissement quantitatif.
- **PEPP** : Programme d'achat d'urgence pandémique de la Banque centrale européenne.
- **Solvabilité** : capacité d'une entreprise à faire face à ses dettes à long terme et à ses obligations financières.
- **Obligation souveraine** : une obligation souveraine est un titre de créance émis par un gouvernement national.
- **TIPS** : un titre protégé contre l'inflation du Trésor est une obligation du Trésor indexée sur une mesure inflationniste pour protéger les investisseurs d'une baisse du pouvoir d'achat de leur argent.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Généralement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.
- **Contrôle de la courbe des taux** : YCC consiste à cibler un taux d'intérêt à plus long terme par une banque centrale, puis à acheter ou vendre autant d'obligations que nécessaire pour atteindre cet objectif de taux. Cette approche est radicalement différente de la manière typique de toute banque centrale de gérer la croissance économique et l'inflation d'un pays, qui consiste à fixer un taux d'intérêt à court terme.
- **Pentification de la courbe des taux** : c'est l'inverse de l'aplatissement de la courbe des taux. Si la courbe des taux se pentifie, cela signifie que l'écart entre les taux d'intérêt à long et à court terme se creuse. En d'autres termes, les rendements des obligations à long terme augmentent plus rapidement que ceux des obligations à court terme, ou les rendements des obligations à court terme baissent lorsque les rendements des obligations à long terme augmentent.

Informations Importantes

Les informations MSCI ne peuvent être utilisées que pour votre usage interne, ne peuvent être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composante à des instruments financiers, produits ou indices. Aucune des informations de MSCI n'est destinée à constituer un conseil en investissement ou une recommandation de prendre (ou de s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement et ne peut être considérée comme telle. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, prévision ou prédiction des performances futures. Les informations MSCI sont fournies « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité du risque lié à l'utilisation de ces informations. MSCI, chacune de ses sociétés affiliées et toute autre personne impliquée dans ou liée à la compilation, au calcul ou à la création d'informations MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris, sans s'y limiter, toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, d'actualité, de non-infraction, de qualité marchande et d'adéquation à une fin particulière) concernant ces informations. Sans préjudice de ce qui précède, toute Partie MSCI ne saurait en aucun cas être tenue responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, le manque à gagner) ou autre dommage. www.msibarra.com La norme Global Industry Classification Standard (GICS) SM a été élaborée par et est la propriété exclusive et une marque de service de Standard & Poor's et MSCI. Ni Standard & Poor's, ni MSCI, ni aucune autre partie impliquée dans l'élaboration ou la compilation de classifications GICS ne donne aucune garantie ou déclaration expresse ou implicite à l'égard de cette norme ou classification (ou des résultats devant être obtenus par son utilisation), et toutes ces parties déclinent expressément par les présentes toute responsabilité quant à l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la qualité marchande ou l'adéquation à une fin particulière de cette norme ou classification. En aucun cas, Standard & Poor's, MSCI, leurs sociétés affiliées ou tout tiers impliqué dans l'élaboration ou la compilation d'une classification GICS ne sauraient être tenus pour responsables de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou autre (y compris le manque à gagner), même s'ils sont informés de la possibilité de tels dommages. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management au 24 juillet 2020.

Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605-€ Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Date de première publication : 24 juillet 2020.