

CIO VIEWS

Grand écart entre les marchés et la réalité



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Le paradoxe entre le calme trompeur des marchés et le niveau élevé d'incertitude quant à la durée de la crise et ses implications à long terme est frappant. La crise est loin d'être terminée selon nous, et les investisseurs doivent rester vigilants, le niveau actuel des marchés reflétant toujours une sortie « trop optimiste et trop rapide ». **La course entre les trois cycles va se poursuivre. En ce qui concerne le cycle de la pandémie**, les marchés intègrent la vision selon laquelle le pire pourrait être passé en Europe et aux États-Unis, avec des anticipations croissantes d'aplatissement de la courbe de contagion. Si ces espoirs ne se concrétisent pas, les tensions sur les marchés réapparaîtront. **Sur le plan économique**, les mesures budgétaires et monétaires massives s'apparentent à un contrat d'assurance pour les six prochains mois, mais si la récession s'avérait pire que prévu, les marchés auraient besoin de mesures additionnelles et toute déception déclencherait une correction. Le « crédit » devient dépendant de l'action des banques centrales (BC) ; les conditions de marché se sont améliorées mais pas normalisées. **Sur le cycle des défauts de crédit**, qui est critique dans un monde où la dette s'accroît fortement après la crise du Covid-19, les marchés ont déjà intégré dans les cours une première série de défauts, mais pas une seconde pour les actifs traditionnellement à la traîne. La bataille entre liquidité et solvabilité va se poursuivre et l'immobilier commercial américain doit être surveillé. La déconnexion entre les espoirs du marché et la réalité économique et sanitaire renforce notre conviction **qu'il convient de rester prudent : ne pas céder à l'euphorie des marchés, mais miser progressivement et de manière sélective sur les thèmes d'investissement les mieux positionnés sur le lent chemin vers la reprise**. En plus des incertitudes des trois cycles déjà mentionnés, les raisons de rester vigilants sont : tout d'abord, la résurgence des tensions sino-américaines, sur le thème du « blâme pour le virus », a été le principal risque en augmentation en mai. Ensuite, l'issue des élections américaines est incertaine. Troisièmement, les marchés émergents sont confrontés à des risques idiosyncratiques importants (Brésil). Enfin, les conséquences à long terme du Covid-19 (recul du commerce mondial, rééquilibrage des politiques en faveur du travail, transformation des modèles économiques, accélération des tendances, comme le « travail intelligent ») sont complexes et restent à l'étude. Au cours de ces 3 derniers mois sans précédent, nous avons mis l'accent sur **le double objectif de protéger le capital investi contre toute perte définitive et de garder une marge de manœuvre pour investir dans de nouvelles opportunités**. Cette attitude demeure et les investisseurs devraient se concentrer sur les points suivants :

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Privilégier la gestion active du risque, la liquidité; rester prudent.

Changements par rapport au mois dernier

- Des ajustements tactiques sur le crédit, en recherchant de la valeur sur les marchés primaires.

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

- La **liquidité** : elle est précieuse dans la gestion de la transition entre la phase la plus marquée de la crise et une reprise incertaine. La crise a clairement montré que la liquidité devrait être un indicateur clé de la construction de portefeuille, en dépit des signes d'amélioration récents. De fait, la liquidité sur les marchés du crédit reste plus faible et plus coûteuse qu'avant le Covid-19. Les investisseurs devraient conserver une certaine liquidité pour des stratégies défensives et agressives, afin de pouvoir se repositionner sur certains segments de marché lorsque des opportunités se présenteront.
- Une **vue positive sur le crédit IG** : il devrait bénéficier des actions des banques centrales et le marché primaire peut offrir des opportunités. Toutefois, les investisseurs devraient rester très sélectifs tant au niveau des secteurs que des entreprises, en se focalisant sur les bilans sains et les entreprises capables de résister aux conséquences économiques du confinement.
- Une **exposition prudente au risque actions** dans un contexte de nouvelle révision de la croissance des bénéficiaires par action (BPA) : un catalyseur d'amélioration ne peut provenir que d'un vaccin ou d'un traitement potentiel, seuls facteurs pouvant déclencher une reprise durable et un changement positif dans le comportement des consommateurs.

CIO VIEWS

- **La prudence à l'égard des marchés émergents compte tenu de la montée des risques géopolitiques**, avec certaines opportunités dans le crédit ainsi qu'au sein des actions asiatiques et chinoises, mais l'évolution de la relation sino-américaine reste essentielle (les tensions récentes pouvant affecter le sentiment du marché). Le marché du crédit intègre une forte hausse du nombre de défauts, mais les investisseurs devraient être conscients du fait que les sociétés les plus affectées ont déjà atteint un cours plancher (*distressed recovery level*) et que certaines sont même déjà en restructuration. Les investisseurs devraient identifier les entreprises capables de mettre en place avec succès un plan pour sortir du statut d'entreprise en difficulté
- Le Covid-19 est un accélérateur du rôle croissant de l'ESG : si le E et le G restent au premier rang des priorités, l'accent sociétal mis sur une plus grande égalité sociale, un traitement équitable des salariés et l'attention à leur santé contribuera à l'importance croissante de la composante S. La manière avec laquelle les entreprises agissent dans l'intérêt de toutes les parties prenantes et de la communauté sera observée avec beaucoup plus d'attention. Certains facteurs de risque ESG auront alors un impact plus important sur les cours, générant des opportunités pour les gérants actifs, tant sur le segment des actions que sur celui des obligations.

MACRO

Actions : un rebond baissier ou un rebond significatif ?



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche Groupe



LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche Cross Asset

Alors que les banques centrales se sont engagées dans des politiques non conventionnelles tant aujourd'hui qu'en 2009, les valorisations étant historiquement élevées un marché haussier porté par l'expansion des multiples semble peu probable

Faut-il accroître l'allocation en actions et accompagner le rebond du marché ou pas ? Même si nous maintenons notre préférence stratégique pour les actifs risqués, nous sommes convaincus qu'il est tactiquement plus sûr de rester au sein du segment IG (soutenu par les banques centrales) car nous anticipons une rechute des actions, comme expliqué ci-après.

Le contexte économique s'est rapidement dégradé : tant les statistiques que la dynamique économique se sont inversées, ce qui a pesé sur le sentiment à l'égard du risque. Le scénario de reprise à moyen terme qui devrait se matérialiser plus tard en 2021 offre certes un potentiel de hausse significatif. Toutefois, **les marchés actions anticipent maintenant le scénario haussier, tandis que de profondes incertitudes persistent** concernant les politiques de santé liées aux traitements. Si les tests et les vaccins enregistrent des progrès rapides, il reste encore beaucoup à faire. La date de disponibilité d'un traitement ou d'un vaccin potentiel reste encore très incertaine.

Sur le plan budgétaire, les mesures fiscales très importantes doivent être testées et soutenues à moyen terme : la rapidité de mise en œuvre est chaotique, la qualité des dépenses doit encore être évaluée (en termes de composition et d'objectifs), et la capacité de ces paquets budgétaires

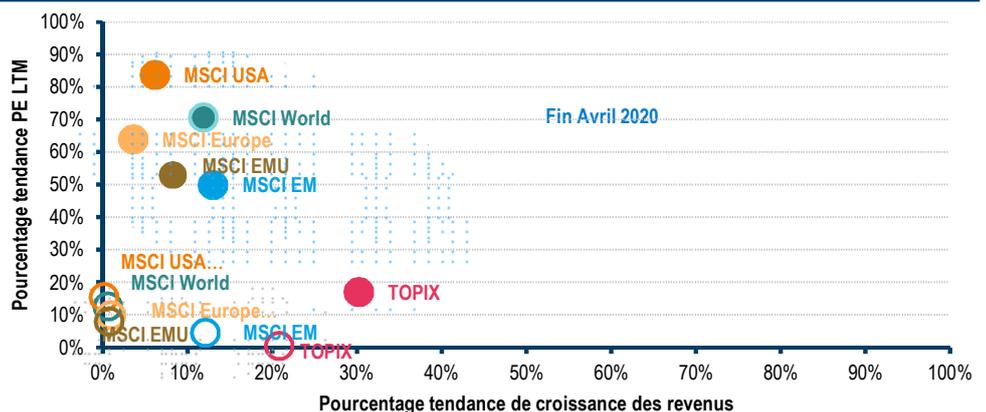
à réparer les dégâts n'a pas été totalement estimée.

En revanche, les banques centrales - après avoir traité la crise financière de 2008 - se sont montrées promptes à réagir cette fois-ci et ont permis un assouplissement des conditions financières, notamment aux États-Unis. Cela a constitué le facteur le plus convaincant de la progression des marchés et de la hausse des multiples. **Nous remarquons en cela la dangereuse incohérence entre la baisse du bénéfice par action et la hausse des rendements totaux.**

À l'inverse, les rendements obligataires et les prix du pétrole restent déprimés, et le rebond n'a pas tant profité que cela aux secteurs cycliques.

Les révisions de bénéfices à la baisse sont proches de leur record historique, ce qui pousse les ratios **P/E vers leurs plus hauts**. Le graphique ci-dessous explique notre prudence actuelle. En 2009, nous avons assisté à une récession des bénéfices, les efforts des banques centrales ayant ensuite permis une complète reflation des actifs. Aujourd'hui, les valorisations (percentiles de P/E pour les bénéfices 2020) sont complètement différentes, tous les grands indices actions étant déjà au plus haut. De fait, un MSCI US valorisé au 84^e centile (dans la bulle bleue) pourrait ne pas offrir la meilleure des hausses possibles. C'est la différence majeure entre la situation

Cartographie des principaux indices actions



Source: Recherche Amundi, au 20 Mai 2020. Tous les indices sont en monnaie locale. PE LTM se réfère au ratio prix/bénéfices sur les bénéfices des douze derniers mois. Les noms des indices dans le cercle gris ci-dessus sont les mêmes que ceux dans le cercle bleu.

MACRO

actuelle et celle de 2009. À l'époque, les percentiles des PER étaient bas (bulle grise) et les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales ont permis un mouvement haussier des actions. La seule exception étant le TOPIX, qui se trouve actuellement dans un percentile inférieur et affiche des valorisations plus raisonnables. On pourrait arguer que c'est parce que le Japon est déjà en récession, mais par rapport à d'autres économies avancées, un choc plus tardif mais moins important est probable, l'épidémie de Covid-19 étant largement contenue.

Les confinements sans précédent et les réponses monétaires et budgétaires nous conduisent à maintenir notre préférence « stratégique » pour les actifs risqués, mais les valorisations élevées n'offrent pas le meilleur potentiel de hausse. Pour conclure, nous dirions que les politiques monétaires non conventionnelles ont de nouveau accru le prix des actifs. Toutefois, par rapport à 2009, **les bénéfices par action actuels sont plus faibles et les niveaux de PER étant historiquement élevés, un marché haussier tiré par l'expansion des multiples semble peu probable.**

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous conservons notre position défensive sur les actions, ainsi qu'une opinion positive sur le crédit et les obligations des pays périphériques, soutenue par l'action des banques centrales

Gérer le risque de manière dynamique et éviter d'acheter la hausse

Le contexte économique se caractérise par une récession mondiale et un ralentissement séquentiel, suivis par des trajectoires de reprise désynchronisées entre les pays. La durée de la faiblesse, l'ampleur de la perte durable de production et de la destruction de la demande dépendront de la durée des confinements et de l'efficacité de la relance budgétaire/monétaire. Nous confirmons le scénario d'une stabilisation de la croissance vers le T4 2020. Tout au long de la crise, nous nous sommes concentrés sur la gestion active de l'exposition au risque - la protection des positions de crédit, la mise en place de couvertures et la priorité accordée à la qualité des positions et à la sélection de crédit.

Nos idées fortes

Nous restons **défensifs sur les actions européennes et américaines** en raison des valorisations tendues et de l'ambiguïté concernant l'impact de Covid-19 sur la croissance mondiale. Le consensus pour la croissance des bénéfices 2020 a corrigé, mais il reste selon nous trop optimiste pour 2021, malgré une faible visibilité. Dans un environnement où le risque reste nettement orienté à la baisse, nous attendons que les marchés fournissent de meilleurs points d'entrée (le niveau de 2650-2700 est le déclencheur du S & P 500) pour agir et changer notre position actuelle. Nous conservons une position neutre sur les **marchés émergents**, car la volatilité du marché reste élevée, mais continuons de préférer la Chine, la Corée

du Sud et Taïwan en raison de la vigueur des mesures de relance et d'une meilleure maîtrise de l'épidémie.

Nous avons une **position neutre sur la duration**, car nous pensons que les banques centrales chercheront à maintenir le coût de la dette publique à un niveau bas afin de soutenir les besoins budgétaires des gouvernements, ce qui entraînera un mouvement limité de hausse des rendements. Un rendement des bons du Trésor de l'ordre de 60 pb est conforme à la position de la Fed et à une forte détérioration du contexte macroéconomique. Nous **restons positifs sur le 5 ans américain par rapport au 5 ans allemand**, car les bons du Trésor américain devraient bénéficier des flux de capitaux refuges (bien que dans une moindre mesure que par le passé) et des achats de la Fed, en particulier sur les segments à court et moyen terme. Concernant l'inflation américaine, nous sommes désormais positifs sur le moyen terme et pensons que les swaps d'inflation et les points morts d'inflation des TIPS se négocient bien en deçà de leurs moyennes historiques.

Alors que nous sortons de la pandémie, les forces de relance, telles que la démondialisation et la monétisation de la dette, devraient soutenir une hausse des primes de risque d'inflation et une demande de protection contre l'inflation.

La recherche de rendement se poursuit sur la courbe italienne, car elle offre des rendements relativement attractifs. Nous maintenons notre

Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions				■				
Crédit						■		
Duration						■		
Pétrole					■			
Or						■		

Source: Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer. USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = bons du 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 = Titre protégé contre l'inflation du Trésor. BTP = emprunts d'État italiens

GESTION DIVERSIFIÉE

position constructive sur l'Italie à 30 ans contre l'Allemagne à 30 ans et sommes maintenant positifs même sur les BTP italiens à 10 ans, car les actions de la BCE contribuent à plafonner les rendements et la volatilité des *spreads*. La décision du tribunal allemand représente un risque baissier, mais il est peu probable que la BCE change de cap. Nous maintenons notre position, car elle pourrait offrir un équilibre aux portefeuilles des investisseurs.

En mettant l'accent sur la liquidité, nous restons **optimistes à l'égard du crédit**, soutenu par les parapluies des BC aux États-Unis et dans la zone euro, mais nous préférons l'IG au HY. Le HY EUR pourrait souffrir de taux de défaut élevés et du ralentissement de la croissance des chiffres d'affaires. En conséquence, nous sommes très défensifs.

Compte tenu de l'incertitude élevée et de la divergence des fondamentaux et des valorisations, nous avons une **opinion neutre sur la dette émergente** et voyons un écart entre les pays IG et HY. Sur la dette externe, le secteur IG devrait rester

plus résilient dans les prochains mois. Le HY présente toutefois un risque/arbitrage binaire entre le risque de défaut des pays en difficulté et un rattrapage par rapport à des valorisations très déprimées. Sur les taux locaux, le principal moteur de la dette est l'exposition aux devises et nous pensons que la marge de compression est limitée.

Sur les **devises des pays développés**, nous ne sommes plus constructifs sur l'EUR/CHF, en raison du statut de valeur refuge du franc suisse, de la forte croissance de la masse monétaire dans la zone euro et de la décision de justice allemande qui pourrait faire pression sur l'EUR. Nous conservons la position NOK/EUR, la couronne norvégienne ayant déjà fortement corrigé et permettant de bénéficier d'un scénario plus optimiste.

Risques et couverture

Les instruments de couverture sous la forme du **JPY, des produits dérivés et de l'or** restent essentiels pour protéger les rendements du portefeuille dans cette phase de forte incertitude

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

La qualité de crédit est essentielle



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Au cours du mois écoulé, nous avons observé une amélioration progressive des conditions de marché après une dislocation massive des prix et de la liquidité en mars, mais nous ne sommes toujours pas revenus à la normale. Les investisseurs devraient rester prudents, continuer à maintenir une liquidité suffisante et être conscients de la révision potentielle des notations qui pourrait être à l'origine de la volatilité sur les marchés du crédit. En revanche, ils devraient tenter de procéder à des ajustements tactiques afin de bénéficier des événements de marché - par exemple, s'il y a des émissions attractives sur le marché primaire - sans changer de convictions stratégiques.

Obligations internationales et européennes

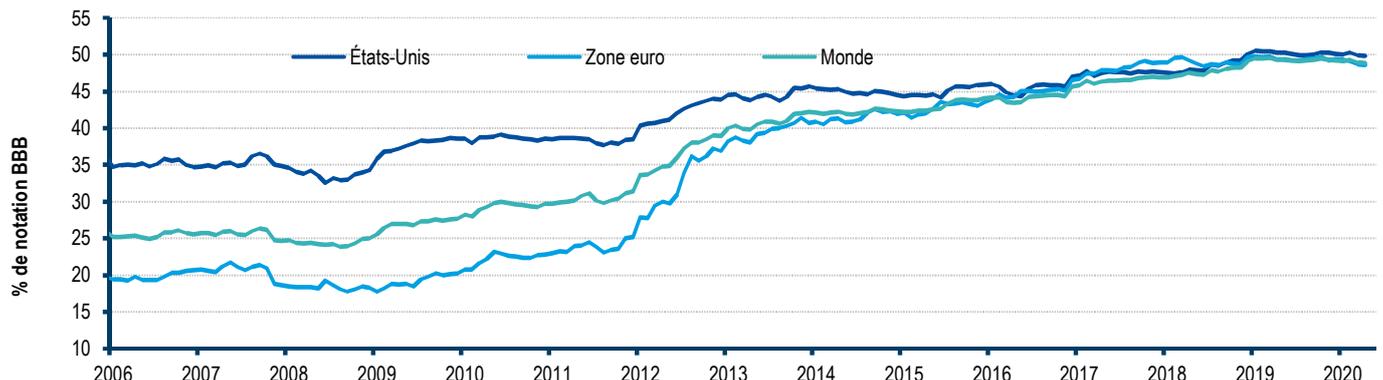
Nous avons une position globalement neutre sur la durée, avec une vue constructive sur les États-Unis et prudente sur le Japon et l'Allemagne. Les investisseurs peuvent profiter des mouvements de courbe (aplatissement des courbes US, Europe, UK, pentification au Japon). Si nous restons positifs sur la dette périphérique euro, nous restons plus prudents mais toujours constructifs sur l'Italie (fort appétit des investisseurs avec 22 milliards € levés récemment via les BTP). Les inquiétudes sur le jugement

du Tribunal constitutionnel de Karlsruhe et l'alourdissement du fardeau de la dette sont contrebalancées par la proposition franco-allemande d'une sorte de « fonds de relance ». Sur le crédit, le **crédit IG américain** (nous sommes récemment devenus plus positifs sur ce segment) et le **crédit IG euro restent bien soutenus par les actions des BC, mais la sélection de crédit et la qualité sont importantes** pour distinguer les émetteurs qui réussiront à traverser la crise, de ceux qui deviendront insolubles. Nous privilégions les financières subordonnées, les télécoms, la pharmacie et l'assurance, mais sommes prudents sur l'énergie US. Aux États-Unis, les émissions obligataires se sont concentrées sur les emprunteurs notés IG et sur les obligations d'entreprises notées BB (décision de la Fed d'inclure les « anges déchus » et les ETF HY dans son programme). Nous avons confiance dans le secteur BB, mais la recherche de la qualité est essentielle à cet égard. L'activité sur le HY américain a repris (la demande a dépassé l'offre) mais l'activité est faible en Europe. Toutefois, les investisseurs doivent faire preuve de prudence.

Obligations américaines

Les titres et secteurs dont les perspectives d'appréciation sont

Répartition par qualité de l'indice IG



Source : Bloomberg, données mensuelles au 30 avril 2020. Analyse basée sur indices ICE BoA.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous recherchons des dislocations de marché et nous nous efforçons également de rester à l'écart des titres qui ne résisteront pas à cette crise. C'est d'autant plus important que la part de marché des obligations BBB a considérablement augmenté

limitées, tels que les titres liés à l'assurance (qui ont enregistré une performance de 2 % depuis le début de l'année) et les titrisations de biens de consommation et d'immobilier commercial AAA, ont fait preuve de résistance et peuvent offrir des opportunités de financement pour les obligations d'entreprises IG à long terme et certains crédits à haut rendement avec de fortes décotes. Nous restons positifs sur les RMBS en dehors des tranches notées AAA, car leurs *spreads* se resserrent mais sont trop décotés. **Soucieux de maintenir une liquidité adéquate, les investisseurs devraient détenir des positions sur les bons du Trésor américain, les TIPS et les obligations hypothécaires émises par des agences gouvernementales américaines, ainsi que des liquidités.** En outre, le moment est venu de réduire sciemment le risque idiosyncratique lorsque la liquidité et la valorisation offrent des opportunités. Le resserrement des *spreads* des prêts à effet de levier pourrait permettre aux investisseurs de sortir des émetteurs notés BB à des prix proches de leur valeur nominale, et d'améliorer la liquidité et la qualité tout en prolongeant la durée du crédit.

Obligations des marchés émergents

Nous sommes conscients que la crise due Covid-19 pèse sur la croissance mondiale et les bénéfices des entreprises, avec des effets négatifs sur les perspectives des pays émergents, poussant de nombreux pays vers la récession. Nous nous sommes montrés prudents à l'égard des valeurs dépendantes des exportations, des matières premières et du tourisme. Les couvertures de portefeuille et la liquidité restent importantes. Sur la **dette en devise forte**, nous sommes positifs, notamment sur le HY (Ukraine). Il existe des opportunités sur le marché primaire pour acquérir une exposition aux titres IG à des niveaux décotés (Mexique). Nous sommes prudemment constructifs sur les taux locaux au Mexique et en Afrique du Sud, et positifs sur la Russie.

Devises

Sur les devises des pays développés, nous sommes positifs sur l'USD et le JPY compte tenu de leur statut de valeur refuge, et sommes moins négatifs maintenant sur le CHF mais prudents sur l'EUR et la GBP. Sur les devises émergentes, nous sommes défensifs.

ACTIONS

La faible visibilité sur les bénéfices appelle à la prudence



KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Alors que les gouvernements assouplissent les mesures de confinement et que le monde sort progressivement de la crise du Covid-19, il est probable que nous assistions à un gonflement de la dette publique, à des taux d'intérêt bas, à une croissance économique faible, à une augmentation de l'importance des facteurs ESG (en particulier le facteur S), à des inégalités croissantes, à une fragmentation politique et à des tensions géopolitiques accrues (US-Chine, unité de l'UE). Nous observons un contraste saisissant entre le « sentiment du marché » et les « fondamentaux économiques ». S'il est important de noter que les autorités monétaires peuvent fournir des liquidités à court terme, la reprise de la demande dépend aussi du sentiment de peur et de confiance. En retour, cela pourrait encore avoir un impact sur les bénéfices et la solvabilité à long terme des entreprises. **Les investisseurs sont contraints de faire face à cette situation avec une visibilité exceptionnellement faible dans un environnement où de multiples scénarios sont possibles.**

Actions européennes

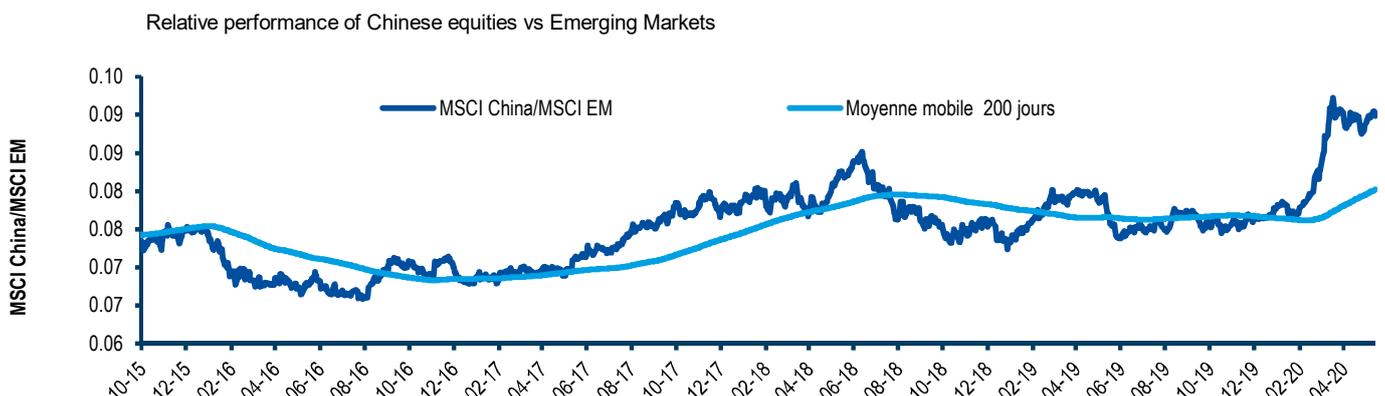
Dans l'ensemble, nous recommandons la **prudence**, compte tenu du niveau

accru d'incertitude et de la détérioration des fondamentaux. Il est essentiel de maintenir une **discipline de processus d'investissement, de se concentrer sur la sélection de titres et de garantir des niveaux de liquidité appropriés.** Nous continuons de privilégier la solidité des bilans et pensons que les investisseurs devraient équilibrer les risques à court terme et les opportunités à moyen terme grâce à une utilisation soutenue de l'analyse de scénarios. Des opportunités existent et nous suggérons aux investisseurs d'appliquer une stratégie « barbell » avec une exposition à des valeurs attractives dans les secteurs défensifs (services aux collectivités, santé, biens de consommation de première nécessité) d'une part, et des secteurs cycliques non affectés et décotés (luxe, construction) d'autre part. En outre, l'identification de certains gagnants structurels dans des segments en vogue, comme le commerce électronique, sera essentielle pour générer des rendements à long terme. Du point de vue du style, il existe des opportunités sélectives dans le facteur « value » des secteurs cycliques non affectés.

Les actions américaines

Les actions américaines restent l'une des meilleures classes d'actifs à long terme au monde, et la surperformance

Performance relative des actions chinoises par rapport aux marchés émergents



Source : Bloomberg, Amundi au 20 mai 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index en dollar US

ACTIONS

Les dividendes sont désormais susceptibles d'être procycliques car ils refléteront l'environnement dans lequel opèrent les entreprises, ces dernières devant rendre des comptes non seulement aux actionnaires mais aussi à la société

continue de se renforcer dans ces conditions. Selon nous, la consolidation du marché entamée mi-avril devrait se poursuivre. En termes de convictions, nous pensons que les gagnants continueront à gagner. Les investisseurs devraient éviter secteurs et valeurs qui subissent des pressions extrêmes à court terme, notamment les compagnies aériennes, les détaillants en difficulté, les croisiéristes, les activités à coûts fixes élevés et à faible marge, et l'immobilier d'entreprise. Nous pensons au contraire que les investisseurs devraient se concentrer sur les leaders de chaque secteur ayant des activités durables dans le cadre d'une approche intégrée ESG. Cette approche s'est avérée judicieuse durant la correction et nous recommandons aux investisseurs de continuer à suivre cette voie. Les entreprises durables qui occupent une position de leader sur le marché gagnent lorsque les conditions de marché sont difficiles. **Le moment est également venu pour les investisseurs de commencer à renforcer légèrement le caractère cyclique de leurs portefeuilles**, la faible volatilité étant surévaluée.

Au niveau sectoriel, nous préférons les financières, les services de communication et les industrielles, tandis que nous sommes prudents à l'égard des biens de consommation de première nécessité, des services aux collectivités et des matériaux.

Actions des marchés émergents

Nous nous concentrons sur les pays à un stade avancé du cycle du coronavirus (Chine, Taïwan, Corée) et les titres les moins vulnérables compte tenu de la résistance de la croissance intérieure et des progrès des réformes structurelles (EMEA, Inde). Bien qu'il puisse y avoir des difficultés dans la mesure où les incertitudes mondiales demeurent, **une sélection bottom-up habile, une évaluation top-down minutieuse et une gestion de la liquidité** peuvent aider les investisseurs à surmonter la tempête actuelle. En conclusion, bien que nous préférons conserver une attitude globalement prudente pour le moment, nos perspectives sont positives pour les actifs émergents à moyen terme - tant que le risque d'une seconde vague de contamination ne se matérialise pas.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		La corrélation entre les données économiques (faibles) et les performances du marché (positives) n'a jamais été aussi faible et les marchés intègrent une reprise rapide qui nous paraît trop optimiste. Nous pensons que les estimations de bénéfiques vont continuer à baisser et nous restons défensifs. Toutefois, cette prudence ne doit pas être confondue avec un positionnement positif à long terme dans la mesure où les actions américaines sont raisonnablement valorisées par rapport à leur coût du capital. De plus, le rendement du dividende des actions américaines est supérieur à celui des bons du Trésor américain à 10 ans et c'est rare.
	Europe	-/=		Le « coup d'arrêt brutal » économique sans précédent a déjà eu un impact sur la demande et l'offre dans un environnement où la visibilité sur l'avenir est faible et où l'éventail des résultats est large. La prudence est donc de mise et nous recommandons aux investisseurs d'équilibrer les risques à court terme avec les opportunités à moyen terme en maintenant un processus d'investissement rigoureux, en privilégiant la sélection de titres et en garantissant une liquidité appropriée.
	Japon	=		Les valorisations des entreprises restent inférieures à leurs moyennes à long terme et leur endettement est bas. Mais, la récession actuelle et la faiblesse de la demande mondiale affecteront les bénéfiques. Nous restons neutres.
	Marchés émergents	=		Nous sommes prudents dans l'ensemble et recherchons des noms dans des pays à un stade ultérieur du cycle du coronavirus (Chine, Taïwan, Corée) et dans des pays affichant une croissance intérieure résiliente et des progrès en matière de réformes structurelles (EMEA, Inde). Toutefois, dans la mesure où les incertitudes mondiales demeurent et où de nouvelles tensions commerciales se profilent, il pourrait y avoir des vents contraires.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		La demande des bons du Trésor américain reste forte, soutenue par le programme d'assouplissement quantitatif et les entrées de capitaux étrangers. Alors qu'au dernier FOMC, le taux directeur est resté inchangé, le Congrès américain a approuvé des mesures budgétaires supplémentaires conduisant à un stimulus budgétaire total de près de 3 Bd \$. Le programme d'émissions, y compris les obligations à long terme, permettra au marché d'absorber davantage de duration.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> des obligations IG se sont resserrés et les marchés ont absorbé des émissions records d'obligations d'entreprises, soutenus par la poursuite du QE. Compte tenu de ce resserrement des <i>spreads</i> et de l'incertitude élevée (sociale, économique et de marché), la sélectivité est de plus en plus importante. Toutefois, les valorisations attractives offrent des perspectives de rendement intéressantes au cours des 1 à 2 prochaines années.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		La décision de la Fed d'élargir de manière inattendue la portée de ses programmes d'achat de titres d'entreprises début avril pour inclure les « anges déchus » liés à la crise ainsi que les ETF HY a soutenu l'activité et le resserrement des <i>spreads</i> . Malgré tout, nous restons très prudents et nous concentrons sur la qualité, car toute reprise économique risque d'être lente.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents et attendons de voir comment le récent accord entre la France et l'Allemagne incitant à la création d'un fonds de relance est reçu par les autres Etats membres de l'UE. Nous restons légèrement constructifs sur les obligations périphériques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Les obligations IG en euro devraient bénéficier de l'environnement actuel de normalisation et du soutien important de la BCE en matière de liquidité. Nous restons positifs sur l'EUR IG notamment sur le secteur des subordonnées financières,
	Euro Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous restons sélectifs dans les secteurs industriels comme l'automobile, ainsi que dans la pharmacie et les médias. Dans l'ensemble, nous pensons que la liquidité se stabilise, mais reste tendue dans l'environnement de marché actuel.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Émergents Dette en devise forte	=/+		Le Covid-19 et la dynamique du pétrole façonnent l'environnement économique des pays émergents et, en général, nous avons fait preuve de prudence. Nous restons positifs à l'égard de la dette en devise forte, car nous sommes optimistes à l'égard de certains émetteurs à haut rendement et pensons également que certaines offres sur le marché primaire IG sont attrayantes.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous apprécions les taux locaux et pensons que la sélectivité est importante dans des pays comme le Mexique et l'Afrique du Sud. La Russie continue d'offrir des valorisations attractives. Notons que nous restons prudents à l'égard des taux de change.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques ne sont pas soutenues par le contexte économique, en raison du confinement mondial, et le pétrole subit le même sort. Alors que les prix du pétrole vont bénéficier d'un rétablissement des activités économiques, les marchés intègrent toujours une énorme suroffre structurelle et un scénario d'absence de reprise. L'or reste le grand gagnant dans ce cadre, car il bénéficie simultanément de l'incertitude économique, de l'augmentation des déficits publics et des programmes d'achat de QE des banques centrales.
	Devises			Alors que les interventions des banques centrales et des gouvernements ont permis de contenir le risque de crédit et d'assouplir les conditions financières, le dollar a bien résisté, la dépréciation n'étant visible que par rapport à quelques devises. En outre, si l'on considère les fondamentaux, l'indice US Dollar (DXY) se négocie avec une prime par rapport à sa juste valeur. Toutefois, les valorisations ne fonctionnent pas correctement en période d'incertitude et en capitalisant sur les anticipations de croissance. L'euro a été un peu moins performant car la croissance de la zone euro s'effondre (plus que les États-Unis) et le résultat de la décision de justice allemande a eu un impact. Mais un accord franco-allemand sur un fonds de relance pourrait être positif. Notre objectif à 12 mois pour l'EUR/USD est de 1,14.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 28 avril 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 pour objet de constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un Compartiment ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement données à titre d'illustration et à des fins éducatives et sont susceptibles de changer. Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'Amundi.

IG = obligations d'entreprises investment grade, HY = obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes HC/LC = obligations émergentes en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif. IG = Investment grade corporate bonds. HY = High Yield Corporate. EM Bonds HC / LC = EM bonds hard currency / local currency. WTI= West Texas Intermediate. QE=quantitative easing.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

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

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

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

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, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratège, Marchés Émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

UPADHYAYA Paresch, Responsable Stratégie FX, US, Gérant Amundi Pioneer

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

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