



**Pascal
BLANQUÉ**
CIO Groupe



**Vincent
MORTIER**
CIO Adjoint Groupe

Des marchés à la croisée des chemins, des opportunités dans les divergences

Depuis leur retour de vacances, les investisseurs sont confrontés à **une hausse de la volatilité sur les marchés actions et aux premiers signes d'une baisse de l'extrême complaisance des marchés au cours des derniers mois**. Après le pic estival, les grandes valeurs technologiques ont connu un recul et certaines tensions sont apparues sur le segment High Yield (HY) américain, les marchés Investment Grade (IG) étant restés plus ou moins stables au cours du mois écoulé. Le calme relatif sur le crédit et les bons du Trésor américain rassure sur le fait que le réajustement est principalement dû au repositionnement des investisseurs, et n'est pas lié à des tensions sur les marchés financiers.

Pour la stratégie d'investissement, cela signifie que les investisseurs doivent suivre l'évolution de certaines divergences clés que la phase de reprise post-Covid-19 a mis en évidence, afin de tirer partie des opportunités actuelles et d'être attentifs à d'éventuelles rotations à venir.

- 1. La première et la plus importante d'entre elles est la déconnexion des marchés par rapport à la réalité économique** en raison de la politique de soutien extrême, qui a principalement généré des flux vers le secteur technologique et la recherche de duration, d'autant plus excessifs à mesure que l'été s'écoulait. Les banques centrales devraient rester accommodantes mais les marchés demanderont des assouplissements supplémentaires, ce qui n'arrivera que si les conditions se détériorent sensiblement. Une certaine volatilité est donc à prévoir cet automne, lorsque l'orientation de l'économie et surtout la pandémie seront réévaluées. **Les investisseurs devraient donc maintenir une position prudente (la normalisation de l'économie n'arrivera pas de si tôt), sans pour autant renoncer au risque.** En l'absence d'un catalyseur clair, il sera difficile d'assister à une nouvelle hausse des actifs risqués. Cela signifie que les investisseurs doivent privilégier la liquidité et la qualité, explorer les opportunités de valeur relative et rester attentifs aux bulles. En termes de duration, les investisseurs devraient être neutres.
- 2. La deuxième divergence que nous observons concerne le crédit.** Après une première vague de ventes indiscriminées au début de la crise, le rebond qui a suivi a déclenché une dichotomie entre les entreprises de qualité qui seront en mesure de faire face à la crise et celles les plus en difficulté. Les craintes déflationnistes s'éloignant et les banques centrales restant très accommodantes, les rendements devraient rester sous pression. La recherche de rendement va donc se poursuivre, mais à ce stade du cycle, avec une possible hausse des défauts, nous réitérons l'importance d'être très sélectif et de ne pas transiger sur la qualité et la liquidité. En effet, si les facteurs techniques restent solides en raison du soutien des Banques centrales, les fondamentaux restent faibles. Des opportunités existent dans les obligations IG, les crédits titrisés et les dettes hybrides/subordonnées. Sur le HY, les investisseurs devraient être prudents sur les noms et secteurs à risque plus élevé (consommation, cycliques, financières).
- 3. Une divergence entre la Chine (et certains pays asiatiques) par rapport au reste du monde.** Avec une incertitude toujours forte sur l'évolution du cycle en Europe et aux Etats-Unis, la Chine apparaît comme le moteur de la croissance. La vigueur récente des statistiques économiques chinoises souligne une reprise qui se poursuit, relayée par certains pays asiatiques (Corée, Taiwan). La vigueur de la Chine est à l'origine de l'appétit pour certaines obligations et actions émergentes, ainsi que pour les devises émergentes. Cette tendance s'est traduite par un raffermissement du yuan et par la surperformance des actions européennes qui affichent une forte exposition commerciale vers la Chine par rapport au reste des actions européennes. La nouvelle prépondérance des actifs chinois, ou des actifs exposés à la croissance chinoise, va probablement perdurer. La faiblesse relative du dollar soutient également certaines devises émergentes, ce qui rend l'exposition aux obligations émergentes en devises locales plus attrayante ; une certaine revalorisation a commencé.
- 4. L'ESG va continuer à prendre de l'importance, en particulier le facteur « S ».** Les gouvernements devront faire face à la montée des inégalités et aux normes sociales divergentes dans la mesure où la baisse des recettes fiscales et le financement de périodes d'inactivité exacerbent les effets d'un lent rebond économique. Dans l'ensemble, la tendance croissante à l'adoption de normes 'vertes', ainsi que de meilleures pratiques dans l'espace social, devraient profiter aux entreprises capables d'améliorer leur profil dans ce domaine, et les investisseurs devraient les récompenser.

En conclusion, les marchés anticipent un environnement durablement déflationniste et de taux bas, ainsi que la capacité des politiques monétaire et budgétaire de continuer à alimenter le « multiplicateur financier », ce qui entretient la dynamique positive des politiques de soutien. **Ce soutien génère une certaine dispersion des rendements qui offre des opportunités de valeur relative, que les investisseurs devraient jouer tant que le policy mix maintient les marchés dans un calme relatif.** Il faut toutefois s'attendre à ce que des rotations plus importantes proviennent d'une croissance plus forte que prévu, d'anticipations inflationnistes plus élevées ou d'une moindre dynamique des politiques de soutien (dérivée seconde), ce qui requiert une vigilance, en particulier dans les compartiments où les marchés sont extrêmement complaisants (univers des grandes valeurs technologiques à forte croissance).

Sentiment général à l'égard du risque



Une approche globalement prudente ; explorer les dispersions et les divergences de marché pour bénéficier des opportunités de valeur relative

Variation par rapport au mois précédent

- Neutre sur les actions européennes mais maintien de la protection du portefeuille
- Faiblesse de la livre sterling dans un contexte de risque de no-deal Brexit

Le sentiment général à l'égard du risque est une vision qualitative de l'évaluation globale du risque réalisée par le comité d'investissement mondial le plus récent.

MACRO & STRATÉGIE



Monica DEFEND
Responsable Recherche Groupe



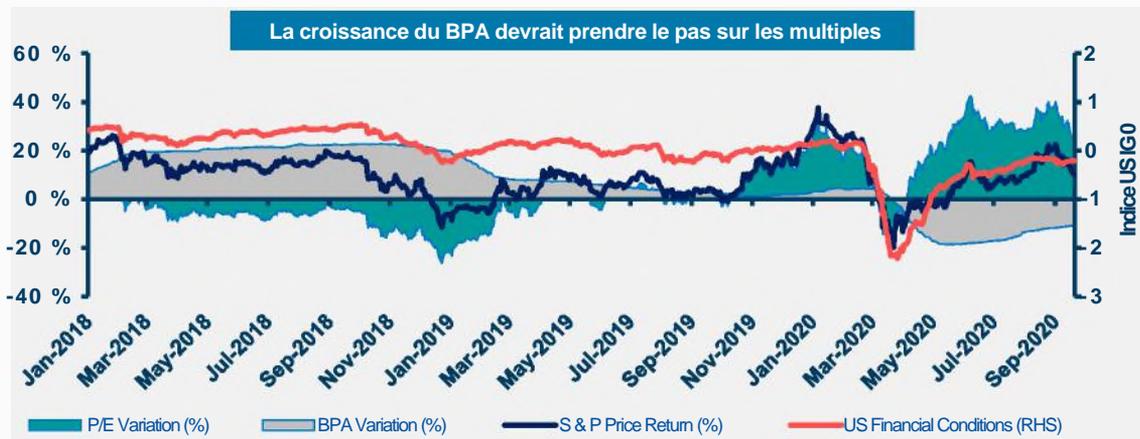
Federico CESARINI
Stratège Cross-Asset

La rotation du crédit vers les actions est en cours

Une transition vers un nouveau régime financier est en train de s'opérer, des perturbations peuvent se produire mais des politiques de stimulation seront mises en place afin d'atténuer les rechutes. Alors que le point bas est derrière nous, **les économies ne semblent pas se remettre en route suffisamment vite pour assurer une reprise rapide**. D'autre part, **les bénéficiaires s'avéreront plus résilients et rapides à se redresser**, tandis que le tableau est plus diffus au sein du crédit. **Le temps est venu d'envisager une rotation du crédit (en commençant par les HY faiblement notés) vers les actions ('value', qualité), tout en conservant son équilibre de budget de risque**. Après avoir réagi rapidement au choc économique de la Covid-19, les banques centrales (BC) ont confirmé leur rôle de prêteurs de dernier recours et ont étendu les mesures pour inclure le secteur privé non financier parmi les principaux bénéficiaires. Les outils conventionnels et non conventionnels ont suffi à restaurer la confiance dans les marchés et à compenser l'une des plus fortes contractions de l'activité économique. Avec une demande artificiellement élevée pour les produits de spread, les conditions financières se sont assouplies et se sont traduites par une hausse des multiples, ce qui, à son tour, a entraîné un rebond des actions. Six mois après l'intervention, les accélérateurs politiques ont déjà renforcé la confiance des entreprises et façonné les caractéristiques standard d'un scénario de reprise pour 2021. **Alors que les actions et le crédit devraient bien se comporter dans ce scénario, les investisseurs vont commencer à se demander si la préférence relative « crédit vs. actions » reste valable**. Auparavant, avec le soutien direct de la BC, les obligations d'entreprises étaient perçues comme plus sûres que les actions et les flux vers cette classe d'actifs ont bondi depuis mars 2020. Mais la reprise économique est en bonne voie et le deuxième trimestre devrait avoir marqué le point bas des bénéficiaires, suggérant que la dynamique du PER ne devrait pas être le seul moteur des actions à l'avenir. Compte tenu des anticipations d'une croissance à deux chiffres des bénéficiaires et du potentiel limité d'un nouvel assouplissement des conditions financières, nous pensons que les arguments en faveur de la croissance des bénéficiaires,

prenant le pas sur les multiples (voir graphique) et, soutenant les actions par rapport au crédit, restent valides. À l'heure actuelle, les spreads sont tendus partout et pas loin des niveaux d'avant pandémie, même dans le segment HY, en dépit des inquiétudes liées aux défauts de paiement. Une anomalie évidente de cette situation exceptionnelle se reflète dans le fait que la quête de rendement des investisseurs a compensé la faiblesse des fondamentaux. Aujourd'hui, compte tenu de la baisse du crédit par rapport aux niveaux actuels et de l'approche de la reprise, **nous identifions des profils asymétriques pour les deux classes d'actifs : le crédit offrira une meilleure protection à la baisse (que les actions), mais les actions offriront des gains plus élevés en cas de hausse potentielle**. En dépit de la lenteur de la reprise, qui s'étend jusqu'aux premiers stades de l'année 2022, nous identifions des opportunités de rotation progressive vers les actions, car nous ne voyons qu'un portage limité sur les obligations d'entreprises. **En revanche, les actions sont attractives du point de vue des revenus**. Les primes de risque restent bien soutenues et le pourcentage d'actions dont le dividende est supérieur à celui des obligations d'entreprises a bondi depuis l'intervention des BC. De plus, les anticipations d'inflation rebondissent et pourraient s'avérer une source de volatilité pour les investisseurs en obligations. Dans la mesure où l'engagement en faveur de taux plus bas plus longtemps semble fort, nous voyons des risques limités pour le moment. Le cas échéant, des pics précoces des taux nominaux favoriseraient les actions par rapport au crédit, car les actions restent parmi les meilleures couvertures « basées sur la croissance » contre la hausse des chiffres d'inflation. Compte tenu de la participation limitée des investisseurs institutionnels internationaux dans le rallye de mars à août - à l'exception des investisseurs privés américains et des volumes d'options - **un repositionnement sur les actions est probable en 2021**. Le positionnement actuel reste inférieur aux standards historiques, les investisseurs ayant préféré que le crédit joue le premier volet du rebond. Nous pensons que quelque chose est en train de changer dans ce paysage et nous nous attendons à ce que de nouvelles confirmations sur le chemin de la reprise déclenchent une rotation progressive vers les actions au cours des prochains mois.

“ *Les investisseurs devraient envisager une rotation du crédit vers les actions, sans modifier le budget de risque, compte tenu des anticipations d'une croissance des bénéficiaires à deux chiffres et du potentiel limité d'un nouvel assouplissement des conditions financières.* ”



Source : Amundi Research, FactSet, données au 21 septembre 2020. Données pour le S&P 500. Ratio cours/bénéfice prévisionnel à 12 mois (ratio cours/valeur comptable) : Variation en GA du BPA prévisionnel à 12 mois (bénéfice par action) : Évolution en GA du cours/valeur comptable en GA. Les conditions financières américaines sont un indice créé par Amundi - Un chiffre positif signifie un assouplissement des conditions, tandis qu'un chiffre négatif signifie un durcissement des conditions.

Dy = rendement des dividendes, ERP = prime de risque des actions. CB BC = Banques centrales, FI = Obligations.

Maintenir la protection du portefeuille, consolider la performance

Selon nous, la performance économique devrait progresser lentement et progressivement, alimentée par le soutien durable des Banques centrales, confirmé par le récent changement d'orientation de la Fed vers un régime de ciblage d'inflation moyenne (plus flexible). Nous pensons que cet environnement de taux « plus bas plus longtemps » et l'amélioration du contexte économique appellent à une certaine rotation du risque tout en conservant un positionnement équilibré, défensif et diversifié. **Les investisseurs devraient rester neutres sur les actifs risqués (légèrement prudents sur les actions, positifs sur le crédit de qualité) mais rester vigilants afin d'identifier les opportunités, prendre leurs bénéfices là où le potentiel de hausse semble limité et maintenir des couvertures appropriées.**

Des idées de forte conviction

En ce qui concerne les actions des pays développés, nous avons relevé à neutre notre position sur l'Europe. Cela peut se faire en apportant quelques changements à la stratégie de produits dérivés plutôt qu'en augmentant les positions fermes afin de conserver une position globalement prudente. Les primes de risque des actions sont élevées, même si les valorisations absolues sont élevées. Nous pensons que les anticipations d'une reprise et un lien plus fort entre les politiques budgétaire et monétaire ont légèrement amélioré les arguments en faveur des actions des pays développés (et des actions de l'UE en particulier), mais en raison des incertitudes sur l'évolution du virus et de la reprise économique, nous préférons rester prudents. En outre, des risques significatifs demeurent liés à l'incertitude entourant les élections américaines, ce qui conforte notre opinion légèrement prudente à l'égard des États-Unis. Dans les pays émergents, nous préférons l'Asie (Chine et Indonésie), car la région peut continuer à tirer le rebond des marchés émergents à la lumière d'une reprise plus prononcée et d'une hausse des bénéfices attendus à court terme. En termes de durée, nous restons neutres à long terme sur fond d'anticipations persistantes de taux d'intérêt faibles. **Nous sommes désormais prudents sur les bons du Trésor américain à 5 ans contre Bunds Allemands à 5 ans, et pensons que les investisseurs devraient prendre leurs gains,** car les marchés rechignent à intégrer des taux négatifs aux États-Unis, ce qui a conduit à l'effondrement de la volatilité des spreads. Nous sommes optimistes à l'égard de l'inflation américaine sur fond de commentaires de la Fed. Une hausse des prix devrait se poursuivre, en raison de pressions sur les coûts et de la disparition de l'effet de base négatif sur les prix de l'énergie.

Nous sommes constructifs sur la dette des pays périphériques de la zone euro en raison du soutien de la BCE, des facteurs techniques favorables et du fonds de relance de l'UE, mais nous estimons prudent de couvrir les risques liés à la reflation, à la disponibilité de vaccins et à une plus forte croissance. Dans ce contexte, nous ne sommes plus positifs sur le BTP 10 ans italien, **mais nous pensons que le BTP 5 ans pourrait offrir une meilleure protection** étant moins impacté par une pentification baissière des courbes qui se matérialiserait en Europe.

Le crédit a été la classe d'actifs utilisée par les investisseurs pour jouer le rebond des actifs risqués. Nous ne prévoyons pas de nouveau resserrement généralisé des spreads, le mouvement depuis mars ayant été déjà marqué. Par conséquent, nous restons positifs sur **le crédit de qualité à des fins de portage et de « recherche de rendement »**. Nous privilégions les obligations IG libellées en euros en raison de la combinaison de valorisations attractives, d'un solide soutien de la part des Banques centrales et d'un endettement inférieur à celui de leurs homologues américaines. **Dans les pays émergents, nous restons optimistes à l'égard de la dette en devise forte** et pensons que les spreads EMBI ne sont pas très éloignés de leur juste valeur. Si les spreads des obligations à haut rendement peuvent encore se resserrer dans les trois prochains mois, ceux des obligations IG sont déjà en ligne avec les moyennes historiques. Les taux locaux sont toujours orientés à la baisse, mais la marge de compression est plus limitée, le principal moteur étant l'exposition aux devises. En ce qui concerne les devises, nous pensons que les investisseurs devraient privilégier un panier diversifié de devises émergentes à haut rendement dans un contexte d'amélioration de la dynamique de croissance, de positionnement limité et d'afflux de capitaux dans la région. **En ce qui concerne les devises des pays développés, nous pensons désormais que la livre sterling sera sous pression, par rapport à l'euro et au dollar,** en raison de l'incertitude persistante entourant le Brexit, du projet de loi britannique sur le marché intérieur et de la reprise économique au Royaume-Uni à l'horizon de 2021.

Risques et couverture

Les marchés pourraient être affectés par les risques d'insolvabilité lors du retrait des mesures de relance, ainsi que par une nouvelle vague de défauts et de tensions géopolitiques. **Nous recommandons aux investisseurs de conserver tous les piliers de couverture** y compris, dans le crédit HY, l'or et le yen et de réajuster les stratégies optionnelles qui permettent d'économiser sur les coûts de couverture.

GESTION DIVERSIFIÉE



Matteo GERMANO
Directeur du Métier
Gestion Diversifiée

“
Nous restons globalement neutres sur les actifs risqués, avec un positionnement prudent sur les actions américaines mais convergeant vers la neutralité en Europe. Le crédit, en particulier les obligations IG en euro, reste attractif pour des raisons de portage.”

Convictions Cross Asset Amundi

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

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 = Devises, FI = Obligations, IG = Investment grade, HY = Haut rendement, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, CBs = Banques centrales, TIPS = Titre protégé contre l'inflation du Trésor, BTP = Obligations d'Etat italiennes, EMBI = Indice EM Bonds.

MARCHÉS OBLIGATAIRES



Eric BRARD
Responsable de la gestion obligataire



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des investissements US

Valeur relative et allocation sectorielle sont d'actualité

Les marchés évoluent dans un contexte de données économiques meilleures qu'anticipé, d'un soutien monétaire/budgétaire important et de conditions de liquidité et financières accommodantes. Toutefois, une énorme incertitude demeure quant à l'évolution de la pandémie et à la disponibilité d'un vaccin, ce qui pourrait changer la donne. **Nous pensons que cet environnement est propice aux opportunités de portage et de valeur relative, sans prendre de risque directionnel fort mais en privilégiant la sélection, la qualité et la liquidité.**

Obligations internationales et européennes

Nous conservons une vue générale neutre sur la durée, avec quelques distinctions. Les récents commentaires du président de la Fed sur l'inflation nous ont conduits à réévaluer notre position positive sur la durée américaine (toujours positive) et nous ont rendus plus constructifs sur les points morts d'inflation américains. Nous sommes maintenant positifs sur les JGB. En Europe, nous pensons que le moment est venu de mettre en place une stratégie « barbell » sur la courbe des taux euro - une position positive sur le 10 ans d'une part, et une vue prudente sur le 30 ans (et le 5 ans), anticipant pour l'instant un aplatissement de la courbe dans un contexte d'inflation faible dans la zone euro. De plus, nous restons positifs à l'égard des obligations périphériques par rapport à l'Allemagne (soutien de la BCE et resserrement des spreads). **Sur le front du crédit, nous restons positifs à l'égard des financières et de la dette subordonnée**, mais nous pensons que la fragmentation va s'accroître sur deux fronts : (1) les sociétés qui maintiennent des niveaux de trésorerie élevés pour faire face à toute éventualité contre celles qui utilisent leurs liquidités pour continuer d'exister ; (2) l'écart croissant entre les secteurs qui ont connu une forte baisse de leurs revenus (tourisme, énergie) et ceux qui ont connu une hausse de leurs ventes (technologie). Pour les investisseurs, cela signifie que les risques idiosyncratiques et de défaut ne sont pas correctement pris en compte et que la compression des spreads ne sera pas uniforme. Par conséquent, l'attention portée à la sélection et à la qualité est primordiale. Dans l'ensemble, nous préférons l'EUR par rapport aux US dans le HY.

Obligations américaines

Nous assistons à une reprise aux États-Unis dans un contexte de ralentissement de la hausse de l'emploi et de hausse de la consommation et du sentiment des petites entreprises. En revanche, après l'échec du Congrès à adopter un projet de loi de relance, nous pensons que la fin du soutien budgétaire pourrait mettre à mal le crédit à la consommation et freiner la croissance de l'emploi. Il semble désormais que la Fed doit réaliser seule l'essentiel de l'effort, comme le montre sa récente 'forward guidance' (inflation moyenne, plein emploi/marché du travail tendu). **Cela nous permet de rester constructifs à l'égard des TIPS mais prudents à l'égard des bons du Trésor américain** compte tenu d'un environnement de taux réels négatifs, de la détérioration des finances publiques et de l'augmentation des émissions d'emprunts d'État américains. Ces deux derniers éléments continuent de justifier notre position de pentification de la courbe des taux. **Sur le crédit d'entreprise**, nous conservons notre vue positive, mais pensons que les investisseurs devraient réduire le risque de durée et se prémunir contre toute nouvelle baisse des taux. Nous pensons également que l'exposition aux obligations à haut rendement au comptant devrait être réduite afin de faire face aux risques de défaut dans le sillage d'une reprise lente. **Les marchés du logement et de la consommation restent solides**, comme en témoignent la résistance de la consommation et le faible ratio prêts/valeur sur le marché de la dette immobilière résidentielle. Nous préférons désormais les MBS d'agences aux RMBS, compte tenu de la protection accrue des premiers, de leur liquidité et de leurs avantages en termes de rendement.

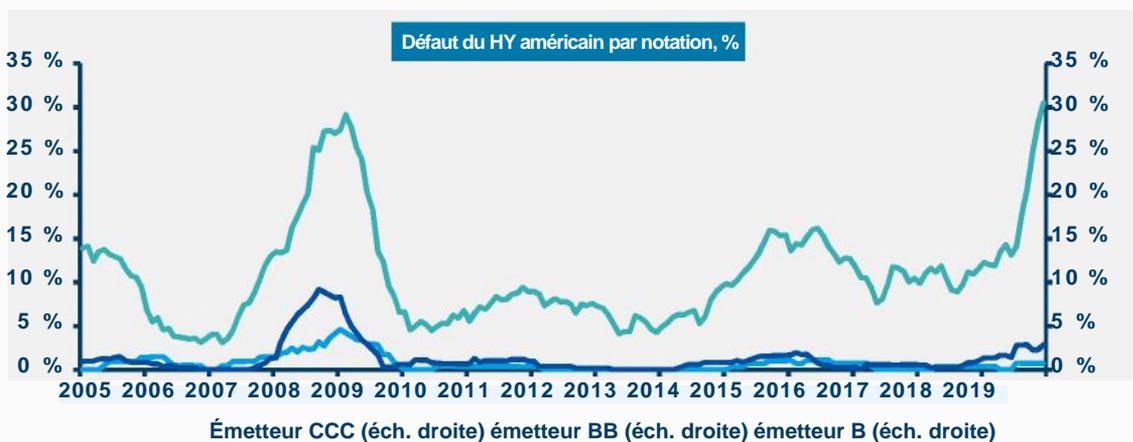
Obligations des marchés émergents

Nous préférons la dette en devise forte, en particulier dans le HY, car les spreads IG se sont déjà resserrés pour atteindre les niveaux d'avant la Covid-19 et la perspective de nouvelles émissions demeure. Les spreads des obligations HY restent élevés en historique et peuvent offrir des opportunités. Nous restons sélectivement positifs sur les taux.

Devises

Nous sommes prudents sur le dollar et la livre sterling. Dans les pays émergents, nous apprécions les opérations de valeur relative, les titres asiatiques et sommes désormais positifs sur les devises des pays d'Europe centrale et orientale.

“
Nous pensons que les défauts devraient se concentrer sur les émetteurs HY les moins bien notés aux États-Unis (CCC et moins), en particulier dans les secteurs - énergie, distribution, tourisme - les plus touchés par la crise.
”



Source : Amundi, Moody's, données au 31 août 2020.

GFI = Global Fixed Income, GEMs/EM FX = Global emerging markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment grade, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset Backed Securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, TIPS = Treasury Sécurité protégée contre l'inflation, CRE = Immobilier d'entreprise, JPY = yen japonais, CEE = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro.

Viser l'équilibre des portefeuilles, éviter les segments onéreux

Évaluation globale

La reprise immédiate de la demande observée après le confinement, couplée à une saison des résultats du deuxième trimestre meilleure que prévu, a soutenu les marchés. Désormais, le rythme de la reprise va devenir l'axe principal. **Toutefois, la reprise reste inégale et les marchés affichent une forte dispersion des valorisations. Pour les investisseurs, cette dispersion offre une opportunité de sélection de titres bottom-up. Nous préconisons une approche globale équilibrée compte tenu de l'incertitude élevée et de mettre l'accent sur la solidité du bilan.**

Actions européennes

Nous recherchons des opportunités de manière sélective, mais nous sommes prudents afin d'éviter les segments onéreux et les « pièges à valeur ». Par exemple, dans la **technologie**, nous sommes désormais moins négatifs, mais en désaccord avec le point de vue selon lequel le secteur est « anti-fragile ». Selon nous, l'importance de la valorisation est une force puissante qui pourrait rendre le secteur vulnérable, même si le calendrier est incertain. Nous conservons une vue équilibrée grâce, d'une part, à des valeurs défensives de la santé et, d'autre part, à des valeurs cycliques de qualité dans les **matériaux de construction**. Bien que nous soyons légèrement moins optimistes à l'égard de ces dernières, nous pensons que le secteur est de plus en plus reconnu comme un « gagnant en termes d'infrastructures / accord vert », avec une bonne croissance structurelle et qu'il constitue un moyen intéressant pour jouer la rotation vers les cycliques de qualité. En ce qui concerne **les financières (banques)**, l'argument haussier s'articule autour du fait que la Covid-19 va devenir un élément déclencheur d'un élan vers une plus grande numérisation, une réduction des agences/des coûts, et, à terme, d'une consolidation. Toutefois, nous restons neutres dans la mesure où nous évaluons les pertes liées à la Covid-19 et les signes d'une hausse des taux pour qu'une réévaluation significative se matérialise même si elle est peu probable. Nous restons défensifs sur **l'énergie** sur fond d'inquiétudes liées à la faiblesse des perspectives de demande à court terme et à un risque élevé à moyen terme de « décarbonisation ».

Actions américaines

Même si les primes de risque sur les actions restent favorables à l'ensemble des marchés, les valorisations relatives et la dynamique des cinq grandes valeurs technologiques vont commencer à devenir flagrantes, comme cela s'est produit depuis début septembre. **Il convient donc d'adopter une approche sectoriellement très équilibrée, en raison des fortes corrélations entre les secteurs et de la grande incertitude quant au résultat des prochaines élections présidentielles.** De plus, nous pensons que le moment est venu de procéder à une rotation plus durable en faveur des actions « value » de haute qualité et de « croissance à un prix raisonnable », dotées de bilans solides et présentant des avantages à long terme et un potentiel de rendement élevé. D'un autre côté, nous sommes prudents à l'égard des valeurs fortement sous-évaluées et des zones à forte croissance, en particulier les cinq méga-capitalisations et les valeurs à forte dynamique en raison du principe de diversification et de leurs valorisations élevées.

Au sein des cycliques, nous préférons les industrielles aux financières et à l'énergie, car les titres de qualité sont faciles à trouver parmi les industrielles et ne sont pas soumis aux défis de « taux plus bas plus longtemps ». Parmi les défensives, nous privilégions les biens de consommation non durable et les services aux collectivités - valorisations attractives - par rapport à l'immobilier car ce dernier pourrait être affecté par une reprise économique faible.

Actions des marchés émergents

Dans l'univers hétérogène des marchés émergents, nous pensons que **certaines pays asiatiques (Chine, Corée du Sud) ont mieux géré la pandémie** (premier entré, premier sorti). Nous évaluons également comment l'amélioration des perspectives des matières premières pourrait affecter les perspectives pour l'Amérique latine. Au niveau sectoriel, nous identifions des opportunités sélectives parmi les valeurs « value » et cycliques au sein des secteurs de l'industrie, de la consommation cyclique et des matériaux, et étudions les valeurs Internet et technologiques. Toutefois, des risques tels que la rivalité entre les Etats-Unis et la Chine et la politique étrangère plus affirmée de cette dernière doivent être surveillés.

ACTIONS

“ **Si la crise a touché toutes les entreprises, la préparation a fait toute la différence. Celles dont les bilans sont solides ont surperformé et seront mieux à même de gérer cette reprise lente.** ”



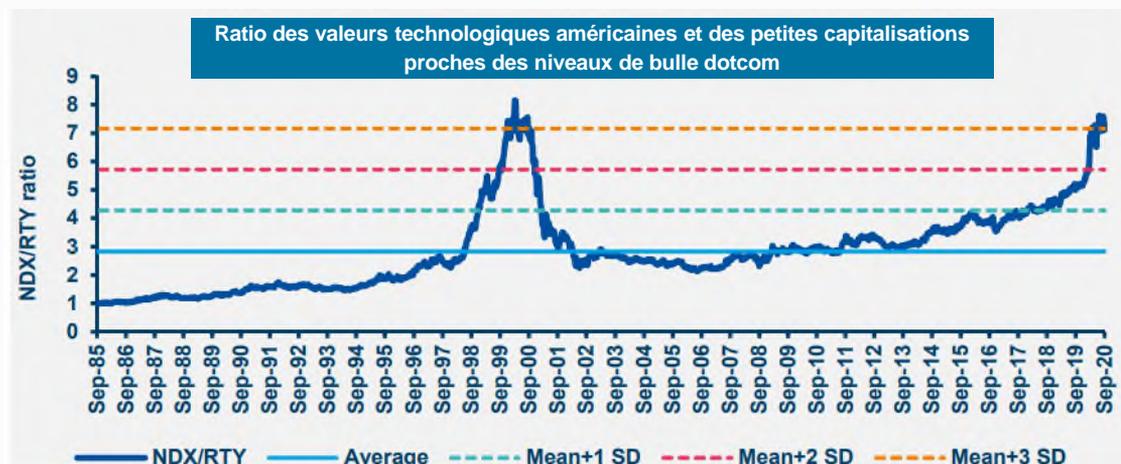
Kasper ELMGREEN
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des investissements US



5 Source : Amundi, Bloomberg. Données hebdomadaires au 18 septembre 2020. NDX = Nasdaq 100, RTY = Russell 2000.

Vues d'Amundi sur les classes d'actifs

Classe d'actifs	Vue	Variation	
		1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=	Les primes de risque des actions américaines par rapport aux obligations continuent de soutenir les cours des actions, même si la divergence des valorisations dans certaines poches des marchés, comme entre les grandes 5 méga-caps et le reste des marchés, est extrême. Cela appelle un positionnement équilibré entre les secteurs car la récente correction a rappelé aux investisseurs les risques liés aux élections américaines et les risques toujours présents d'une résurgence du virus. Les investisseurs pourraient se concentrer sur la rotation du leadership vers les valeurs cycliques et de grande qualité. Les données économiques se sont améliorées mais la deuxième vague de virus en France, en Espagne, au Royaume-Uni et dans d'autres pays a accru les risques car les gouvernements équilibrent la nécessité d'imposer des confinements stricts avec une relance de la consommation. Toutefois, les résultats du deuxième trimestre ont été meilleurs que prévu et nous pensons que la dispersion des valorisations reste élevée. Dans ce contexte, les investisseurs devraient être actifs, se concentrer sur les entreprises résilientes et rester prudents dans l'ensemble.
	Europe	=	De meilleures perspectives de croissance mondiale devraient favoriser les marchés cycliques et orientés vers l'exportation comme le Japon. Même si le nouveau premier ministre devrait continuer à bénéficier du soutien économique apporté par la précédente administration, les investisseurs devraient rester vigilants.
	Japon	=	Les marchés émergents tels que la Chine et la Corée ont été mieux à même de gérer la crise, ce qui se reflète dans les statistiques économiques en provenance d'Asie émergente, (premier entré, premier sorti). Toutefois, les risques géopolitiques liés à la politique étrangère plus affirmée de la Chine doivent être surveillés. Au niveau sectoriel, nous étudions de manière sélective les titres des secteurs de l'industrie, de la consommation cyclique et des matériaux, et nous concentrons sur les titres moins bien valorisés dans la technologie.
	Marchés émergents	=	
PLATEFORME OBLIGATAIRE	US Govies	=/+	Sur les marchés obligataires internationaux, nous restons optimistes à l'égard de la durée américaine, même si nous pensons qu'elle doit faire l'objet d'un suivi attentif à la lumière des récents commentaires de la Fed sur l'inflation. Sur les obligations américaines, nous préférons les TIPS aux UST.
	US Obligations d'entreprises IG	=/+	Les marchés IG devraient rester soutenus par les banques centrales, mais les investisseurs ne devraient pas transiger sur la sélectivité sectorielle et des noms. Les investisseurs devraient également chercher à réduire un peu le risque de durée et à maintenir des coussins de liquidité appropriés.
	US Obligations d'entreprises HY	-/=	Nous sommes prudents/neutres sur le HY car nous pensons que les marchés resteront soutenus par les actions des BC, mais les investisseurs devraient être attentifs aux défauts notamment dans des secteurs comme le tourisme, l'énergie qui sont les plus exposés à la crise. En outre, la lenteur de la reprise pourrait entraîner des difficultés pour les entreprises en difficulté dans un contexte de faible activité. Les arguments en faveur de la sélectivité restent élevés.
	Europe Govies	-/=	Nous identifions des opportunités dans cet univers d'aplatissement de la courbe dans un contexte de faible inflation dans la zone euro. Sur la dette périphérique, nous restons positifs compte tenu du soutien continu de la BCE et de la réduction des risques de fragmentation avec le reste des marchés européens.
	Euro Obligations d'entreprises IG	++	Nous restons constructifs à l'égard des obligations IG en euro, car le soutien continu de la BCE et la baisse de l'endettement par rapport à leurs homologues américaines sont favorables à la classe d'actifs. Les financières et la dette subordonnée restent notre priorité, mais la sélection est également importante.
	Euro Obligations d'entreprises HY	=	Au sein du HY, nous préférons le segment BB car nous pensons que les investisseurs ne devraient pas aller trop bas dans le spectre de qualité de crédit pour ce surcroît de rendement. Il pourrait y avoir une fragmentation croissante entre les entreprises disposant d'un volant de liquidités suffisant et celles qui peinent à répondre aux besoins quotidiens en raison du manque d'activité. Par conséquent, la sélectivité est cruciale.
	Marchés émergents Dette DF	=/+	Nous maintenons notre préférence pour la dette en devise forte, en particulier sur le HY car les spreads IG se sont déjà resserrés à des niveaux préétablis, et la perspective d'une nouvelle offre subsiste. Toutefois, les risques de défaut souverain doivent être surveillés.
	Marchés émergents Dette DL	=	Dans l'ensemble, nous restons prudents à l'égard des taux des marchés émergents. En ce qui concerne les devises, nous identifions certaines opportunités parmi les devises qui, selon nous, ont sous-performé et où un rattrapage est possible.
AUTRES	Matières premières		Les matières premières devraient bénéficier des anticipations de reprise économique et de disponibilité d'un vaccin. À l'avenir, la demande de pétrole pourrait se redresser par rapport aux niveaux actuellement faibles, mais le prix du WTI devrait se maintenir entre 40 \$ et 50 \$ le baril au cours des prochains mois. Dans les métaux précieux, la récente correction de l'or et de l'argent est due aux inquiétudes liées au niveau élevé des taux réels, aux inquiétudes liées au « risk on » et à une pause dans les achats d'actifs par la Fed. Élément important, les politiques des banques centrales ont fait grimper les cours de l'or et, tant que cette attitude accommodante est maintenue, toute correction douloureuse est peu probable. Toutefois, si les BC changent de position de manière inattendue, l'or pourrait être vulnérable à une grave dégradation de sa notation, étant donné que sa juste valeur, basée sur des indicateurs traditionnels (taux et devises), est bien inférieure à celle des niveaux actuels.
	Devises		Le soutien structurel et cyclique au dollar s'estompe, ce qui suggère que le billet vert peut continuer à baisser en 2021. Contrairement au passé où le dollar ne cessait de s'écarter de sa juste valeur, il a désormais perdu deux des principaux supports cycliques : l'avantage de taux et la prime de croissance américaine se sont effondrés au S1 2020. Toutefois, nous pensons qu'il existe encore des risques à court terme qui empêcheront un mouvement linéaire. En effet, la corrélation avec les actifs risqués reste élevée et certaines devises (GBP, EUR surtout) restent attachées au risque de déception sur les anticipations de croissance.

--- = +++ ▼ Baisse vs mois précédent ▲ Hausse vs mois précédent

Négatif Neutral Positif

Source : Amundi, au 30 septembre 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

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIIU) est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à des informations provenant de sources multiples, nous visons à devenir le partenaire de choix pour la fourniture régulière, claire, opportune, engageante et pertinente d'informations susceptibles d'aider nos clients à prendre des décisions d'investissement éclairées.

Visitez-nous sur : [Twitter](#) [LinkedIn](#) [Facebook](#) [Instagram](#) [YouTube](#)

Covid-19 | ECB | Emerging markets | Asset allocation | ESG | Fed | USA

Hot Topic

H2 2020 Investment Outlook
Investing during a de-freezing cycle

Investing in the first in, first out theme: opportunities in Asia

Overview: The Asia region was the first part of the world to be hit by the Covid-19 outbreak, but it has also been the first region to navigate a way out of it, thanks to its good management of the pandemic and supported by fiscal and monetary...

READ MORE

Découvrez plus d'informations sur les investissements d'Amundi sur www.amundi.com

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

Francesca PANELLI
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.
- **Portage** : il s'agit d'un retour de la détention d'une obligation jusqu'à son échéance en gagnant du rendement par rapport à la détention de liquidités.
- **Corrélation** : degré d'association entre deux ou plusieurs variables ; dans la finance, c'est le degré d'évolution des prix des actifs ou des classes d'actifs les uns par rapport aux autres. La corrélation est exprimée par un coefficient de corrélation qui va de -1 (toujours en sens inverse) à 0 (absolument indépendant) à 1 (toujours évoluer dans le même sens).
- **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.
- **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.
- **Prime de risque des actions** : fait référence à un rendement excédentaire qu'un investissement en Bourse procure par rapport à un titre sans risque tel que les bons du Trésor américain.
- **ABS ésoériques** : sous-ensemble du marché des ABS, l'ésoérique, sont titrisés 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** : marchés de change font référence aux marchés des changes, où les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **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.
- **Solvabilité** : capacité d'une entreprise à faire face à ses dettes à long terme et à ses obligations financières.
- **Obligation souveraine** : obligation souveraine est un titre de créance émis par un gouvernement national.
- **TIPS** : 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** : 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.msclbarra.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 saurait être tenu pour responsable 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 30 septembre 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.

Date de première utilisation : 30 septembre 2020.