

CIO VIEWS

Une frontière bien mince entre confiance et euphorie



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Le mois d'avril a débuté sur une note positive pour les marchés financiers, après un premier trimestre exceptionnel marqué par les fortunes divergentes des actions et des obligations mondiales. **À l'avenir, les progrès de la reprise seront probablement le principal moteur du marché, ce qui creusera les divergences.** L'an dernier, le thème du « premier entré, premier sorti » a profité à la Chine, qui se trouve à présent clairement sur la voie de la croissance et continuera de jouer le rôle de moteur de la croissance mondiale à moyen terme. Dans les trimestres à venir, il faudra veiller à éviter les bulles spéculatives. L'objectif est d'assurer une croissance stable des prêts, en ciblant certains secteurs donnés, tels que les technologies innovantes et l'industrie manufacturière, afin de continuer à accompagner la reprise économique en évitant toute surchauffe.

Tandis que les marchés digèrent la prochaine phase de la stratégie de croissance de la Chine, **le relais de la reprise a été transmis aux États-Unis, où la croissance du PIB semble en passe d'atteindre des niveaux jamais vus depuis les années 1980.**

Toutefois, l'expansion extraordinaire des États-Unis sera également une source supplémentaire de divergences. La hausse des rendements des bons du Trésor et le renforcement du dollar pèseront sur les perspectives de croissance des pays émergents les plus vulnérables, qui risquent de se voir (encore plus) distancés au lendemain de la crise. Certaines situations idiosyncrasiques refont également surface (en Turquie, Argentine et, dans une moindre mesure, en Russie, en raison des sanctions, et au Brésil).

La Chine se trouvant en phase de « contrôle » et les États-Unis étant déjà bien avancés au regard des anticipations du marché, la prochaine zone qui pourrait bénéficier d'une intensification du sentiment haussier est l'Europe. D'un point de vue macroéconomique, l'Europe restera à la traîne des deux moteurs de la croissance mondiale et mettra des années pour renouer avec ses niveaux de PIB d'avant-crise. Du point de vue du marché, les actions européennes devraient bénéficier de la forte croissance mondiale. En outre, la réaccélération des campagnes de vaccination et les prévisions optimistes en matière de bénéfices pourraient à présent déclencher une hausse supplémentaire.

Pour ce qui est des thèmes d'investissement, **voici nos principales convictions :**

- 1. Maintenir l'appétit pour le risque au niveau de l'allocation des actifs. Ne pas accentuer le niveau de risque, mais privilégier la rotation pour exploiter les nouvelles vagues de reprises.** Dans ce contexte de reprise cyclique et en raison de l'attitude toujours accommodante des banques centrales des pays développés, les actifs risqués continuent d'être privilégiés. Ceci est de bon augure pour les actions, et notamment pour les actions les plus cycliques et les régions (comme l'Europe) où le redémarrage des économies entraînera une accélération supplémentaire qui n'a pas encore été prise en compte dans les cours. Les marchés américains peuvent encore enregistrer de bonnes performances, mais il est primordial d'éviter les segments en hypercroissance et de ne pas se laisser piéger par l'euphorie excessive qui s'installe. Il convient de surveiller de près le risque de hausse de l'impôt sur les sociétés qui pourrait avoir un impact sur la rentabilité de certains secteurs et entreprises.
- 2. Côté obligations, la valeur relative est reine. Il convient de faire preuve de prudence en matière de durée et de surpondérer le crédit.** Le principal mouvement du premier trimestre a été la correction des obligations américaines. Dans les semaines à venir, le climat pourrait devenir moins difficile, car la réévaluation des rendements a en partie déjà eu lieu. Pour autant, la dynamique positive du contexte économique continue de plaider en faveur d'une position prudente sur la durée et d'une approche positive sur le crédit, notamment sur le *high yield* (HY), qui a continué à bénéficier de

Sentiment de risque global



Budget de risque au même niveau. Préférence pour les actions cycliques et *value* et, côté obligataire, pour le crédit (HY).

Gestion flexible de la durée sur fond de pressions sur les taux.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Renforcement des actions européennes aux dépens des actions émergentes.
- ▶ Conviction plus élevée sur l'appréciation du dollar et prudence face à la faiblesse des devises et des obligations émergentes.

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

CIO VIEWS

l'amélioration des fondamentaux. Les prévisions de croissance et d'inflation divergentes pour les États-Unis et l'Europe se traduisent par des ajustements de taux à des rythmes différents, ce qui crée des opportunités de valeur relative pour les investisseurs actifs. Les obligations émergentes constituent toujours un segment porteur dans la quête de rendements plus élevés, mais la sélectivité devient de plus en plus importante à mesure que les divergences s'intensifient.

3. Concernant les actions, il convient de continuer à jouer la rotation vers les titres *value* et les cycliques. Cette tendance à la rotation vers les actions va se poursuivre. La saison de publication des résultats de l'été sera l'occasion de vérifier la trajectoire de la reprise, mais d'ici là, les campagnes de vaccination et le redémarrage économique seront les principaux catalyseurs de la poursuite du mouvement haussier actuel. Concernant les actions émergentes, l'Asie reste la région privilégiée pour jouer la cyclicité.

De manière générale, le climat d'investissement reste favorable, toutefois le consensus autour des perspectives de reprise pourrait lui-même constituer un risque. La confiance est élevée et l'euphorie se limite à certains segments de marché (cryptomonnaies, introductions en Bourse, SPAC). Cette situation pourrait perdurer un certain temps grâce à l'abondance de liquidités dans le système. Aucun catalyseur de changement de direction à court terme n'est en vue. Une dégradation de la situation épidémique pourrait constituer un tel catalyseur, mais cette hypothèse semble très improbable compte tenu de l'accélération des campagnes de vaccination dans le monde. Un autre catalyseur pourrait prendre la forme d'une surprise en matière d'inflation, les banques centrales étant en retard sur la courbe. Ce risque est à prendre au sérieux par les investisseurs, notamment lorsque la confiance s'érodera et que l'essentiel du potentiel d'accélération sera derrière nous.

MACRO

Perspectives de défaut du HY asiatique :
rester sélectif

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Debora DELBO,
Macrostratège Senior,
Marchés émergents



Claire HUANG
Macrostratège Senior,
Marchés émergents

Bien que le pic des défauts du HY asiatique soit attendu plus bas que lors des crises précédentes, la sélectivité et la recherche restent de mise

Le taux de défaut des obligations à haut rendement d'Asie émergente a augmenté pour atteindre 3,7 % au premier trimestre, contre moins de 2 % il y a un an, mais, contrairement aux prévisions baissières pour les États-Unis et l'Europe, nous pensons, en raison de plusieurs facteurs de marché, que ce taux de défaut asiatique va se stabiliser autour de ses niveaux actuels durant les six prochains mois.

D'un point de vue positif, nous pensons que l'Asie va continuer à se remettre de la pandémie en 2021. Malgré la lenteur des campagnes de vaccination en Asie par rapport aux États-Unis et à l'Europe, les exportations asiatiques ont fortement rebondi dans toute la région, soutenant les perspectives de bénéfices. Les conditions financières mondiales restent favorables et les principales banques centrales devraient maintenir le *statu quo* tout au long de l'année. En outre certaines variables du marché semblent favorables au haut rendement à court terme : **le taux des swaps sur défaut de crédit (CDS) de la région est stable (le plus bas des pays émergents), la volatilité des marchés actions reste faible et la dynamique des matières premières se redresse.**

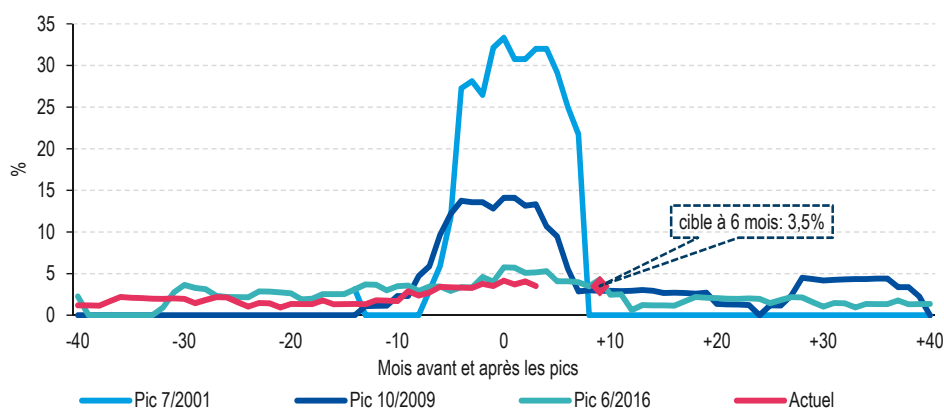
En revanche, nous observons plusieurs facteurs qui assombrissent les perspectives de crédit. Tout d'abord, l'endettement net des émetteurs à haut rendement asiatiques est relativement élevé, compte tenu de la part importante des promoteurs immobiliers chinois

sur ce segment, qui a été le principal moteur des émissions en 2020 et représente la plus grande partie des échéances jusqu'en 2025 (>50 %). De plus, la note de crédit moyenne des pays d'Asie est la plus mauvaise des marchés émergents, et les *spreads* risquent de s'élargir à partir de niveaux déjà élevés. Enfin, les pressions sur les refinancements à court terme dans la région sont également les plus élevées des pays émergents.

La réduction du soutien politique en Chine ne facilite pas non plus les choses et ajoute une pression supplémentaire sur les obligations d'entreprises. À mesure que la reprise économique se poursuit à un rythme soutenu, l'attention des pouvoirs publics s'est déplacée vers la gestion du risque lié à la dette. La politique monétaire a ainsi commencé à se normaliser à partir de mai 2020 et, l'objectif premier étant le contrôle de l'endettement macroéconomique, la croissance du crédit s'est ralentie. Plus important encore, les responsables politiques ont continué à durcir les conditions du marché du logement, en imposant des règles de financement plus strictes aux promoteurs et en limitant la demande pour les achats spéculatifs au niveau local. Le durcissement des politiques de crédit a entraîné une recrudescence des défauts en Chine.

Dernièrement le cas du risque de défaut d'une entreprise IG a constitué

% de défaut HY en Asie : tendance actuelle vs cycles précédents



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, avril 2021. Données pour ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index de Bloomberg.

MACRO

un autre choc pesant sur le sentiment général du marché. Il s'agit de Huarong Asset Management Company, une entreprise détenue à 57 % par le ministère chinois des Finances et l'une des quatre structures de défaillance ou « *bad bank* » contrôlées par l'État qui a retardé la publication de ses rapports financiers pour 2020 et qui, selon les informations disponibles, fera l'objet d'une restructuration qui affectera à la fois les détenteurs d'obligations onshore et offshore. Le marché a même, un temps, envisagé le pire des scénarios, en négociant les obligations offshore en USD de Huarong avec de fortes décotes. Les déclarations des autorités de réglementation financière ont été positives et la situation demeure fluide, mais l'étendue du soutien qu'elles apporteront reste incertaine et compte tenu de l'importance systémique de Huarong (170 milliards de dollars US

de dettes), le traitement de ce dossier pourrait être mené avec une lenteur prudente. Par conséquent, quelle qu'en soit l'issue, cet événement de crédit est susceptible de durer de longs mois et de prolonger l'aversion au risque sur le marché du crédit chinois.

Nous estimons donc qu'un désengagement au profit d'autres économies asiatiques est probable, mais l'Asie étant une région peu homogène, où la consommation intérieure et les exportations sont les moteurs des marchés, la différenciation et la sélectivité sont fortement recommandées.

Les investisseurs devront privilégier une sélection bottom-up des crédits et l'analyse fondamentale pour éviter les segments risqués et exploiter de manière sélective les opportunités offertes par le crédit asiatique.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Opportunités de rotation de l'exposition actions vers l'Europe pour tirer profit de la dynamique de reflation et, côté crédit, en faveur d'une exposition au high yield

Jouer les « rotations » pour profiter de la prochaine vague de reprises

Nous confirmons notre **positionnement favorable au risque et notre préférence pour les actions par rapport au crédit**. Les indicateurs à court terme sont favorables, tout comme les données économiques et les banques centrales. Les valorisations restent chères et pourraient être remises en question par l'optimisme élevé déjà intégré dans les prix. Elles ne devraient toutefois pas être le catalyseur d'une réduction structurelle du risque. La séquence de reprise et les divergences qui se creusent au niveau mondial plaident en faveur d'une rotation de l'exposition au risque **vers de nouveaux thèmes en phase avec l'évolution de la confiance des marchés**, tout en maintenant le budget de risque global inchangé pour l'instant. Nous sommes néanmoins conscients de l'euphorie excessive qui règne dans certains segments et nous guetons les premiers signes de fatigue du marché pour adopter un positionnement légèrement prudent en fonction des données futures.

Des idées à conviction forte

Nous pensons qu'il convient de rester **constructif sur les actions**, mais de procéder à une rotation entre les régions en **préférant les pays développés**. Nous confirmons notre positionnement optimiste sur le **Japon** en tant que marché procyclique, mais nous pensons désormais que l'Australie n'offre plus d'opportunités. En revanche, **les actions européennes pourraient à présent bénéficier de la nouvelle vague de reprises**, d'une

accélération des vaccinations, de valorisations relatives favorables, d'une forte croissance des BPA et de facteurs techniques solides. **Nous confirmons notre opinion positive du marché intérieur britannique**, où le rythme de la campagne de vaccination mène à un redémarrage précoce de l'économie. Les actions britanniques constituent également un pari attractif sur le thème de la reflation (exposition à l'énergie, aux mines, aux banques), avec un profil potentiellement asymétrique en raison de la forte pondération des valeurs défensives, qui offrent une certaine protection face au scénario de reprise du consensus. **Nous recommandons une certaine exposition aux actions émergentes**, mais avec une conviction moins forte maintenant, sachant que la volatilité récente et la force du dollar constituent des vents contraires à court terme. Les actions chinoises continuent de nous intéresser, mais nous préférons l'option Hong Kong.

Pour ce qui est des obligations, nous restons **neutres sur les taux nominaux des États-Unis et de l'UE**, mais positifs sur l'inflation américaine, car nous pensons que le thème de la reflation a encore du potentiel après l'approbation du plan de relance post-Covid de 1 900 milliards de dollars.

Côté périphériques, nous restons **constructifs sur le spread du 30 ans italien vs allemand**, compte tenu des facteurs techniques et des valorisations favorables, mais aussi de l'augmentation des achats de la

Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer.

UST = bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = Investment Grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds. Programme d'achat d'urgence pandémique. (PEPP).

GESTION
DIVERSIFIÉE

BCE en mars, qui pourrait limiter la volatilité des obligations et encourager les investisseurs à rechercher du rendement sur les segments de marché à plus longue échéance. Nous restons **modérément constructifs sur la dette des pays émergents**, mais les investisseurs sont invités à se protéger contre le risque de hausse de la croissance et de l'inflation.

Le crédit reste notre principale conviction en termes d'allocation obligataire, grâce à une combinaison de facteurs techniques, de valeur relative et, en Europe, d'indicateurs de crédit, malgré des valorisations plus serrées. Cette conviction s'appuie sur la hausse en mars des achats d'obligations d'entreprises par la BCE. Plus généralement, nous recommandons **un positionnement sur le crédit HY plutôt que sur l'IG**, car les coûts de financement des entreprises HY restent proches de leurs plus bas historiques. **Les marchés HY américains et européens bénéficient tous deux d'une faible durée moyenne.**

Il est également possible de **jouer le thème de la reflation par le biais des devises** en préférant notamment le dollar canadien au dollar américain et à

la couronne norvégienne, la livre sterling et le dollar canadien à l'euro et au franc suisse. Dans un scénario de reprise, **les devises liées aux matières premières** devraient continuer à surperformer, tandis que la hausse des rendements américains a un effet négatif sur les devises à faible rendement. **Il est important de se montrer sélectif sur les devises émergentes.** Nous continuons par exemple à privilégier le peso mexicain, compte tenu des liens économiques étroits entre les États-Unis et le Mexique, le rouble par rapport à l'euro, grâce à ses fondamentaux favorables, ainsi que le won coréen et le yuan chinois par rapport à l'euro, car la Chine est le principal moteur géopolitique du commerce régional intra-asiatique, tandis que l'économie coréenne est exposée au cycle mondial des semi-conducteurs.

Risques et couvertures

Les principaux risques découlent de la hausse extraordinaire des taux américains qui pourrait affecter les taux européens et réduire la valeur sur les segments où les *spreads* sont déjà très resserrés (IG). Les investisseurs devraient donc rechercher une protection dans ces domaines.

MARCHÉS
OBLIGATAIRESDivergences, malgré l'amélioration
des fondamentaux

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Avec l'accélération de la reprise économique, le pic des défauts est probablement derrière nous, pour autant que les banques centrales restent accommodantes

La forte augmentation des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, la pentification de la courbe des rendements et la réévaluation rapide des anticipations d'inflation reflètent toutes les perspectives de forte accélération de l'économie américaine et de hausse de l'inflation. **Les marchés ont probablement réagi trop rapidement en réévaluant leurs anticipations** en matière de hausse des taux de la Fed. Nous pourrions à court terme assister à une pause dans la progression des rendements. Pour autant, nous restons conscients du risque de surchauffe et d'erreur politique aux États-Unis qui pourrait entraîner une hausse des taux, notamment au second semestre. Les investisseurs pourront ainsi miser sur les trajectoires divergentes des taux des pays développés et sur les disparités entre obligations émergentes. Le crédit reste un actif à privilégier dans le cadre d'une reprise cyclique, même si les valorisations sont serrées, notamment dans l'IG.

Obligations mondiales et
européennes

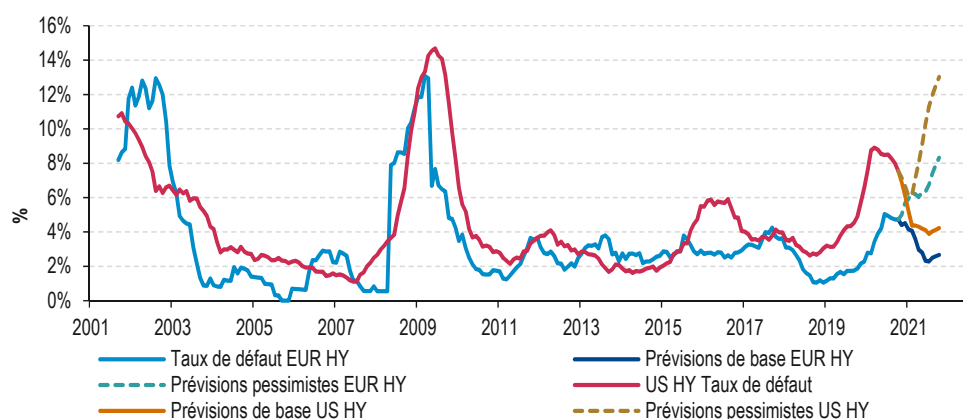
La hausse des taux de l'UE est une source d'inquiétude pour la BCE, qui a récemment intensifié ses achats dans le cadre de son dispositif de QE pour éviter tout durcissement importé et

intempestif des conditions financières. **Le rôle de la BCE est également crucial pour les marchés du crédit. Les fondamentaux du crédit de l'UE s'améliorent modérément**, malgré certaines disparités manifestes entre les secteurs les plus résilients, qui ont déjà bien récupéré et les secteurs les plus vulnérables, tels que le commerce de détail, les jeux et les matériaux de construction, qui comptent également une part élevée de crédits plus fragiles et qui pourraient subir de nouvelles pressions si les performances du deuxième et du troisième trimestre s'avéraient moins bonnes que prévu. D'un point de vue plus global, **les arguments plaident pour une durée plus courte (en particulier les bons du Trésor américain) se sont encore renforcés**, de même que ceux en faveur du **point mort d'inflation américain et européen**. Dans l'UE, nous maintenons une préférence pour la dette périphérique, notamment celle de l'Italie, qui dispose d'une plus grande marge de compression par rapport à ses pairs. **Au regard de certains défis liés à la dette émergente, nous avons adopté une approche plus prudente.**

Obligations américaines

Les investisseurs devront gérer la durée de manière flexible, en

Perspectives du défaut High yield



Source : Moody's, Amundi, au 31 mars 2021. Début des prévisions : avril 2021.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

conservant un positionnement court, mais en saisissant également les opportunités de nouvelles positions compte tenu de la volatilité du marché. Notre regard sur les bons du Trésor américain est prudent et nous préférons les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation), qui constituent une diversification attractive ainsi que les crédits hypothécaires d'agences, qui, la Fed restant active, peuvent offrir des opportunités. **Nous conservons une opinion positive sur le crédit** grâce à l'abondance de liquidités, aux faibles taux d'emprunt, aux bénéfices solides et à la trajectoire de reprise. Il convient néanmoins de ne pas être trop sensible à la hausse des taux ou aux secteurs volatils et de graduellement réduire les risques lorsque les valorisations sont chères. Le HY offre de meilleures opportunités que l'IG dans un contexte de redressement des taux de défaut, mais il est essentiel de rester concentré sur la sélection des titres. Nous restons également positifs sur les crédits à la consommation et les crédits résidentiels, tout en restant sélectifs, compte tenu de la volatilité élevée et du peu de liquidité sur ces marchés.

Obligations des marchés émergents

Nous maintenons notre positionnement prudent et pensons, qu'à ce stade, la dette en devises locales est plus vulnérable. Nous estimons que le cycle haussier des taux émergents est derrière nous. En mars, souhaitant contenir les pressions inflationnistes, les banques centrales émergentes (Russie, Brésil, Turquie) ont effectué leurs premiers tours de vis sur les taux. Les obligations en devises locales ne sont pas bon marché et la sélection est cruciale. Nous sommes plus optimistes sur la dette en devises fortes et recherchons les opportunités de manière sélective sur les marchés frontières tout en restant prudents sur la Turquie, le Brésil et l'Ukraine compte tenu de leur risque idiosyncrasique.

Marché des changes

Nous pensons que le dollar américain devrait conserver ses soutiens face à la quasi-totalité des devises à court terme. Nous percevons une marge d'appréciation supplémentaire pour les devises liées aux matières premières (dollars canadien et australien, couronne norvégienne), tandis que nous sommes prudents à l'égard de l'euro et du yen.

ACTIONS

Les bénéfices, moteur de la performance des actions



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La croissance des bénéfices devrait rester vigoureuse au cours des deux prochaines années et devrait tirer la performance des actions à mesure que les marchés se recentrent sur les fondamentaux

Évaluation globale

La confiance vis-à-vis de la reprise économique est le principal moteur des marchés actions, qui anticipent une forte croissance des bénéfices dans un environnement marqué par la souplesse des conditions financières et une reprise seulement temporaire de l'inflation. Au deuxième trimestre, nous devrions assister au pic de l'accélération dans un **contexte qui restera positif pour les actions malgré une dynamique probablement moins soutenue**. Le thème de la reflation continuera de soutenir l'**exposition aux marchés cycliques, aux petites capitalisations et aux actions value**, actuellement soutenues par un fort rebond du cycle des BPA. Nous nous attendons également à ce que **le thème du dividende revienne au premier plan**. De manière générale, au-delà de 2021, la croissance des bénéfices devrait se poursuivre à un rythme supérieur à 10 % durant les deux années à suivre. Toutefois, le redressement des bénéfices fait désormais l'objet d'un consensus, ce qui constitue en soi un risque majeur, au même titre qu'une hausse durable des rendements obligataires. Il est donc recommandé aux investisseurs de rester actifs et de privilégier l'analyse fondamentale.

Actions européennes

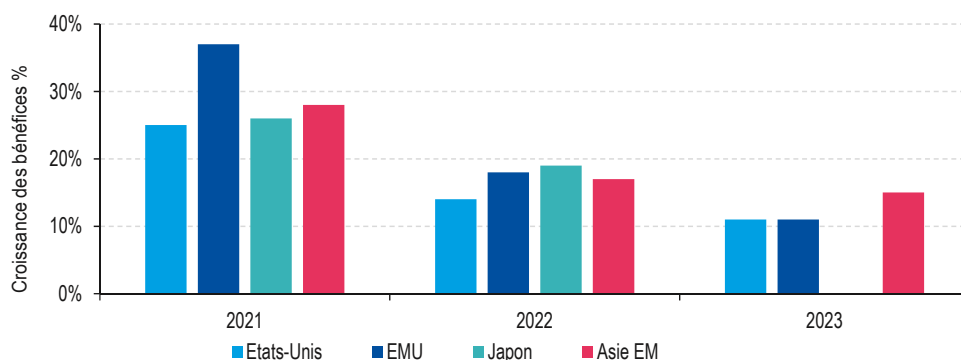
Malgré les mauvais chiffres économiques du premier trimestre, la feuille de route pour la reprise et

l'accélération des bénéfices au cours des prochains trimestres semble solide, malgré certaines divergences sectorielles. Les secteurs les plus dépendants des activités estivales, tels que les voyages et les loisirs, sont pénalisés par des retards supplémentaires dus à la lenteur des campagnes de vaccination, tandis que les secteurs les plus cycliques liés à la reprise mondiale continuent de bien se porter. D'autre part, nous envisageons de manière sélective certains titres défensifs dans les secteurs de la pharmacie et des boissons dont les valorisations sont attractives. En termes de style, les thèmes value et cyclique restent incontournables, mais il est important de privilégier la solidité des bilans. Enfin, le plan d'infrastructure américain pourrait être source d'opportunités pour les acteurs européens des secteurs des matériaux, de l'industrie et des énergies alternatives, sur lesquels nous avons déjà une opinion positive.

Actions américaines

L'accélération de l'économie américaine est manifeste et le plan d'infrastructure pourrait prolonger le scénario de « conte de fées » pour l'économie américaine en 2022. Les disparités sectorielles sont importantes, **signe que la grande rotation se poursuit**. Le transfert vers les segments de marché cycliques et value est entretenu par un écart important de valorisation par

De solides perspectives de bénéfices



Source : consensus IBES, Amundi, BPA en USD pour le groupe de pays (World AC, EMU, Emergent...). MSCI Indices au 31 Mars 2021. Données 2023 pour le Japon non disponibles.

ACTIONS

rapport aux segments de croissance, ce qui pourrait potentiellement améliorer les bénéfiques cycliques plus tard en 2021, et par la pentification de la courbe des taux. **Un risque à surveiller**, qui est actuellement sous-évalué par le marché, est l'**augmentation de l'impôt sur les sociétés**. Les marchés font preuve de complaisance en ne tablant que sur une augmentation modeste de la fiscalité. Pour tenir compte de ces considérations, nous restons positifs sur les actions *value* cycliques de haute qualité, notamment celles du secteur de la finance, de l'énergie et de la consommation qui sont directement touchés par la crise du Covid-19. Une approche sélective est néanmoins de plus en plus nécessaire à mesure que les valorisations deviennent élevées et parce que certains segments *value* n'ont pas encore intégré la reprise là où d'autres l'ont déjà fait. En parallèle, nous restons **très prudents** sur les **valeurs de croissance** et minimisons également notre exposition aux actions *deep-value* ou *distressed*. La dynamique des thèmes

ESG devrait également se renforcer au vu du programme de Joe Biden, avec un retour au premier plan de la transition énergétique dans les secteurs *value* et de la thématique des inégalités sociales.

Actions émergentes

Les entreprises des pays émergents devraient bénéficier du rebond de la croissance mondiale et des pays émergents, d'une revitalisation des bénéfiques et d'une augmentation des flux. Nous continuons toutefois à surveiller les risques liés à la rapidité de la hausse des taux américains, à la déception suscitée par les campagnes de vaccination dans les pays émergents et aux éventuelles tensions géopolitiques (par exemple, Russie/Ukraine). **Nous privilégions actuellement certains pays bon marché de la zone EMOA et d'Amérique latine.** Nos principales convictions pays sont **l'Inde, la Grèce et la Russie**. Nous restons sur notre tendance à surpondérer les actions *value*/cycliques par rapport aux actions de type croissance

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Le soutien budgétaire massif, les conditions financières accommodantes, la demande insatisfaite des consommateurs et l'épargne considérable créent un environnement favorable pour les actions américaines. Il convient néanmoins d'éviter les segments de marché trop exubérants où les valorisations ne sont pas justifiées par les fondamentaux. Les investisseurs doivent, au contraire, se concentrer sur une rotation des principaux thèmes de manière à privilégier les actions value, cycliques, et de qualité avec un fort biais de sélection ainsi que les thèmes ESG. La fiscalité des entreprises est un autre thème qui mérite de l'attention.
	Actions US Value	+		L'amélioration des perspectives de bénéfices et la pentification de la courbe des taux devraient soutenir les actions value cycliques (notamment les financières) qui devraient bénéficier d'une normalisation de l'économie. À long terme, les actions value américaines offrent une combinaison de croissance structurelle, de qualité, de stabilité et de facteurs d'amélioration ESG.
	Actions US Croissance	-		La hausse des taux et l'amélioration de l'économie pourraient avoir un impact négatif sur les valorisations des actions de type croissance à long terme, dont certaines paraissent déjà très chères. Une approche prudente est recommandée dans ces domaines.
	Europe	=/+	▲	Une intensification des campagnes de vaccination au second semestre et une amélioration de l'économie et des prévisions de BPA plaident pour un positionnement optimiste sur les actions européennes, dont les valorisations relatives sont attractives. Toutefois, la région pourrait connaître certaines divergences sectorielles, certains secteurs bénéficiant du redémarrage plus que d'autres. Il faut donc de se montrer sélectif, se concentrer sur les fondamentaux et miser sur les opportunités de rotation dans les segments value et cycliques. Certaines opportunités avec des valorisations extrêmement faibles se présentent également dans les secteurs défensifs.
	Japon	+		Nous maintenons notre opinion constructive sur le Japon, compte tenu de son profil cyclique et industriel qui devrait bénéficier de l'amélioration de l'économie mondiale et de l'affaiblissement du yen qui renforce la compétitivité des exportations.
	Marchés émergents	+	▼	Nous restons positifs sur les actions émergentes, car le potentiel de croissance, en particulier en Asie émergente, reste intact. Nous sommes néanmoins conscients des obstacles à court terme que représentent le renforcement du dollar et la situation du Covid qui exigent une approche plus sélective dans un univers émergent hétérogène, où la consommation intérieure et les thèmes value/cyclique restent importants. Enfin, le rééquilibrage de la Chine vers une trajectoire de croissance plus durable devrait être positif pour l'ensemble des pays émergents.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-/=		Nous restons prudents sur la duration américaine dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation, d'augmentation de la dette américaine et de redressement de l'économie. Toutefois, nous pensons que les rendements ont déjà fortement augmenté et que les investisseurs doivent donc se montrer disposés à allonger la duration si la volatilité du marché s'intensifie. En revanche, les arguments en faveur de l'inflation américaine et des emprunts d'État indexés sur l'inflation restent convaincants. Nous sommes prudents vis-à-vis des bons du Trésor américain dans nos portefeuilles américains.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Il est recommandé aux investisseurs de surveiller les risques de taux d'intérêt dans leurs portefeuilles et donc de limiter les titres IG à longue duration. Nous restons globalement positifs, mais nous constatons des valorisations élevées dans certains segments où il faudrait peut-être réduire les risques. Le crédit titrisé est attractif compte tenu du niveau élevé des revenus et de l'épargne des consommateurs, mais la sélectivité est essentielle.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux du marché HY et la situation des taux de défaut semblent s'améliorer à mesure que l'économie se redresse tandis que les coûts de financement restent faibles. Toutefois, il est essentiel de rester très attentif à la sélection des titres.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents vis-à-vis des obligations du cœur de la zone euro, mais nous sommes conscients que la BCE ne permettra pas aux rendements d'augmenter trop fortement de manière à maintenir des conditions financières accommodantes. Nous sommes en revanche constructifs sur la dette périphérique, en particulier celle de l'Italie, car les récentes interventions du PEPP confirment la volonté de la BCE d'éviter toute fragmentation des marchés européens.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous sommes positifs sur le crédit IG compte tenu de l'amélioration des fondamentaux et de la quête de rendement, en mettant l'accent sur la dette à plus court terme et sur le segment BBB. Pour autant, la sélection des crédits reste importante, car nous pensons que des divergences sont susceptibles d'apparaître entre les secteurs les plus touchés par la crise et ceux qui se sont redressés. Le soutien de la BCE reste important pour le marché.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=/+	▲	Nous préférons miser sur les opportunités de compression des <i>spreads</i> parmi les entreprises moins bien notées et explorer les opportunités de valeur relative dans le secteur financier (nous sommes positifs sur la dette subordonnée et prudents sur les obligations seniors de ce secteur). Nous estimons toutefois qu'il est important de trouver un équilibre entre qualité et rendement en différenciant les crédits de haute qualité des crédits de qualité inférieure.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Si, à long terme, la dette en devise forte permet de soutenir la quête de revenus des investisseurs, à court terme, ces derniers sont invités à se méfier de la hausse des taux américains. La hausse de la croissance des bénéficiaires soutient les obligations d'entreprises, mais la marge de compression des <i>spreads</i> des obligations HY reste faible, hormis quelques cas idiosyncrasiques. Nous recherchons de manière sélective les opportunités dans les marchés frontières.
	Émergents Dette en devise locale	=		Compte tenu des risques associés au renforcement du dollar, nous pensons que la dette en devise locale est plus vulnérable et plus chère. La sélectivité reste donc indispensable.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières, y compris les métaux de base, devraient bénéficier des anticipations de forte reprise économique pour 2021 et des répercussions des investissements autour du thème de la réflation. La situation devrait également être positive pour les prix du pétrole, qui devraient se maintenir à leurs niveaux actuels au cours des prochains mois. Parmi les métaux précieux, l'or a trouvé un certain soutien dans les récentes déclarations accommodantes de la Fed.
	Devises			La récente appréciation du dollar n'a pas affecté les conditions financières, mais, d'après nos modèles internes, le dollar semble avoir atteint un niveau d'alerte. Nous pensons néanmoins que certains facteurs favorisant la trajectoire haussière temporaire du dollar sont en train de se réaligner.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 19 avril 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

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

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 Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

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

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - marcutti

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 et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit