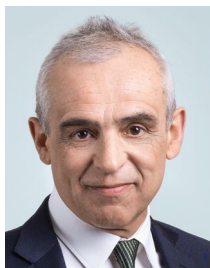


CIO VIEWS



BLANQUÉ Pascal,
CIO Groupe



MORTIER Vincent,
CIO Adjoint Groupe

Grand choc, grands espoirs, grandes illusions

L'année 2020 aura été une année sans précédent dans l'histoire moderne, la pandémie de Covid-19 provoquant la plus grave récession mondiale de l'après-guerre et frappant simultanément le plus grand nombre de pays depuis les années 1870 (selon la Banque mondiale). **Ce grand choc ne pourra être complètement effacé et l'ancienne « normalité » ne pourra être rétablie.** Les espoirs de distribution rapide des vaccins, de nouvelles mesures de relance budgétaire et de relâchement des tensions géopolitiques sont autant d'éléments qui soutiennent la phase de reflation que nous traversons. C'est pourquoi, malgré la récession, la plupart des marchés clôturent l'année sur des performances positives. À l'aube de 2021, la phase de reflation pourrait se poursuivre, mais les investisseurs devront tenir compte de quatre facteurs pour jouer la rotation, éviter les bulles et construire des portefeuilles résistants aux chocs.

Facteur 1. La récente reprise du marché découle d'une foi aveugle dans le succès des vaccins et de l'hypothèse ambitieuse selon laquelle tout rentrera dans l'ordre. C'est là la première source de risque - non seulement parce que la production et la diffusion de vaccins à grande échelle ne sont pas une entreprise banale, mais aussi parce que les marchés partent du principe qu'une grande majorité de la population sera vaccinée. Pourtant l'idée que le retour à la normalité est à portée de main est une chimère et les interrogations liées au redémarrage dispersé ne manqueront pas de resurgir. Pour les investisseurs, la distribution d'un vaccin devrait favoriser la reprise et justifier la préférence pour les actions par rapport au crédit HY. Ce sont les actions *value* qui profiteront le plus de cette rotation et les investisseurs devront rester prudents dans les segments de croissance les plus recherchés où une bulle importante pourrait s'amplifier dans un contexte de reflation.

Facteur 2. Les politiques budgétaires et monétaires assurent la survie du système économique, mais les mesures prises jusqu'à présent sont insuffisantes, notamment sur le plan budgétaire, et n'ont pas toujours été bien orientées ou calibrées. Aucune réduction des mesures de soutien n'est envisageable. Au contraire, les banques centrales seront appelées à en faire plus et le risque d'erreur de politique est sous-estimé par le marché. En revanche, certaines pressions inflationnistes finiront par se concrétiser. Début 2021, les rendements des bons du Trésor US à 10 ans sont supérieurs à 1 %, le niveau le plus élevé depuis mars dernier. Si la reprise entraîne une hausse de l'inflation, les rendements pourraient encore progresser, ce qui pourrait avoir un effet domino sur les marchés. Nous n'attendons bien sûr pas de hausse importante de l'inflation dans l'immédiat, mais le dynamisme des marchés immobiliers, les relocalisations de chaînes d'approvisionnement et les quantités considérables d'épargne prêtes à alimenter la demande insatisfaite pourraient rapidement mettre fin *de manière définitive au thème de l'inflation zéro*. En cas d'évolution rapide des rendements, il est probable que la Fed intervienne pour contrôler la courbe. Les investisseurs devront rester attentifs à l'inflation pour éviter de se laisser piéger dans une stratégie de duration longue qui devient de plus en plus risquée. Nous recommandons une approche équilibrée de la duration et invitons les investisseurs à envisager une exposition à l'inflation américaine qui pourrait se concrétiser en premier dans un scénario de dollar faible.

Facteur 3. La Chine ouvre le chemin de la reprise, traçant la voie de la sortie de crise en tant que seule grande économie à s'être pleinement rétablie en 2020. La Chine devrait poursuivre sur cette trajectoire de croissance plus rapide que le reste du monde en 2021, entraînant les émergents d'Asie dans son sillage et créant un cercle vertueux, en particulier pour l'Europe qui bénéficiera de ses liens commerciaux étroits avec la Chine et l'Asie. Les investisseurs devraient envisager d'aborder 2021 avec une allocation aux marchés émergents et aux actions

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Surveiller l'inflation et effectuer une rotation sélective vers les actions en maintenant les couvertures et l'exposition à la duration

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Exploiter les opportunités de rotation dans les segments cycliques et value
- ▶ Meilleure attractivité des actifs britanniques (actions et GBP)
- ▶ Recourir aux TIPS pour la diversification et la protection contre l'inflation

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

chinoises et asiatiques. En effet, malgré les bonnes performances enregistrées en 2020, nous pensons que ces marchés disposent encore d'un certain potentiel de croissance, en particulier dans les secteurs les plus liés à la demande intérieure.

Facteur 4. Aujourd'hui, le principal risque sur le marché est le consensus lui-même. La flambée spectaculaire de la dette à rendement négatif va pousser la quête de rendement à l'extrême. La tentation est grande de descendre en qualité et que chacun fasse le même pari sur des *taux d'intérêt bas* pour toujours. Mais, un tel pari est dangereux, si l'on considère la faible liquidité des marchés. La sélection des titres de crédit est primordiale pour les investisseurs, mais il est également indispensable d'examiner l'ensemble du marché pour chercher du rendement. Les investisseurs disposant d'un horizon de placement adapté pourront même se tourner vers les marchés du non coté qui leur offriront un éventail d'opportunités plus large et plus diversifié. Ils devront en outre équilibrer leur appétit pour le rendement des obligations HY, de la dette émergente (y compris en devises locales) et du crédit avec une exposition aux emprunts d'État, comme source de liquidité et de diversification de l'allocation d'actifs.

Les investisseurs aborderont 2021 avec un environnement positif pour les actions. La baisse des perspectives des rendements obligataires dans un contexte de taux d'intérêt bas et de rétrécissement des *spreads* de crédit signifie que les investisseurs devront prendre davantage de risque (plus d'actions) pour atteindre leurs objectifs de performance. La volatilité pourrait également réapparaître en phases de « *stop-and-go* » corrélées à la distribution des vaccins. Cela nous rappelle l'importance d'**ajouter de nouvelles sources de diversification par le biais de stratégies d'investissement décorrélées et de maintenir certaines couvertures en place.** Les perspectives sont positives, mais le chemin de la reprise sera sans doute cahoteux, alors attachez votre ceinture et attendez-vous à une année 2021 riche en opportunités.

MACRO

Large soutien de la BCE au marché obligataire en 2021



DEFEND Monica,
Responsable de la Recherche
Groupe



AINOUZ Valentine,
CFA, Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés



BERTONCINI Sergio,
Stratégiste Senior Taux

Le renforcement du dispositif de relance de la BCE soutient le scénario de taux bas à long terme et de quête de rendement dans la zone euro

L'ensemble des mesures présenté par la BCE lors de sa réunion de décembre s'est avéré être largement en phase avec le consensus et les attentes du marché. Celui-ci combine des mesures supplémentaires d'assouplissement quantitatif et un soutien accru au système financier. Le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) a été prolongé dans le temps et augmenté de 500 milliards d'euros et il a été confirmé que le programme d'achat d'actifs (APP) continuerait à son rythme actuel de 20 milliards d'euros d'achats par mois, ce qui correspond à une puissance de feu supplémentaire de 300 milliards d'euros en quinze mois. Les mesures de soutien au système financier passeront par l'intermédiaire du dispositif de TLTRO¹ qui sera prolongé dans le temps, élargi dans son champ d'application et dont les conditions très favorables pour les opérations de prêt de la BCE ont été confirmées. La prolongation de neuf mois du PEPP jusqu'au premier trimestre de 2022 s'avère plus longue que la prolongation de six mois (fin 2021) sur laquelle tablait le consensus, mais la décision reste tout à fait cohérente avec les propos récents de nombreux membres de la BCE sur l'importance de la taille et de la durée de l'effort de relance. Le prolongement de l'horizon de réinvestissement des obligations arrivant à échéance va également dans le même sens.

La BCE insiste avant tout sur la nécessité de fournir et de maintenir des conditions de financement favorables le temps que la croissance économique se remette de la crise provoquée par la pandémie. Lors de la séance de questions-réponses qui a suivi la réunion, la présidente, Christine Lagarde, a insisté sur le fait que la stratégie de la BCE vise à « préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie », « selon une approche très globale », c'est-à-dire « pour tous les secteurs de l'économie ». La BCE a donc clairement

indiqué que les taux des prêts aux ménages, aux entreprises et au niveau souverain sont tous compris dans le champ d'application du dispositif de soutien, de même que les flux de crédit à l'économie. Dans cette perspective, la BCE a décidé d'une augmentation notable de son programme de QE, assurant ainsi une « présence significative et constante sur le marché » qui lui donnera la flexibilité nécessaire pour gérer son QE. La présidente de la BCE a également évoqué la nature symétrique du rythme d'ajustement, dont le montant constitue un plafond qui « ne doit pas nécessairement être dépensé de manière prédéfinie, ni même en totalité », mais « qui peut également être augmenté si nécessaire ».

Nous estimons que ce renforcement du dispositif de relance est tout à fait cohérent avec l'objectif de soutenir les facteurs techniques du marché obligataire à la veille de 2021 et qu'il soutient, ce faisant, le scénario actuel de taux bas plus longtemps et la quête de rendement.

Le PEPP et l'APP désormais renforcés, la BCE disposera effectivement d'une capacité d'achat nette résiduelle de plus de 1 400 milliards d'euros d'ici à fin mars 2022. Le dispositif de QE de la BCE semble plus que suffisant pour couvrir également un éventuel financement net supplémentaire d'obligations souveraines européennes qui pourrait être nécessaire pour financer de nouvelles mesures de soutien visant à contrer les effets négatifs des restrictions actuelles ou pour accroître sa présence sur le segment supranational, en vue d'un renforcement des émissions de l'UE. Il en va de même pour les opérations de TLTRO dont nous estimons que les nouvelles modalités permettront de maintenir un niveau élevé de liquidité dans le système financier, tout en soutenant indirectement les facteurs techniques des obligations.

Les taux ultra-bas du crédit pour les banques, malgré des conditions

¹ TLTRO= targeted longer-term refinancing operations.

MACRO

L'injection de liquidités via les TLTRO ne suffira pas à éviter un durcissement des conditions de prêt

strictes, ne suffiront pas à éviter un durcissement des conditions de prêt des banques aux entreprises.

La crise actuelle a été caractérisée par des conditions de crédit contracycliques grâce à la coordination des actions des gouvernements et des banquiers centraux. Au cours des derniers mois, les conditions de crédit des banques sont restées accommodantes grâce (1) aux importantes injections de liquidités via les TLTRO et (2) aux garanties des prêts accordées par les gouvernements. L'offre massive de crédit pour toutes les entreprises a limité les défauts d'entreprises et les dégâts économiques à long terme de cette crise. Ce qui nous préoccupe à présent, c'est le durcissement des conditions de prêt des banques une fois que les garanties gouvernementales auront expiré. En effet, les banques ont déjà réduit l'accès au crédit aux entreprises au troisième trimestre et devraient le restreindre davantage au cours des trois prochains mois. « Les banques estiment notamment

que la dégradation des perspectives économiques, l'augmentation du risque de crédit des emprunteurs et la diminution de la tolérance au risque sont autant de facteurs justifiant un durcissement de leurs conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages ».

La durée du soutien monétaire est aussi importante que le niveau d'assouplissement.

Une grande partie du soutien monétaire et budgétaire trouve actuellement sa justification dans la pandémie. Pourtant, une politique monétaire très accommodante restera nécessaire après mars 2022. Dans les années à venir (1) l'inflation devrait rester bien en dessous de l'objectif de 2 % et (2) la fragmentation économique entre pays de la zone euro restera un défi. En 2021, il faudra se demander quel type de soutien monétaire est le plus adapté au lendemain de la crise du coronavirus, Il sera alors fort probable que les membres les plus *hawkish* expriment davantage leur position.

GESTION
DIVERSIFIÉE



GERMANO Matteo,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous maintenons un biais procyclique et considérons que le thème de la reflation peut se maintenir, il faudra néanmoins protéger son exposition aux actions et au crédit avec des couvertures solides

Cyclicité renforcée, valeur relative et couvertures

Les actifs risqués devraient conserver leur soutien à l'approche de 2021, grâce à la transition de la phase de contraction à une phase de reprise. Les élections sénatoriales américaines remportées par les Démocrates renforcent le thème de la reflation et l'**environnement favorable pour les segments cycliques**. Dans ce contexte, **les actions restent plus attractives que les obligations** et nous percevons un certain potentiel haussier sur un horizon d'un an. Nous sommes conscients que cette reprise est différente des précédentes en ce sens qu'au moment où nous l'abordons, les valorisations des actions sont déjà élevées et que cette reprise dépend du déploiement efficace et à grande échelle des vaccins. **Nous recommandons donc aux investisseurs de se montrer très sélectifs et attentifs aux valorisations sur l'ensemble des classes d'actifs.**

Nos convictions

Nous sommes globalement constructifs sur les actions des marchés développés en raison de la dynamique positive des indices PMI et de la solidité des fondamentaux **et sommes devenus plus optimistes en ce qui concerne le Royaume-Uni**, compte tenu de la décote liée au Brexit et de l'amélioration des révisions de bénéfices, mais nous restons vigilants. Par ailleurs, nous continuons à penser que les **actions japonaises et de la région Pacifique hors Japon (Australie)** devraient

bénéficier d'un rebond économique. En effet, compte tenu de leur levier opérationnel élevé, leurs marges bénéficiaires pourraient augmenter proportionnellement à la hausse des chiffres d'affaires que nous anticipons pour 2021. Pour ce qui est des marchés émergents, nous restons globalement optimistes, avec un regard positif sur l'**Asie**. Nous estimons notamment, dans une optique de valeur relative, que le marché des actions A chinoises (services financiers et consommation traditionnelle pour l'essentiel) devrait bien performer par rapport au MSCI China (internet, commerce électronique et télécommunications), tandis que les valeurs financières devraient bénéficier de l'amélioration de la dynamique économique qui soutient la rotation factorielle en faveur des actions *value* et des Retardataires. Les segments liés à internet pourraient être pénalisés par un excès de réglementation. Les valeurs financières bénéficieront également de facteurs techniques favorables, du sentiment (inclusion potentielle dans les indices MSCI) et des bénéfices.

En matière de durée, nous restons optimistes, d'un point de vue tactique, sur les bons du Trésor américain à 10 ans car les risques extrêmes pour 2021 sont orientés à la hausse, du fait de l'évolution du contexte politique américain et des effets d'un environnement reflationniste, en particulier si la Fed est perçue comme étant en retard sur

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

Source : Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de 3 à 6 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.

UST = US Treasury_ bons du Trésor américain, MD = Marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

la courbe. Nous conservons également notre vue positive sur l'inflation américaine. Notre point de vue sur la **dette périphérique en euros** reste constructif, notamment sur les BTP à 5 ans, qui offrent désormais un potentiel moindre de contraction des *spreads*, mais dont les facteurs techniques restent solides. **Nous envisageons le crédit de manière positive**, dans la mesure où il devrait être soutenu par la demande de portage et le QE, mais préférons l'IG européen à l'IG américain en raison de ses valorisations attractives, de l'extension récente des programmes d'achat de la BCE et de la baisse du niveau d'endettement de l'IG en euros.

La quête de rendement des investisseurs plaide en faveur d'une stratégie de « revenu intelligent » dans la dette émergente en devise forte où nous restons constructifs, mais nous estimons que le potentiel de contraction des *spreads* est plus important dans le HY que l'IG. Côté devises émergentes, nous restons positifs sur le rouble russe, le peso mexicain et la roupie indonésienne.

Parmi les devises des pays développés, nous privilégions le CAD par rapport à l'USD, car nous pensons que la reprise

économique pourrait nuire au billet vert qui semble déjà surévalué, tandis que le dollar canadien, qui a pris du retard par rapport aux autres « devises matières premières » au deuxième semestre 2020, devrait bénéficier de la croissance plus forte que prévu au Canada. Un autre facteur favorable au CAD est que le portage au Canada est le plus élevé des pays du G10. Nous avons par ailleurs **relevé notre positionnement sur la livre sterling** à neutre par rapport au dollar et à l'euro dans la perspective d'un accord sur le Brexit.

Risques et couvertures

De nouvelles vagues de contamination du coronavirus accompagnées de dispositifs de confinement, un retrait prématuré des mesures de relance et les tensions géopolitiques sont autant de risques crédibles pesant sur la reprise économique. Les investisseurs doivent donc maintenir des stratégies de couverture solides en s'appuyant sur des produits dérivés, le JPY, l'USD et les bons du Trésor américains pour protéger leur exposition au crédit et aux actions. Nous estimons également que l'or représente toujours une couverture efficace dans le contexte actuel.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

BRARD Éric,
Directeur du Métier Fixed Income



SYZDYKOV Yerlan,
Responsable mondial
des marchés émergents



J. TAUBES Kenneth,
Directeur des Investissements US

Le redémarrage de l'économie pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis, ce qui affecterait les rendements réels. L'analyse crédit permettra de trouver un équilibre entre rendements plus élevés et qualité élevée

La « grande discrimination » du crédit

Le rebond de la croissance au troisième trimestre a été plus important que prévu, mais le retour des dispositifs de confinement accompagnant la seconde vague de Covid-19 pourrait avoir des répercussions sur l'activité du quatrième trimestre 2020 et du premier trimestre 2021. Une campagne de vaccination à grande échelle et les mesures de soutien adoptées par la BCE lors de sa dernière réunion de politique monétaire devraient permettre une reprise de la croissance mondiale au second semestre 2021 en créant un environnement favorable aux actifs risqués. Toutefois, côté crédit, un fossé important sépare les valorisations et les fondamentaux, nous recommandons donc aux investisseurs d'équilibrer leur quête de rendement avec des titres de crédit de bonne qualité en effectuant des recherches et une sélection rigoureuses.

Obligations internationales et européennes

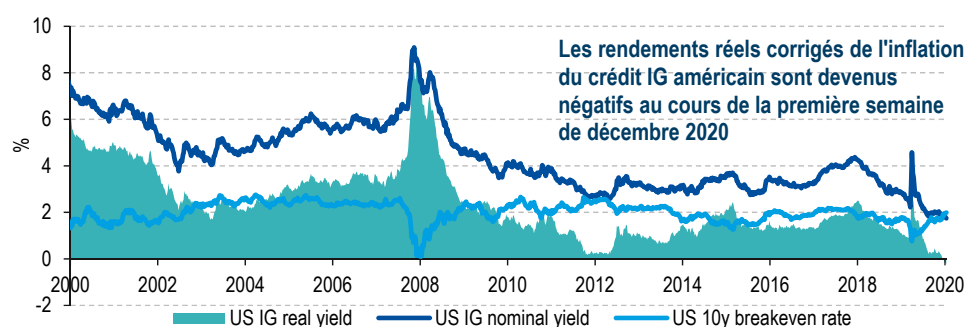
Compte tenu de notre vision globalement prudente de la durée, nous avons légèrement réduit notre position américaine pour devenir presque neutre tout en maintenant notre position défensive sur les principaux pays européens. Nous restons constructifs sur la dette périphérique, en particulier sur la dette italienne (soutien de la BCE, intervention énergétique de l'UE), même

si le potentiel de resserrement des *spreads* est désormais plus faible. Concernant la courbe américaine, nous restons vigilants sur les segments à 2 ans, 10 ans et 30 ans. Enfin, nous avons revu à la hausse notre estimation des points morts d'inflation aux États-Unis, en privilégiant le 5 ans par rapport au 10 ans et nous pensons que les valorisations sont intéressantes dans la zone euro. Le potentiel de hausse des points morts n'est pour l'heure pas pris en compte par les marchés. **Nous restons constructifs sur le crédit**, notamment cyclique, et considérons le récent rallye comme une occasion de prendre quelques bénéfiques sans modifier notre positionnement. Le potentiel de compression additionnelle des *spreads* est plus élevé dans le HY par rapport à l'IG, pour les titres notés BBB par rapport à ceux notés A, ainsi que pour la dette subordonnée par rapport à la dette senior. Pour autant, les marchés se rapprochent du point où les *spreads* ne rémunéreront plus le risque de manière satisfaisante, nous restons donc très actifs. Au niveau sectoriel, nous sommes optimistes à l'égard des valeurs financières et de télécommunications, mais prudents sur les services aux collectivités, la santé et le transport.

Obligations américaines

À mesure que nous sortons de la pandémie et que la distribution des

Inflation et crédit IG américain



Source: Amundi, Bloomberg au 14 décembre 2020. Rendement actuariel le plus défavorable de l'indice Bloomberg Barclays US Total Return.

HY = haut rendement, IG = investment grade, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, IC = Immobilier commercial, JGB = emprunts d'État japonais, TIPS = emprunt d'État indexé sur l'inflation (Treasury Inflation-Protected Security), USD = dollar américain, JPY = yen japonais, SEK = couronne suédoise, NOK = couronne norvégienne, CNY = renminbi chinois

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

vaccins à grande échelle se met en place, nous pensons que la demande insatisfaite des consommateurs américains en biens et services (soutenue par l'épargne), associée à la politique de taux plus bas plus longtemps de la Fed, devrait entraîner une hausse de l'inflation. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) nous semblent donc constituer un bon outil de diversification des portefeuilles et de protection contre l'inflation. En revanche, le financement par le déficit des dépenses et le volume accru des émissions de bons du Trésor américain pourraient exercer une pression haussière sur les rendements, entraînant une pentification de la courbe, nous restons donc défensifs, mais estimons que la liquidité des contrats à terme sur les bons du Trésor américain est forte. En matière de crédit, la sélection et la recherche actives sont indispensables pour permettre aux investisseurs de minimiser le risque de leurs portefeuilles. Nous pensons qu'il convient d'éviter les secteurs déjà complètement normalisés. Les conditions actuelles incitent à rechercher des opportunités idiosyncrasiques plutôt qu'à s'exposer de manière indiscriminée au bêta du marché. Les marchés des prêts à la consommation (ABS ésothériques) et des prêts immobiliers résidentiels (crédits hypothécaires d'agences)

restent notamment attractifs compte tenu de la bonne santé des revenus, de l'épargne et du remboursement de la dette des consommateurs.

Obligations émergentes

Nous envisageons la dette émergente de manière globalement positive et estimons qu'il reste encore une marge de compression des *spreads* sur le segment à haut rendement. La dette libellée en devises locales est soutenue par les faibles rendements mondiaux, l'inflation modérée, la stabilité de la politique américaine et le contexte de croissance de début de cycle. La croissance asiatique pourrait surperformer celle des autres régions au premier semestre 2021, offrant ainsi certaines opportunités sélectives. En Turquie, malgré les risques liés à la balance des paiements et à la lire, nous pensons qu'il existe des opportunités dans un contexte de normalisation crédible des politiques économiques et de valorisations bon marché.

Marchés des changes

Nous restons prudents sur le USD/JPY et l'USD/CNY, compte tenu de l'amélioration de la conjoncture pour les devises cycliques. Nous maintenons également notre opinion constructive sur le NOK/EUR.

ACTIONS

La value peut encore rattraper son retard



ELMGREEN Kasper,
Responsable Actions



SYZDYKOV Yerlan,
Responsable mondial
des marchés émergents



J. TAUBES Kenneth,
Directeur des Investissements US

Malgré la surperformance récente du value vs growth, le potentiel de rattrapage du value est important et dépend de la croissance des bénéficiés et de la normalisation de l'économie

Évaluation globale

Les progrès accomplis en matière de vaccins au niveau mondial et l'autorisation d'un vaccin au Royaume-Uni et de deux aux États-Unis laissent présumer la fin de la pandémie et encouragent les marchés à se tourner vers l'avenir. Les bénéficiés des entreprises devraient enregistrer une croissance significative en 2021, grâce au maintien des mesures de relance et à la reprise économique. Toutefois, les valorisations tendues dans certains segments, les risques de nouvelles vagues de Covid-19 et les inquiétudes quant à la solvabilité des entreprises exigent une approche sélective. Nous considérons qu'une analyse *bottom-up* fondamentale d'entreprises présentant des bilans de qualité sera cruciale pour assurer des performances durables.

Actions européennes

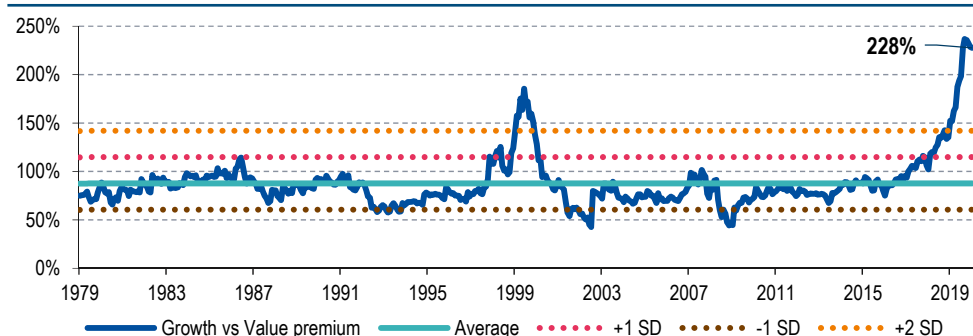
Le redémarrage de l'économie dépendant en grande partie d'une vaccination à grande échelle, **nous conservons un positionnement équilibré avec un biais pour la normalisation et la reprise.** Ceci nous conforte dans notre stratégie « barbell » avec d'un côté des secteurs défensifs tels que les services de santé et de télécommunication et de l'autre des valeurs cycliques de qualité dans les secteurs de l'industrie et des matériaux. Tout en restant optimistes sur ces deux secteurs, nous sommes devenus légèrement positifs sur les valeurs

financières, qui devraient bénéficier d'un regain d'intérêt pour les actions value. Il est d'ailleurs intéressant de noter que le mois dernier, **l'investissement value a regagné du terrain par rapport au growth.** Pourtant, dans une perspective historique à plus long terme, **la prime growth vs value reste élevée.** Nous pensons que le potentiel de surperformance de la *value* demeure significatif, mais qu'il dépend de la campagne de vaccination mentionnée plus haut, de la reprise économique, de l'amélioration des PMI et de l'orientation des taux. Nous privilégions donc le respect des processus et la sélection de valeurs, tout en gérant les risques de marché et de style. Nous nous montrons en revanche plus prudents sur la consommation discrétionnaire et conservons notre opinion négative sur la technologie et restons dans tous les cas concentrés sur les entreprises résilientes.

Actions américaines

Nous pensons que les actions sont plus attractives que le crédit en termes de revenus, sans que cela n'élimine la nécessité de rester actif. En effet, la sélectivité est aujourd'hui plus importante que jamais, car le marché contient des poches de valorisations extrêmes. Toutefois, en creusant plus avant, les investisseurs devront éviter les titres à très forte croissance et déterminer si le maintien des mesures de relance budgétaire, la reprise en 2021 et la progression des bénéficiés des

Indices MSCI World growth/value - Indicateur composite de valorisation (CVI)



Source: Recherche Amundi, Datastream au 15 décembre 2020.

*le CVI se fonde sur un panier de critères en termes absolus (ratios cours/bénéficiés passés, ratio cours/valeur comptable et rendement du dividende) classés par centiles de 0 % à 100 % selon le pourcentage de fois où ce panier a été moins cher depuis 1979 : 0 % n'a jamais été moins cher, 100 % n'a jamais été plus cher.

ACTIONS

entreprises entraînent une **rotation des méga-capitalisations de croissance vers des actions à croissance plus cyclique ou des actions cycliques décotées**. Ces dernières devraient bénéficier de leur sensibilité moindre aux taux bas. Les valeurs de croissance sont, en revanche, plus sensibles aux taux dans la mesure où elles dépendent davantage de leurs bénéfices futurs et seraient davantage pénalisées par une hausse des taux d'actualisation. Les valeurs financières, à l'inverse, fortement représentées dans l'univers *value*, bénéficieraient d'une pentification de la courbe des taux. Les investisseurs devront par conséquent : (1) envisager de se détourner des titres à très forte croissance et à forte dynamique pour privilégier les actions de croissance stable à prix raisonnable (équipements médicaux), (2) chercher à tirer parti d'une rotation en faveur des titres *value*

de qualité (automatisation industrielle, services de livraison) et (3) explorer les opportunités ESG.

Actions émergentes

Malgré les risques géopolitiques qui pèsent sur les actifs émergents, nous restons constructifs dans notre recherche de valeurs dans les pays où l'activité économique a rebondi. Nous envisageons certains secteurs avec optimisme, notamment la technologie, internet, la consommation discrétionnaire et l'industrie, tout en restant sélectifs et attentifs aux valorisations extrêmes. Nous évitons en revanche les secteurs dont la rentabilité est susceptible de se voir limitée par l'action des pouvoirs publics. Pour ce qui est du style, nous nous intéressons aux actions *value* présentant des caractéristiques de croissance cyclique et de qualité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		La « vague bleue », avec la majorité Démocrate au Sénat devrait soutenir davantage la rotation vers des thèmes de valeur. Les possibles impacts sur la fiscalité et la régulation sur les grandes sociétés devront être surveillés. Par ailleurs, les actions restent attractives par rapport aux obligations, car les rendements des bénéfiques dépassent les rendements des obligations d'entreprises IG tandis que le fossé entre les rendements des dividendes et le rendement des bons du Trésor à 10 ans est énorme. Les actions devraient également être soutenues par la reprise économique en 2021 et l'amélioration des bénéfiques. Les investisseurs doivent néanmoins rester attentifs aux valorisations excessives et envisager une rotation vers les actions value et cycliques de qualité et vers les thèmes ESG.
	Europe	=/+		Nous restons légèrement optimistes, car le déploiement d'un vaccin devrait favoriser un retour à la normale de l'économie. Une rotation plus durable au profit des actions value et cycliques sera toutefois fonction de la reprise économique, du maintien des soutiens budgétaires et de l'orientation des taux d'intérêt. Les investisseurs devront continuer à se concentrer sur les entreprises qui présentent un potentiel de croissance de leurs bénéfiques à long terme et des modèles économiques résistants.
	Japon	+		Les marchés procycliques, tels que le Japon, comptant une part importante de valeurs industrielles et de consommation discrétionnaire, devraient bénéficier d'un rebond économique et de liens commerciaux étroits avec la Chine. De manière générale, le levier opérationnel élevé des entreprises japonaises devrait avoir un effet positif sur leurs marges bénéficiaires en raison de l'augmentation de leur chiffre d'affaires en 2021.
	Marchés émergents	+		Nous restons constructifs compte tenu de la disponibilité potentielle d'un vaccin à grande échelle et du fait que les investisseurs se détournent davantage des actifs moins rémunérateurs. L'Asie reste notre région préférée, mais l'amélioration des conditions économiques devrait également bénéficier l'an prochain aux pays d'Amérique latine, d'Europe centrale, du Moyen-Orient et d'Afrique.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les bons du Trésor américain dans les portefeuilles globaux, mais surveillons activement la direction des taux et les mouvements de la courbe en tenant compte des discussions sur les mesures de relance budgétaire et des prévisions de pentification de la courbe. Nous leur préférons les TIPS. Dans une perspective d'obligations américaines, les bons du Trésor américain offrent une bonne liquidité, mais pourraient souffrir d'une amélioration des perspectives de croissance. Nous restons donc prudents.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous restons neutres/marginalement positifs compte tenu du soutien de la Fed aux marchés, mais sommes conscients que les <i>spreads</i> IG se sont resserrés. Pour ce qui est du crédit titrisé, les marchés de la consommation et du logement présentent des opportunités sélectives dans la mesure où la consommation et l'épargne américaines restent vigoureuses et où les ratios prêt/valeur sont faibles.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le haut rendement offre un supplément de revenu dans le contexte des taux bas soutenus par l'action de la Fed, mais nous restons très sélectifs compte tenu des risques de défaut et de la lenteur de la reprise. Les investisseurs devront distinguer entre les entreprises capables de rembourser leurs obligations et celles qui sont soutenues par les taux d'emprunt artificiellement bas.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents sur les obligations souveraines du cœur de la zone euro en raison des valorisations excessives et anticipons un léger risque de baisse supplémentaire des rendements, malgré la volonté de soutien de la BCE exprimée notamment avec son dernier train de mesures de relance. En revanche, nous envisageons la dette périphérique de manière positive, principalement par le biais de l'Italie, dans un contexte de soutien politique fort de l'UE, même si nous pensons que les perspectives de compression des <i>spreads</i> sur ce segment sont désormais limitées.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		L'IG européen offre certaines opportunités dans la « quête de rendement », en particulier dans le segment BBB. Le potentiel de compression additionnelle des <i>spreads</i> est limité et les investisseurs sont invités à sécuriser leurs gains là où ce potentiel de resserrement est limité. L'accent sur la qualité et la liquidité doit être maintenu.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> ne se resserreront pas de manière homogène sur tous les segments. La sélectivité est donc plus importante que jamais et les investisseurs sont invités à recourir à la recherche pour équilibrer les rendements et la qualité et éviter les signatures de très faible qualité.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons notre vision favorable de la dette émergente, mais continuons à percevoir un meilleur rapport risque/rendement dans le HY et bien que les <i>spreads</i> soient plus resserrés, une marge de compression subsiste. Nous ne perdons pas de vue le risque de durée de l'IG en cas de pression supplémentaire sur les bons du Trésor américain.
	Émergents Dette en devise locale	+		Nous envisageons la dette libellée en devises locales de manière positive compte tenu des prévisions de faiblesse du dollar américain. Du point de vue des devises, les taux bas du marché mondial, l'inflation modérée, la stabilité de la politique américaine et le contexte de croissance de début de cycle sont autant de facteurs qui soutiennent la dette émergente en devises locales.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole ont grimpé au cours du mois dernier, renforçant notre conviction quant à la reprise économique mondiale et à la rotation en cours. Nous confirmons néanmoins notre fourchette cible de 40 à 50 USD/baril pour le WTI en 2021. Nous réaffirmons également notre point de vue constructif sur l'or, malgré la correction récente. L'or bénéficiera du positionnement accommodant prolongé des banques centrales.
	Devises			Bien que l'essentiel de l'écart de sous-évaluation des devises du G10 (par rapport au dollar) ait été absorbé, la transition de « contraction à reprise » suggère que le billet vert dispose encore d'une marge de correction à la baisse, du moins au premier semestre 2021. De plus, notre « scénario central » de reprise mondiale se traduit concrètement par une performance des matières premières en phase avec le PIB nominal, une légère pentification de la courbe des taux et une surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance. Tous ces facteurs sont susceptibles de peser sur le dollar, qui reste encore à environ 3 % au-dessus de sa juste valeur moyenne. Dans ce contexte, la couronne norvégienne, le dollar australien, la couronne suédoise et le dollar canadien présentent les profils de risque/rendement les plus élevés.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au jeudi 7 janvier 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 - typhoonski

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

BRECHT David, CFA, Analyste obligataire

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit