

CIO VIEWS



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

L'inflation est-elle sur le point de s'envoler ?

Si le début de l'année 2021 a conduit les marchés à remettre en question le scénario de disparition définitive de l'inflation, le débat s'est intensifié en février, le point mort d'inflation à 10 ans aux États-Unis atteignant son plus haut niveau depuis 2014 et intégrant des anticipations d'inflation plus élevées. Nous observons également des pressions sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie. Malgré cette tendance à la hausse, les niveaux absolus d'inflation restent modérés. Certaines pressions inflationnistes sont notamment attendues cette année en raison des effets de base. Cependant, le problème n'est pas ce rebond à court terme de l'inflation, mais le changement de paradigme à venir. **Les questions qui se posent aujourd'hui concernent l'ampleur de la surprise en matière d'inflation pour 2021 et le caractère provisoire ou non de cette accélération.**

Ou à l'inverse, nous dirigeons-nous vers une période prolongée de hausse de l'inflation ? Le scénario de hausse de l'inflation semble se concrétiser, soutenu par le vaste plan de relance budgétaire américain attendu et le redressement de la demande qui devrait intervenir au fur et à mesure de l'avancée de la campagne de vaccination. Le plan proposé de 1 900 milliards de dollars US a conduit certains économistes (Summers, Blanchard) à alerter sur le fait que l'inflation marquera la fin de cet important coup de pouce budgétaire. Toutefois, d'autres affirment que cet ensemble de mesures est assorti d'une certaine marge de manœuvre, car la faiblesse du marché de l'emploi persiste et ne devrait pas se traduire par une hausse permanente de l'inflation, alors que la croissance des salaires devrait rester limitée.

Il est important de noter que le point de départ de cette récession est très différent de celui de 2008. Tout d'abord, il s'agit d'un choc temporaire énorme qui sera suivi d'un renversement brutal avec des conséquences moins permanentes par rapport à celles d'une crise financière. Ensuite, les niveaux élevés de liquidité au sein du système, la hausse des revenus des particuliers et de l'épargne ainsi que l'effet de richesse important vont probablement débloquent la demande insatisfaite, le tout constituant un cocktail qui pourrait stimuler davantage l'inflation. Enfin, il existe un risque que les banques centrales soient piégées dans leur rengaine de taux d'intérêt bas et de politiques accommodantes visant à restaurer les conditions économiques et s'attaquer aux thèmes sociaux stratégiques.

Les mesures de relance budgétaire importantes pourraient justifier un rebond de l'économie qui serait susceptible non seulement d'entraîner des pressions inflationnistes, **mais aussi d'accentuer les divergences entre les États-Unis et le reste des pays développés.** Par conséquent, la position vendeuse sur le dollar sera relativement difficile et renforcera l'attrait des obligations américaines dans le désert du rendement. **La Chine (et plus largement l'Asie) maintient un rythme de reprise solide**, ce qui s'est traduit par des marchés actions dynamiques en début d'année. La région asiatique demeure attrayante pour les investisseurs : elle est restée particulièrement résiliente l'année dernière en termes d'investissements directs étrangers dans un environnement globalement morose, alors que la Chine a pour la première fois dépassé les États-Unis sur ce front. Des signes de ralentissement apparaissent également, mais si l'on regarde l'évolution de l'indice PMI sur les trois derniers mois, la Chine et l'Inde figurent parmi les pays les plus performants, à l'instar des États-Unis. Le nouveau budget de l'Inde en faveur de la croissance devrait faciliter le retour des investisseurs dans le pays. Dans ce contexte, nos principales convictions sont :

- **Tant que le thème de la reflation reste d'actualité, les investisseurs devraient continuer à privilégier les actions aux obligations, en maintenant un biais en faveur des marchés plus cycliques** (Japon et Asie émergente), et commencer à prendre des positions sur certains marchés à la traîne ou sous-évalués (Russie). Toutefois, les investisseurs devraient surveiller l'impact de l'inflation sur les bénéficiaires par l'intermédiaire des prix des intrants, qui s'avèrent être un sujet de

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Appétit pour le risque, les actions étant privilégiées au crédit dans un contexte de reflation. Les taux américains à 10 ans supérieurs à 1,5 % constituent l'un des principaux risques à surveiller

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Renforcement de certains secteurs cycliques et des devises liées aux matières premières
- ▶ Plus optimistes à l'égard des points morts d'inflation aux États-Unis, prudents vis-à-vis des bons du Trésor américain sur les marchés obligataires internationaux
- ▶ Plus prudents vis-à-vis des obligations en devise locale des marchés émergents

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

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 Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Strategies Asset Allocation

AVERTISSEMENT

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

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 - Nora Carol Photography

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, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, 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

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

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

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

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

CIO VIEWS

discussion. Alors qu'un consensus semble se former sur le commerce cyclique avec la réouverture de l'économie, la pertinence de la sélection des actions gagne en importance. L'accent devrait être mis sur les entreprises saines, avec une préférence pour les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, et ce, dans le cadre d'une tendance de rééquilibrage pluriannuelle. À court terme, tout signe de ralentissement de l'activité économique pourrait marquer une pause de cette rotation, mais nous estimons que cela sera provisoire et renforcé par une pentification de la courbe des taux et un rebond des taux d'intérêt.

- **Conserver un appétit pour le risque sur les marchés du crédit pour bénéficier de la protection des banques centrales** et commencer à renforcer l'ISR dans le segment des obligations (vertes et sociales), car les banques centrales pourraient commencer à ajuster leurs programmes d'achat dans ce sens. Par exemple, en Europe, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a récemment proposé de commencer la décarbonisation du bilan de la BCE, tandis que la présidente de cette dernière, Christine Lagarde, a également fait part de sa volonté de prendre des mesures qui permettrait à l'institution de jouer un rôle plus actif dans la lutte contre le changement climatique. Ce n'est que le début d'une tendance qui devrait selon nous s'inscrire dans la durée à mesure que les mandats des banques centrales commenceront à s'adapter au nouveau paradigme post-Covid-19 (mesures de relance budgétaire de grande ampleur pour lutter contre la pandémie et évolution en faveur d'une économie plus verte et d'un modèle de croissance inclusive).
- **Commencer à construire des couvertures contre le risque d'inflation avec un point mort d'inflation** et plus généralement avec une approche d'investissement qui met chaque argumentaire d'investissement face à un scénario d'une hausse de l'inflation. Cela affectera l'allocation sectorielle avec une prédilection pour les secteurs liés aux actifs réels (matières premières, énergie, infrastructures) et la sélection de titres individuels, avec une préférence pour les entreprises présentant des niveaux d'endettement gérables, des valorisations réalistes et un pouvoir de fixation des prix.

MACRO



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

Risque inflationniste dans un contexte d'atonie du marché de l'emploi et « voir les choses en grand »

- **Le thème de l'inflation est de nouveau d'actualité. Nous maintenons notre préférence pour les actions sous-évaluées, les valeurs cycliques, les actifs émergents et les points morts d'inflation aux États-Unis.**
- **L'atonie du marché de l'emploi freinerait la dynamique de l'inflation cette année, malgré l'ampleur du plan de relance budgétaire américain et l'intervention de Janet Yellen qui incite à « voir les choses en grand ».**
- **Un environnement plus incertain pour le dollar US.**

Nous pensons qu'un début de campagne de vaccination plus réussi et les anticipations d'un vaste plan de relance budgétaire aux États-Unis favorisent la croissance américaine par rapport à celle de l'Europe. Dans ce contexte, un débat passionnant sur l'inflation est à l'œuvre. Notre indice Global Inflation Focus témoigne de cette tendance à la hausse de l'inflation, en particulier aux États-Unis.

Où en sommes-nous à l'égard de ce débat sur l'inflation ?

- **Marché de l'emploi** – L'indice des prix à la consommation devrait s'inscrire à la hausse, puis se stabiliser, et ne pas s'accélérer davantage. Un facteur important est le marché de l'emploi, pour lequel nous n'anticipons pas de redressement à ses niveaux d'avant la pandémie de Covid-19, pas même

en 2022. Il existe des divergences, en termes de taux de chômage dans différents secteurs, et un écart de compétences qui a creusé les inégalités. Une reprise du marché du travail sera inégale et prendra du temps, réduisant ainsi les pressions inflationnistes au moins en 2021.

- **Écart de production** – Nous estimons que l'écart de production aux États-Unis s'élève à 900 milliards de dollars, en tenant compte des données du marché de l'emploi. **La taille et en particulier les bénéficiaires du plan de relance budgétaire en 2022-2023 pourraient entraîner un changement structurel aux États-Unis** en termes de productivité et de dynamisme du marché de l'emploi.

Nous pensons que les points morts d'inflation augmenteront sous l'effet des mesures de relance budgétaire et de l'amélioration de la croissance.

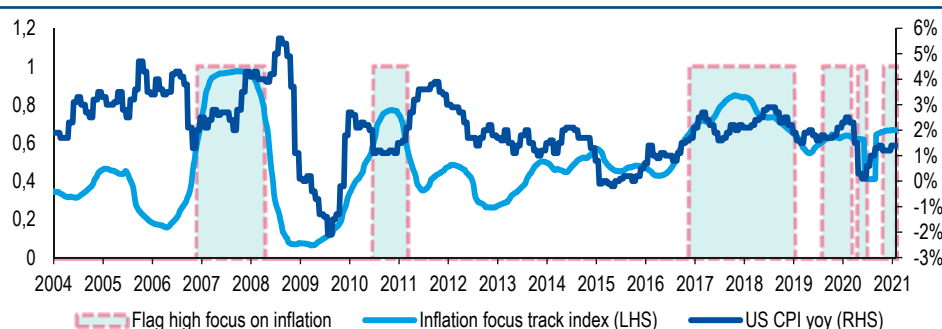
Par ailleurs, les courbes des taux réels à 5 et 30 ans pourraient encore se pentifier.

Les taux à 5 ans devraient baisser en raison de la position de la Fed consistant à maintenir des taux bas et à tolérer une inflation plus élevée, tandis que la partie longue intégrera les mesures de relance budgétaire supplémentaires et une reprise plus rapide.

Même si nous pensons qu'il existe un plafond à la partie longue de la courbe (le taux du bon du Trésor à 10 ans à 1,50 % reste essentiel pour nous), un

L'amélioration des perspectives de croissance et un plan de relance budgétaire de grande ampleur aux États-Unis pourraient entraîner une hausse de l'inflation, mais l'atonie du marché de l'emploi permettrait de ne pas avoir un taux d'inflation excessif, au moins en 2021

Indice Inflation Focus Track



Source : Amundi Cross-Asset Research, au 7 février 2021. Méthodologie : l'indice Inflation Focus Track est l'outil propriétaire d'Amundi Cross-Asset Research basé sur l'analyse du *big data* sur le Web (Google Trends). Les combinaisons de texte/mots pertinentes sur le thème de l'inflation sont identifiées et suivies de manière dynamique en fonction de la popularité des recherches sur le Web. Nous avons détecté deux régimes pertinents (attention élevée et faible attention) pour définir les implications les plus appropriées en matière d'investissement multi-actifs.

MACRO

taux d'inflation plus important pourrait être toléré par la Fed, car la dette sera finalement plus facile à rembourser (et contrebalancera une hausse modérée et lissée des taux).

C'est pourquoi nous pensons que les investisseurs devraient rester prudents vis-à-vis de la duration américaine et optimistes à l'égard des points morts d'inflation aux États-Unis.

En revanche, **la tolérance vis-à-vis d'un niveau d'inflation légèrement plus élevé de la part de la Fed, laquelle ne devrait pas empêcher un éventuel relèvement des taux, devrait soutenir les marchés actions.** Nous sommes optimistes à l'égard des valeurs cycliques, des actions sous-évaluées et de l'ensemble des marchés émergents. Évidemment, la gestion de la crise liée à la Covid-19 et la prévention de la propagation des nouveaux variants du virus constitueront des facteurs importants, étant donné que le marché n'envisage pas d'autres questions liées à la santé (il s'agit d'un risque majeur).

En outre, **les caractéristiques de couverture des actions lors des changements de régime soutiennent cette classe d'actifs.** Selon notre analyse, les actions devraient offrir

une bonne protection contre un changement de régime d'inflation fondé sur une croissance plus forte, une amélioration des fondamentaux des entreprises et une augmentation du coût unitaire de la main-d'œuvre, ce qui peut avoir des effets sur les consommateurs.

L'unique mise en garde. Selon notre analyse des performances mensuelles depuis 2000, la hausse des points morts d'inflation et la baisse des taux réels ont historiquement entraîné un repli du dollar américain. Pour l'heure, nous pensons que celui-ci restera faible par rapport aux devises liées aux matières premières et qu'il restera vigoureux par rapport à celles affichant un faible rendement (notamment le franc suisse et le yen).

Toutefois, au second semestre, cette tendance pourrait marquer une pause, l'environnement devenant plus contrasté pour l'USD. Lorsque les points morts d'inflation atteindront le point de bascule et chuteront (et que les taux réels augmenteront), l'USD pourrait alors s'apprécier.

Nous n'en sommes pas encore là, mais nous estimons qu'il s'agirait là d'un risque clé à surveiller.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Tirer parti des stratégies de reflation et de valeur relative



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Dans un environnement globalement favorable aux actifs risqués, avec l'affaiblissement de certains indicateurs, nous décelons des opportunités sélectives sur les marchés des changes pour miser sur des thèmes verts à long terme et sur un biais en faveur des valeurs cycliques

L'évolution de la confiance des entreprises, des anticipations d'inflation du marché et des rendements des bons du Trésor américain s'inscrit dans le sillage de l'amélioration du contexte économique dans les pays développés et émergents, et ce, à la faveur d'un *policy mix* économique stimulant. Alors que le secteur manufacturier continue d'afficher une certaine résilience, les services montrent des signes de divergence face aux mesures de restriction et aux nouveaux variants de la Covid-19. Des divergences apparaissent également au niveau régional (États-Unis et UE). Cet environnement confirme la dépendance des économies à une campagne de vaccination réussie, alors que les valorisations absolues et relatives font état d'une dichotomie. **Les investisseurs devraient conserver une approche active dans leur recherche d'opportunités sur l'ensemble et au sein des classes d'actifs**, tout en tenant compte de l'agitation et de la volatilité sur le front des taux et des tendances de l'inflation. Par conséquent, des ajustements sont nécessaires pour adopter un positionnement global de façon dynamique.

Des idées à conviction forte

Le rebond du secteur manufacturier, les révisions des bénéfices et l'assouplissement des conditions financières nous permettent de **conserver une opinion positive à l'égard des actions, même si nous**

reconnaissons que certaines poches sont tendues, ce qui conforte notre approche sélective et fondée sur la valeur relative. Nous restons neutres vis-à-vis de l'Europe et des États-Unis, et optimistes à l'égard du Japon et de l'Australie, car ces derniers devraient bénéficier de leur biais en faveur des secteurs cycliques. En ce qui concerne les marchés émergents, **nous demeurons optimistes vis-à-vis de l'Asie** par le biais de valeurs chinoises de la « vieille économie » et de titres du secteur de la consommation cyclique. Les investisseurs peuvent tirer parti des valeurs sous-évaluées/sous-performantes par l'intermédiaire de la Corée du Sud, de l'Amérique latine et de la Russie.

Ducôté de la duration, nous maintenons une opinion neutre sur les États-Unis (bons du Trésor à 10 ans) à des fins de diversification et privilégions les points morts d'inflation. Au Royaume-Uni, nous estimons que les investisseurs devraient désormais envisager des stratégies liées à la pentification de la courbe, notamment sur le segment 2-10 ans. Le ton accommodant de la Banque d'Angleterre (BoE) et la hausse de l'offre de l'or sur la partie longue de la courbe pourraient exercer des pressions haussières sur les rendements à long terme. En outre, le succès du pays sur le front de la vaccination et la hausse des prix à la consommation viennent étayer les anticipations de hausse de l'inflation. En Europe, même si les valorisations actuelles de la dette des

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 = Investimes Grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

États périphériques offrent un potentiel de contraction plus faible, nous restons optimistes. C'est notamment le cas pour une stratégie de valeur relative sur l'emprunt italien à 30 ans contre celui de l'Allemagne, en raison de la puissance de feu de la BCE, de la demande des investisseurs étrangers pour la dette italienne et du nouveau gouvernement dirigé par l'ancien président de la BCE Mario Draghi.

Le **crédit** reste soutenu par les mesures d'assouplissement quantitatif. Nous anticipons un resserrement très limité des *spreads*, alors que la classe d'actifs offre toujours un certain niveau de rendement. Nous privilégions le crédit IG européen compte tenu de son niveau d'endettement plus faible par rapport à celui des créances IG américaines.

Nous restons positifs à l'égard des obligations émergentes, mais recommandons désormais aux investisseurs de couvrir pleinement l'exposition aux taux américains (USD et duration) afin de lisser les risques d'une accélération de la croissance/de l'inflation, soutenue par le renforcement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis. Nous pensons également qu'il existe un potentiel de resserrement des *spreads* plus élevé sur les titres HY que sur le segment IG. Même en ce qui concerne les taux locaux, où le principal moteur reste l'exposition aux devises, la marge de manœuvre pour une nouvelle contraction est limitée.

Sur le front des devises, un environnement favorable à la reflation,

associé aux opportunités de valeur relative au sein de ce segment, nous permet de **revoir à la hausse notre opinion sur la livre sterling et le dollar canadien** par rapport au franc suisse, et ce, en raison de valorisations attractives. Nous conservons notre opinion à l'égard des parités CAD/USD et NOK/EUR. Sur les marchés émergents, même si nous maintenons notre opinion positive vis-à-vis d'un panier de devises émergentes, nous avons revu à la hausse notre opinion sur le rouble russe. Par ailleurs, notre opinion sur le CNY et le KRW par rapport à l'EUR s'est améliorée, sous l'effet des anticipations d'afflux de capitaux vers les actifs libellés en CNY et de la possibilité de participer à la transition mondiale en faveur de l'énergie électrique verte, qui repose sur des métaux conducteurs, tels que les semi-conducteurs.

Risques et couvertures

Toute hausse significative des taux et de la dynamique d'inflation ainsi que des rendements des bons du Trésor américain pourrait avoir un impact sur l'attrait des actions par rapport aux obligations, en raison de l'augmentation du coût de financement. Par conséquent, nous restons vigilants et recommandons aux investisseurs de protéger les expositions aux actions, au crédit et à la duration par le biais de plusieurs stratégies de couverture. L'or pourrait également constituer une source de soutien dans un contexte de liquidité abondante dans l'environnement actuel.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte de soutien des gouvernements aux marchés, les investisseurs devraient explorer les secteurs et les titres affichant une visibilité et une transparence sur les flux de trésorerie futurs

Discrimination progressive nécessaire dans un environnement de prise de risque

Nous pensons que le développement de l'immunité collective et les anticipations d'un maintien des mesures de relance budgétaire entraîneront un rebond économique. Toutefois, les questions liées au rythme de cette reprise, à l'inflation, à la propagation de la pandémie et à la qualité du crédit restent sans réponse. Nous pourrions désormais être témoins d'une hausse de la valeur des actifs déjà chers, car les liquidités injectées par les banques centrales et la quête de rendement des investisseurs ont dopé les prix de certaines poches sur le marché du crédit. En revanche, les actifs moins onéreux et de faible qualité pourraient encore se replier. Par conséquent, **les investisseurs devraient compléter leur position vis-à-vis du risque par une approche prudente, sélective et axée sur la recherche pour ce qui concerne le crédit.**

Obligations internationales et européennes

Nous avons revu à la baisse notre opinion à l'égard de la durée américaine, face aux mesures de relance budgétaire de grande ampleur et au niveau particulièrement élevé de l'inflation, tout en restant globalement défensifs, y compris en Europe. Nous pensons que la courbe américaine

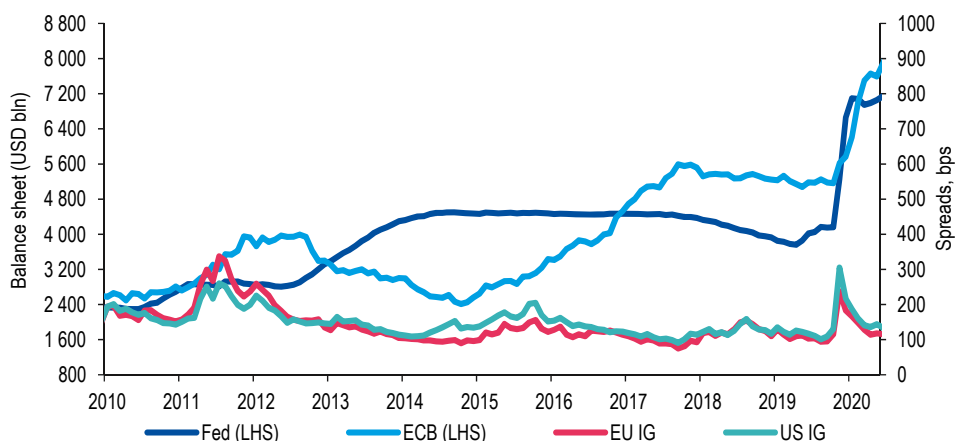
devrait se pentifier et, par conséquent, les investisseurs devraient maintenir une exposition « barbell » le long des courbes 2-10 ans et 30-10 ans. **En ce qui concerne les points morts d'inflation, notre opinion vis-à-vis des taux américains à 10 et 30 ans s'est améliorée** (tolérance de la Fed à une hausse de l'inflation, changements structurels, effets de base), tandis que nous avons adopté un positionnement neutre/positif à l'égard de l'Europe.

Concernant cette région, nous restons positifs à vis-à-vis de la dette des États périphériques, notamment sur les emprunts italiens, bien que des inquiétudes liées à la croissance subsistent. Le nouveau gouvernement a permis d'atténuer les risques politiques pour le moment, mais nous restons vigilants.

Nous restons positifs vis-à-vis du crédit, car la hausse des anticipations d'inflation affecte les rendements réels, **mais préférons la dette à court terme en général.**

Un resserrement des *spreads* est plus probable dans le segment High Yield (HY), en particulier sur les instruments de qualité inférieure et hybrides, ce qui pourrait également offrir des opportunités. Nous apprécions également la dette subordonnée

Les liquidités injectées par les banques centrales profitent à tous les segments



Source : Amundi, Bloomberg. Dernières données mensuelles au 17 février 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 = devise forte, DL = devise locale, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, ZE = zone euro. BDP = balance des paiements.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

d'établissements financiers en euros, à condition qu'elle devienne éligible au programme d'achats d'obligations de la BCE.

Obligations américaines

La prodigalité budgétaire et les dépenses supplémentaires du secteur privé, ainsi que le soutien de la Fed (qui maintient des taux bas et des conditions financières accommodantes), laissent entrevoir une reprise économique. À cela s'ajoute la difficulté à trouver une main-d'œuvre qualifiée et une épargne excédentaire des ménages, vous obtenez ainsi une hausse des anticipations d'inflation et une pentification de la courbe des taux. **Cela explique notre opinion négative à l'égard des bons du Trésor américain et notre optimisme vis-à-vis des TIPS.** Toutefois, le double déficit et la détérioration budgétaire ne sont pas une bonne recette pour un USD fort à moyen terme (même si les investisseurs doivent surveiller une éventuelle hausse des taux).

Les actifs risqués – le crédit d'entreprise, le crédit titrisé et l'immobilier – constituent un élément clé de la performance. **Cependant, un niveau élevé de sélectivité est crucial dans l'ensemble, avec une attention particulière portée aux fondamentaux des entreprises.**

Le crédit titrisé, notamment lié au marché immobilier, affiche des

fondamentaux et des facteurs techniques solides. Enfin, le marché hypothécaire reste soutenu par les revenus et l'épargne des ménages.

Obligations des marchés émergents

Les évolutions liées à l'épidémie de Covid-19 font pression sur les anticipations de croissance, mais le différentiel de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés devrait encore se creuser. Nous maintenons notre opinion positive vis-à-vis de la dette en devise forte, en particulier sur le segment HY. **En ce qui concerne la devise locale et les devises, nous sommes plus prudents,** à la lumière des pressions haussières sur les taux américains et sur l'orientation du dollar. Nous pensons toutefois que certaines devises émergentes continueront de bien se comporter. Sur le plan géographique, la Russie et le Brésil constituent deux de nos principales convictions.

Devises

Nous adoptons désormais un positionnement neutre sur l'USD par rapport au JPY et au CNY dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance aux États-Unis et de hausse des taux américains. Nous sommes également optimistes à l'égard des devises liées aux matières premières par rapport à l'euro et au franc suisse.

ACTIONS

Miser sur la reflation au moyen des actions value, cycliques et de petite capitalisation



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La hausse des taux et l'exubérance du marché dans certains secteurs sont des conditions qui nous poussent à nous concentrer davantage sur les valorisations et les fondamentaux

Évaluation globale

Les marchés regardent au-delà des obstacles à court terme posés par la Covid-19 et du rythme peu soutenu de la campagne de vaccination dans toute l'Europe. Le sentiment des investisseurs semble être alimenté par les espoirs de maintien des mesures de soutien, ainsi que par l'éventualité de plus en plus forte d'une réouverture. Toutefois, la situation réelle est plus nuancée, car cette confiance s'est **transformée en exubérance sur certains segments**, ce qui entraîne une forte volatilité, notamment dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Nous sommes convaincus de la nécessité d'afficher un optimisme prudent vis-à-vis de cette exubérance. **Les investisseurs doivent s'appuyer sur l'analyse fondamentale et un processus rigoureux** pour identifier des entreprises présentant des flux de revenus et des bilans durables.

Actions européennes

Nous continuons de croire aux valeurs cycliques vs les défensives et aux actions sous-évaluées par rapport à celles de type croissance, mais il est important de reconnaître que certains segments ont déjà intégré une ouverture très favorable, ce qui justifie la nécessité d'une approche sélective.

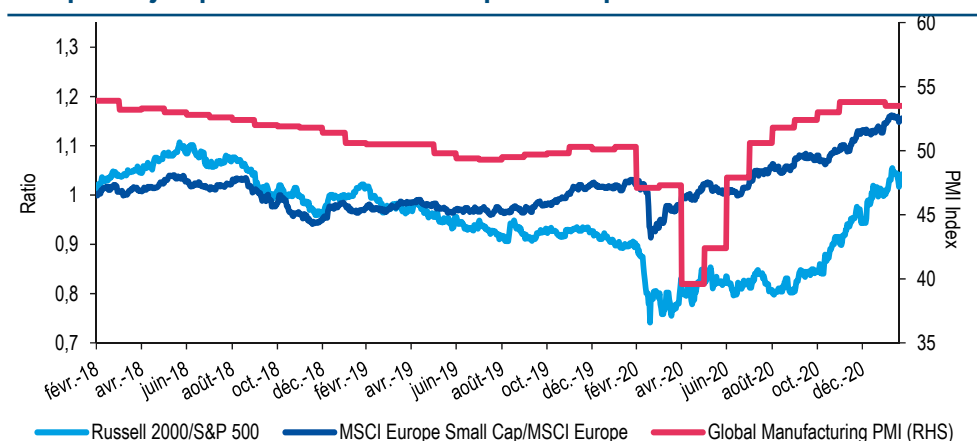
Nous apprécions plus particulièrement les valeurs bancaires, car il s'agit d'un secteur où la réouverture n'est pas

encore intégrée. Par ailleurs, nous maintenons notre biais en faveur des matériaux et de la santé. À l'inverse, nous avons revu à la baisse notre opinion sur les secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme l'immobilier et sommes prudents à l'égard des biens d'équipement, le secteur ayant très vite intégré une reprise. Nous sommes négatifs sur des segments tels que les technologies qui affichent des prix nettement supérieurs aux fondamentaux. Toutefois, nous considérons que les principaux risques résident dans l'inflation et le consensus de marché sur la reprise. Ainsi, nous conservons des positions sur certaines composantes défensives de l'économie comme les télécommunications pour lesquelles nous avons revu notre opinion à la hausse. Enfin, nous apprécions les petites capitalisations, car elles présentent des valorisations raisonnables et sont liées au thème de la reprise cyclique intérieure. Dans l'ensemble, nous restons attentifs aux valorisations.

Actions américaines

Les mesures de relance budgétaire de grande ampleur, les progrès sur le front de la vaccination et les résultats solides des entreprises placent les thèmes du rebond économique, du redressement des bénéfices et du scénario de reflation sur le devant de la scène à court terme. Cette réflexion conforte notre anticipation d'une

La reprise cyclique devrait soutenir les petites capitalisations



ACTIONS

rotation durable des principaux thèmes au détriment des valeurs à fort(e) croissance/momentum et à durée élevée, qui dépendent davantage des taux d'actualisation pour leurs cours élevés. La faiblesse des taux a entraîné une baisse du coût du capital ainsi qu'une hausse des multiples de valorisation, ce qui constitue un risque clé. Mais pour le moment, compte tenu de la pentification des courbes de taux et des anticipations d'inflation, leurs prix pourraient être affectés. **Au contraire, les actions sous-évaluées (titres « value » de grande qualité) et cycliques devraient gagner du terrain en raison de leurs valorisations attractives et de l'amélioration attendue des bénéfices des entreprises cycliques en 2021.** Nous sommes également optimistes à l'égard des secteurs cycliques, car ils intègrent progressivement la reprise économique. D'un point de vue sectoriel, une pentification de la courbe des taux devrait soutenir les valeurs financières et celles de l'énergie par rapport aux valeurs industrielles (multiples de bénéfices élevés), ce qui marque un changement comparé à 2020, lorsque les rendements étaient particulièrement bas. Il est important de noter que les investisseurs devraient

explorer des secteurs dont la reprise n'est pas encore intégrée dans les cours du marché. Dans l'ensemble, nous restons très sélectifs et pensons qu'il existe des opportunités dans les secteurs impactés par la Covid-19, mais l'apparition de nouveaux variants du virus pourrait présenter des risques.

Actions émergentes

Les difficultés rencontrées dans la production de vaccins et la propagation des variants de la Covid-19 ont affecté certains marchés émergents, mais cela ne modifie pas notre opinion positive à long terme sur la région, où la sélectivité reste importante. Nous maintenons une opinion favorable à l'égard des secteurs de la consommation cyclique, des technologies de l'information et de l'immobilier. Bien que nous restions prudents à l'égard des biens de consommation de base, nous avons légèrement renforcé le secteur par l'intermédiaire d'idées ascendantes en Chine. Toutefois, nous sommes préoccupés par certaines valeurs financières chinoises en raison de leurs valorisations élevées, et nous continuons à rechercher des actions sous-évaluées présentant des caractéristiques cycliques, de croissance et de qualité.