CIO VIEWS

Le calme en surface cache de forts courants de fond

Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe

Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Les marchés financiers semblent garder leur calme, malgré l'accélération des chiffres de l'économie réelle. De manière générale, **les perspectives nous paraissent favorables, mais les grandes économies se trouvent à différents stades de leur accélération. L'Europe et certains pays émergents, notamment, ont encore du chemin à parcourir.** En revanche, ce que toutes les régions ont en commun, ce sont les **pressions croissantes sur les prix des intrants et à la production** dans un contexte de perturbation des chaînes d'approvisionnement, avec des taux d'inflation en forte hausse. De forts courants de fond pourraient rendre l'environnement bien moins sûr qu'il n'y paraît.

Le marché de l'emploi des États-Unis arrive à un moment charnière, puisque dans de nombreux États, les allocations d'urgence cesseront à la fin du mois de juin. Nous savons que la Fed regardera les données effectives plutôt que les prévisions et que l'évolution des données sur l'emploi ne sera pas visible avant la publication du mois d'août, lorsque certains des effets de base de l'inflation commenceront également à s'estomper. Ce sera le point de pivot. Le discours de la Fed s'est déjà infléchi lors de la réunion de juin, la banque centrale constatant un renforcement de l'économie et révisant à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2021. Elle continue néanmoins de considérer que la hausse de l'inflation est « en grande partie due à des facteurs transitoires » avec la présence de quelques risques haussiers. L'incertitude reste élevée et même si les marchés croient au scénario d'inflation transitoire, les mois à venir seront probablement plus difficiles. **Les anticipations d'inflation ont déjà progressé, le point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans ayant atteint son plus haut en sept ans à 2,55 %.** Ce niveau est déjà en ligne avec l'objectif d'inflation moyenne de la Fed de 2 %. Toute hausse supplémentaire risque de briser l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, obligeant la Fed à agir de manière plus agressive que ce que les marchés attendent.

Côté investissements, ces perspectives **confirment la nécessité de faire preuve de prudence**. Ainsi, même si le rebond économique continue de soutenir les actifs risqués, les investisseurs pourraient se retrouver dans des eaux plus agitées si le scénario d'inflation venait à évoluer. Ceci étant posé, voici nos principales convictions :

- **Le thème de la reflation cyclique n'est pas terminé, mais devient moins évident** - Le potentiel de surprises économiques aux États-Unis s'estompant, l'équilibre entre les prévisions et la réalité semble se stabiliser. La dynamique de réouverture qui a été bénéfique pour tous est en train de s'essouffler, ce qui signifie que désormais, les opportunités sur le marché des actions américaines semblent plus idiosyncrasiques et moins dépendantes de la direction du marché. Le pourcentage exceptionnel de 70 % de gérants actifs à surperformer l'indice Russel 1000 en mai (un record depuis 1992) est un des marqueurs de cette évolution du marché. En Europe, la dynamique de redémarrage n'en est qu'à ses débuts et c'est encore plus vrai dans les pays émergents où les paris directionnels ont encore un potentiel intéressant.
- **Poursuite des rotations dans un contexte de valorisations absolues élevées** – Les valorisations des actions sont chères en termes absolus, mais pas en termes relatifs par rapport aux obligations, ce qui signifie qu'à moyen terme, il n'y a pas d'alternative à l'investissement en actions. À ce stade cependant, et à l'approche de l'été, nous préférons maintenir un positionnement plus neutre concernant l'orientation de la politique de la Fed. De plus, nous pensons que la rotation value va se poursuivre, car les écarts de valorisation sont encore très importants. En revanche, son intensité devrait s'estomper par rapport à ce qui a pu être observé depuis le mois de novembre et sa trajectoire sera moins linéaire, mais les actions décotées devraient surperformer les actions de croissance pour de nombreuses raisons (cycle des matières premières, reprise cyclique, hausse

Sentiment de risque global

Risk off — Risk on

Rester neutre, mais actif sur les classes risquées, en comptant moins sur la direction du marché et plus sur la sélection durant la séquence de rotation à venir.

Changements par rapport au mois dernier

- Prudence accrue à l'égard de la duration américaine.
- Révision à la baisse, en gestion diversifiée, de l'inflation américaine à 10 ans en raison des valorisations.
- Devises : constructifs sur la paire IDR/USD, nous ne sommes plus optimistes sur la paire BRL/JPY.

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

des taux d'intérêt). Outre les valeurs décotées, nous anticipons une **montée en puissance de la thématique des actions de rendement** qui devraient surperformer compte tenu de la quête de revenus.

- **Côté obligations, nous conservons un positionnement court sur la duration**, tandis que sur le crédit nous sommes constructifs, notamment en Europe, compte tenu de l'accélération économique dans la région.
- **Dans les pays émergents, nous restons également prudents sur la duration**. L'inflation ne concerne pas seulement les États-Unis. Elle touche aussi les pays émergents, dont les banques centrales sont en phase de durcissement. Or, l'appréciation du dollar résultant des messages récents de la Fed pourrait avoir un effet négatif sur les pays émergents. C'est pourquoi nous maintenons un positionnement neutre sur les obligations émergentes, tout en restant attentifs aux opportunités offertes par les devises et les actions.

Pour l'avenir, nous nous attendons à ce que les marchés restent attentistes, avec quelques mouvements résultant du débouclage des positions d'investisseurs optant pour la neutralité en raison du caractère incertain de la phase actuelle et de la communication de la Fed (les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté après les récentes déclarations de la Fed et le dollar s'est apprécié). Il faudra une grosse surprise sur les marchés pour mettre fin à cette phase d'attentisme et les eaux devraient rester calmes pour le moment. Cela ne signifie pas pour autant que celles-ci sont sûres et de puissants courants pourraient les agiter prochainement. Ce n'est pas le moment de se montrer complaisant ni de prendre des décisions directionnelles fortes et nous recommandons aux investisseurs de redoubler de vigilance pour continuer à bénéficier de la reflation.

MACRO

Virage politique à gauche de l'Amérique latine

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche Groupe

Patryk DROZDZIK,
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Malgré les bouleversements politiques que connaît l'Amérique latine, le potentiel de réforme et de demande dans la région offre des opportunités aux investisseurs actifs

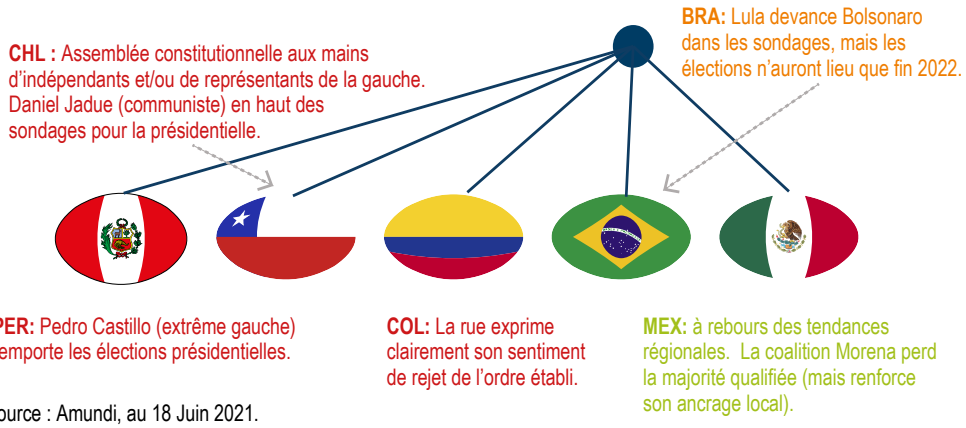
La balance politique latino-américaine penche résolument à gauche, poussée à la fois par les forces structurelles pré-pandémiques et, plus récemment, par un environnement économique cyclique très difficile. Le mécontentement profond à l'égard du *statu quo* et le sentiment de rejet de l'ordre établi sont plus qu'évidents dans les événements récents que nous décrivons ci-dessous. Ce virage politique à gauche est très inquiétant du point de vue macroéconomique et du prix des actifs et pourrait théoriquement se concrétiser par un équilibre défavorable entre production plus faible et prix plus élevés. Cette situation, conjuguée à la montée de l'incertitude, représente un vent défavorable pour les prix relatifs/devises et amène les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées.

Au Pérou, les électeurs ont confié la présidence au candidat de la gauche dure, Pedro Castillo. Bien que les résultats n'aient pas encore été certifiés, Pedro Castillo a très probablement battu la représentante de la droite, Keiko Fujimori, dans une élection extrêmement polarisée et serrée. La victoire probable de Pedro Castillo devrait se traduire par une transformation radicale du modèle économique du pays avec une tentative de révision de la constitution pour renforcer le rôle subsidiaire de l'État en vue d'augmenter les dépenses sociales de manière structurelle. Le Congrès dispose du pouvoir de bloquer les propositions les plus radicales, mais sa structure très fragmentée constitue un problème en soi. La récente modération de l'équipe Castillo est bienvenue, mais il est peu probable qu'elle fasse dévier l'orientation très à gauche de ses politiques.

L'Assemblée constitutionnelle du **Chili** est désormais entre les mains des indépendants de gauche. La coalition de droite au pouvoir, qui recueille traditionnellement environ 40 à 45 % des voix, n'a obtenu qu'un cinquième des sièges lors de récente élection constituante, ce qui est nettement inférieur aux attentes et au tiers nécessaire pour bloquer les propositions radicales susceptibles d'être proposées dans la nouvelle Constitution. Les représentants de la gauche et les indépendants contrôleront désormais le calendrier constitutionnel et chercheront probablement à renforcer le rôle de l'État et les droits sociaux. Le résultat des élections augmente également la probabilité que des élections présidentielles soient organisées dans le courant de l'année.

La grogne sociale se propage en **Colombie**. Déclenchée par la réforme fiscale ambitieuse et prudente, mais malvenue, la contestation sociale a gagné les rues colombiennes sous la

Actualité politique récente en Amérique latine



Source : Amundi, au 18 Juin 2021.

MACRO

forme de manifestations et de grèves importantes. Le projet de réforme fiscale a désormais été retiré, mais les revendications sociales ont augmenté tandis que la note de crédit du pays a été dégradée. Ce nouveau report de la réforme fiscale s'accompagne d'une poursuite de la détérioration de la situation budgétaire. Ces facteurs joueront un rôle dans les prochaines élections générales et présidentielles, prévues pour le premier semestre 2022 et Pétri (communiste) se trouve à nouveau en position de force dans les sondages.

Le **Mexique** semble évoluer à rebours de la tendance régionale. Lors des élections de mi-mandat de début juin, la coalition Morena a perdu la majorité qualifiée et donc le pouvoir d'amender la constitution. Elle conserve néanmoins la majorité simple, ce qui lui permet de contrôler le budget et le calendrier législatif. L'administration de Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO) continuera de promouvoir sa vision étatique du secteur de l'énergie et de financer les projets qui lui tiennent à cœur (raffinerie, aéroport, etc.).[1] Et, même si elle a perdu un nombre important de sièges au niveau fédéral, la coalition Morena a obtenu de bons résultats dans les États, remportant 12 postes de gouverneur et renforçant sa présence locale (sauf à Mexico).

Au **Brésil**, l'ancien président Lula a fait un retour en force sur le devant de la scène, mais les élections sont encore loin. Celles-ci, en effet, sont prévues pour la fin de l'année prochaine, ce qui donne davantage de temps au gouvernement actuel pour asseoir l'économie sur des bases plus solides et se donner une chance d'éviter un virage à gauche, emmené par Lula qui est actuellement crédité de bons résultats dans les sondages. L'absence apparente de changement d'orientation politique s'explique donc par le calendrier favorable des élections plutôt que par la situation politique elle-même. Paradoxalement, cela n'a pas empêché l'administration du président Bolsonaro de mener à bien certaines réformes, contrairement aux autres pays de la région.

GESTION DIVERSIFIÉE

Contexte positif, mais faible directionnalité du marché

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Les investisseurs ne doivent pas courir après les marchés pour l'heure, car ceux-ci doivent encore prendre en compte le ralentissement de la dynamique économique et le risque de hausse de l'inflation

Le scénario de reflation nous paraît toujours d'actualité, car le contexte économique reste légèrement favorable aux actifs risqués. Toutefois, les valorisations chères dans certains segments, l'anticipation par les marchés d'une forte reprise des bénéfices et les PER supérieurs à la tendance historique sont autant de marqueurs d'une certaine complaisance. Du côté de la Fed, l'évolution du marché du travail aux États-Unis et la vigueur de l'économie devraient dicter le calendrier d'un durcissement monétaire, même si les chiffres de l'inflation continuent de surprendre. Nous pensons que la Fed attendra qu'une série de bons chiffres de l'emploi soit publiée avant d'évoquer la réduction des dispositifs de soutien durant l'été ou plus tard cette année, bien qu'elle ait quelque peu durci le ton lors de la réunion de juin.

Dans ce contexte, il convient de rester neutre vis-à-vis des actifs risqués et d'explorer les opportunités de valeur relative, notamment sur les devises, tout en adoptant un positionnement d'ensemble diversifié et actif.

Des idées à conviction forte

Nous maintenons pour l'instant notre positionnement de risque neutre sur les actions (Europe, États-Unis), car les conditions de marché actuelles ne sont pas propices à la prise de nouvelles positions longues, en raison des pressions haussières sur les prix des intrants qui pourraient rogner les marges de certaines entreprises. Les marchés affichent une certaine complaisance et il est possible que les rendements obligataires progressent, ce qui aurait un impact négatif sur la valorisation des actions. Même le positionnement du marché est revenu à ses niveaux d'avant la pandémie, ce qui indique que la plupart des ajustements de prix (liés à la prise en compte des bonnes nouvelles) ont eu lieu. Nous restons néanmoins actifs et guettons les indicateurs qui pourraient nous permettre de revenir sur certains segments sélectionnés, si les rapports risque/rendement sont favorables. Dans les pays émergents, nous percevons certaines difficultés liées au dollar, mais restons légèrement optimistes quant aux actions H chinoises.

Nous continuons à envisager un scénario de reflation en adoptant une position prudente sur les bons du Trésor américain à 10 ans, un point de vue qui semble attractif par rapport au swap d'inflation à 10 ans, pour lequel nous avons perdu notre optimisme, les valorisations étant désormais proches de notre objectif. Nous restons attentifs à la possibilité d'un changement de régime en faveur d'une inflation plus élevée à long terme. Au Royaume-Uni, nous continuons d'anticiper une pentification du segment de 2 à 10 ans de la courbe, compte tenu du succès de la campagne de vaccination et du ton plus sévère de la BoE.

En ce qui concerne la dette périphérique en euros, nous restons optimistes

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, DM = marchés développés, ME= marchés émergents, 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

vis-à-vis des BTP italiens à 30 ans par rapport aux Bunds allemands, en raison du soutien de la BCE, des fortes prévisions de croissance pour l'Italie et de la solidité des facteurs techniques dans un contexte de ralentissement de l'offre de BTP.

Le crédit européen offre des opportunités de portage attractives et un certain potentiel de contraction des spreads, en particulier sur les segments du HY et du crédit IG subordonné, sur fond de perspectives économiques favorables, de redémarrage économique et de trajectoire baissière des taux de défaut. Si le rythme des émissions HY reste élevé, la classe d'actifs offre un potentiel de portage attractif, malgré des valorisations serrées par rapport au niveau de la dette. Nous sommes également constructifs sur l'IG compte tenu de la volonté affichée de la BCE de maintenir le « soutien d'urgence » pour assurer une circulation fluide du crédit dans l'économie.

Bien que la dette des pays émergents reste un atout à long terme dans la quête de revenus des investisseurs, nous maintenons pour l'instant notre position neutre sur les spreads EMBI. **Nous préférons trouver des opportunités sur le marché des changes, qui constitue pour nous un pilier essentiel au déploiement des stratégies de valeur relative.** Nous sommes à présent constructifs sur la paire IDR/USD en raison de l'amélioration de la dynamique économique en Indonésie, de la hausse des exportations, du ton conciliant de la banque centrale et de la prudence budgétaire du gouvernement. Nous envisageons également le KRW (transition verte) et le CNH de manière constructive. En revanche, nous ne sommes plus positifs sur la paire BRL/JPY en raison des valorisations et parce que les bonnes perspectives de croissance semblent déjà intégrées dans le cours du réal.

Il est à noter que la situation géopolitique, les effets à long terme du Brexit et les relations du Royaume-Uni avec les États-Unis et l'Union européenne sont l'occasion de surveiller les fluctuations de la livre sterling par rapport à l'euro. Nous maintenons notre position sur l'USD/JPY ainsi que notre panier de paris reflationnistes : position acheteuse sur la paire CAD/USD et sur la NOK, la GBP et le CAD face à l'EUR et au CHF.

Risques et couvertures

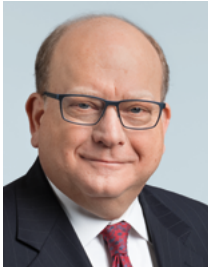
La géopolitique (relations sino-américaines, Brexit), les divergences de croissance et d'inflation et la communication des banques centrales qui en découlent sont autant de défis pour les portefeuilles des investisseurs. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir des couvertures pour protéger leur exposition au crédit IG et d'envisager des dispositifs de couverture efficaces, en cohérence avec le positionnement vis-à-vis des actifs risqués.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Banques centrales vigilantes face au risque d'inflation

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income

Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

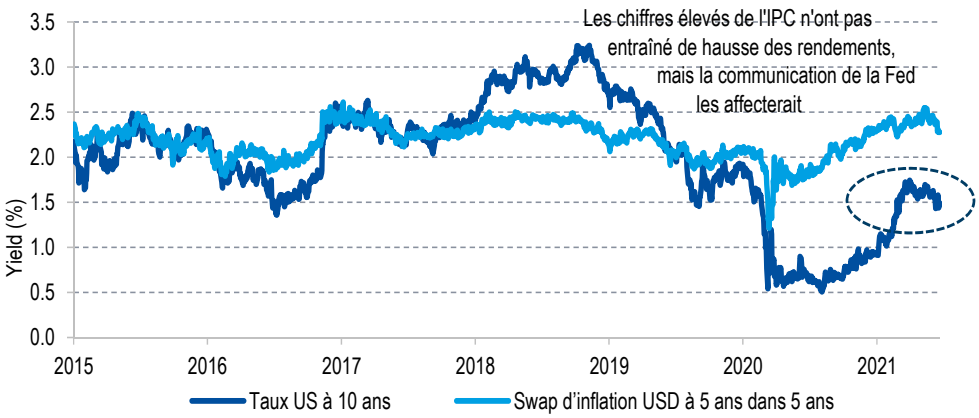
Pour le moment, les marchés sont en phase avec le discours de la Fed selon lequel les pressions inflationnistes sont transitoires, mais il convient de surveiller la manière dont la Fed trouve un équilibre entre répression financière et réduction des mesures de relance

Nous sommes confrontés à une reprise contrastée, portée par les campagnes de vaccination et les dispositifs de relance budgétaire. En zone euro, la transparence apportée par le projet NGEU constitue une toile de fond propice à la réouverture. En parallèle, l'énorme demande insatisfaite génère des pénuries mondiales qui, associées aux effets de base, provoquent une hausse des prix. Face à cette situation, les banques centrales minimisent l'importance de l'inflation et se concentrent sur l'emploi, même si la Fed a d'ores et déjà noté l'amélioration de l'économie. **Ce contexte est favorable au crédit (tant que la croissance ne déçoit pas)**, mais oblige les investisseurs à rester actifs et à surveiller les communications des banques centrales, les anticipations d'inflation et les rendements.

Obligations mondiales et européennes

Nous restons prudents (un peu plus), mais flexibles sur la duration américaine et européenne en raison des anticipations d'inflation et des risques de réduction des dispositifs de soutien. Cependant, nous sommes constructifs sur les obligations périphériques de la zone euro, notamment italiennes, car nous attendons un resserrement des *spreads*. Ailleurs, nous conservons notre opinion constructive sur la Chine et l'Australie. Contrairement aux obligations du Trésor américain, nous sommes optimistes sur les points morts d'inflation aux États-Unis et en Europe dans un contexte de redémarrage économique et de reprise de la demande, mais nous restons diversifiés avec une position en Australie. **Nous restons optimistes à l'égard du crédit,** en raison de l'amélioration des perspectives de défaut, mais la situation est de plus en plus idiosyncrasique, variant d'un émetteur à l'autre. Les investisseurs doivent stabiliser le bêta des portefeuilles en augmentant les *spreads* et la dette à duration courte et en minimisant le risque de duration. Dans le segment IG EUR, nous préférons les secteurs cycliques et la dette BBB à duration courte, mais il convient de rééquilibrer les portefeuilles en réduisant l'exposition à la dette senior des financières. Dans le segment HY, nous sommes sélectivement optimistes à l'égard des titres de duration courte des émetteurs moins bien notés, compte tenu des anticipations d'amélioration des fondamentaux (redressement des bénéfices, désendettement, refinancement à des taux plus bas). De manière générale, il convient d'éviter les titres de crédit dont le prix pourrait être affecté par une légère hausse des rendements.

Les marchés adhèrent au scénario de « laisser-faire » de la Fed



Source : Amundi, Bloomberg, au 17 juin 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

Obligations américaines

Bien que la Fed semble vouloir privilégier le marché du travail et ignorer l'inflation, considérant celle-ci comme un phénomène passager, nous pensons que l'énorme masse monétaire, une sorte de boom démographique et les capacités de production limitées (par rapport à l'accélération de la demande) sont susceptibles de créer des pressions inflationnistes à long terme. Ceci, associé à la hausse du déficit, au durcissement de l'environnement économique de la Fed et aux prévisions d'inflation, nous incite à maintenir une position prudente et active sur les obligations du Trésor américain, mais nous restons constructifs sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation). **Côté obligations d'entreprises, il convient de limiter le bêta et la dette à duration longue**, notamment pour l'IG (préférer les risques idiosyncrasiques au bêta) et de chercher à créer de la valeur par la sélection. Nous pensons également que les opportunités de portage dans le HY sont plus attractives et que les entreprises améliorent leurs fondamentaux en refinançant leur dette à des taux historiquement bas, mais la sélectivité est importante. Les prêts hypothécaires d'agence sont soutenus par la Fed et les marchés de consommation par la vigueur des revenus des consommateurs. Cependant, avec la fin des aides gouvernementales dans certains États et l'augmentation des prévisions de taux qui se traduisent par une prolongation des durations, il convient de bien surveiller la situation.

Obligations des marchés émergents

Nous restons prudents à l'égard de la dette émergente en raison de la hausse des taux et de l'inflation aux États-Unis, du peu de soutien budgétaire et des tensions géopolitiques, malgré une attitude légèrement constructive à court terme sur la dette en devises fortes. Ensuite, nous préférons le HY à l'IG pour les titres souverains et d'entreprises, car le HY offre de meilleures perspectives de portage et pourrait bénéficier de la dynamique de reflation, mais la sélection reste essentielle compte tenu des valorisations élevées.

Devises

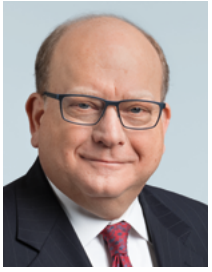
Malgré le maintien de notre opinion légèrement favorable sur le dollar à court terme en raison des anticipations de réduction des dispositifs de soutien et de hausse des taux de la Fed, nous sommes conscients des pressions à long terme qui pèsent sur le billet vert du fait du creusement des déficits jumeaux. Nous restons constructifs à l'égard des devises liées aux matières premières comme le dollar canadien et la couronne norvégienne.

ACTIONS

Rotations, sélection et dividendes

Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions

Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il convient de lever le pied quelque peu en termes de directionnalité dans les rotations. Dans un marché qui exige de la sélectivité, il convient de se concentrer sur la vigueur des entreprises individuelles et sur la croissance des bénéfices

Évaluation globale

Les marchés abordent une phase intéressante où les optimistes évoquent une reprise des bénéfices et où l'Europe, après la Chine et les États-Unis, est susceptible d'entrer en phase d'accélération économique. Les pessimistes, en revanche, insistent sur le fait que les marchés ont déjà intégré ces bonnes nouvelles. **Pour notre part, nous estimons qu'il convient de trouver un juste milieu et faire preuve d'un optimisme prudent, sans sous-estimer la vigueur ou la durée du rebond**. La hausse des marchés ne sera pas linéaire et les investisseurs doivent donc privilégier les bilans solides et la sélection des actions à l'exubérance du marché, en se concentrant sur les entreprises présentant un potentiel de bénéfices durables.

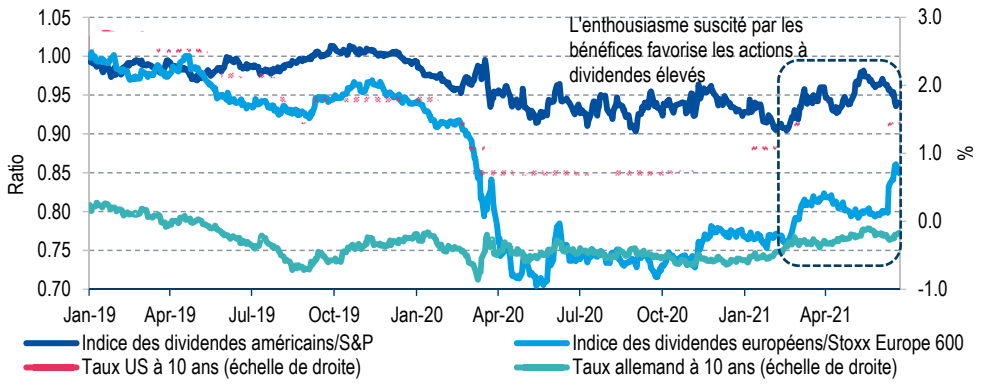
Actions européennes

Nous pensons que la tendance à long terme est toujours celle d'une surperformance basée sur la reprise cyclique et la rotation value. Toutefois, dans l'immédiat, à mesure que nous sortons de la crise et que les bénéfices s'améliorent, la sélection bottom-up, les cas idiosyncrasiques et le rendement des dividendes sont les thèmes clés. L'analyse ESG fondamentale et la capacité des actionnaires minoritaires et des investisseurs activistes à orienter la stratégie des entreprises vers un monde décarboné sont également des thèmes essentiels. Par conséquent, la génération d'alpha sera la clé dans ce marché, caractérisé par une forte dispersion des actions et de faibles corrélations. Nous privilégions une approche de type « barbell », avec un biais pour la normalisation qui nous permet de profiter du rebond grâce aux valeurs cycliques de qualité des secteurs de l'industrie et de la finance dans lesquels nous avons maintenu notre position constructive. À l'autre extrémité, nous voyons d'un bon œil les actions attractives des secteurs défensifs qui nous offrent une certaine protection, comme la consommation non cyclique et la santé, un secteur pour lequel nous avons renforcé notre biais optimiste. Nous restons toutefois prudents (un peu moins) sur la technologie et avons renforcé notre opinion défensive sur la consommation discrétionnaire en raison de l'optimisme excessif dont ce secteur fait l'objet.

Actions américaines

Durant la phase de reprise au cours de laquelle la Fed maintiendra des taux bas et s'accommodera d'une certaine hausse de l'inflation, **les rotations et les dividendes seront des thèmes clés**. En ce qui concerne ces derniers, nous assistons à une accélération des rachats et à un retour de la rentabilité et des hausses de dividendes (bancaires/financières américaines). Ces actions de rendement sont appelées à devenir

Hausse de l'attrait des actions à dividende sur fond de croissance des BPA et de taux bas



Source: Amundi, Bloomberg au 15 juin 2021. Ratio calculé après avoir rebasé les indices.
Indices de dividendes - S&P 500 Dividend Aristocrats, Euro Stoxx Select Dividend 30.

ACTIONS

un thème important dans l'avenir proche en raison de la quête de revenus des investisseurs. Pour ce qui est des rotations, les actions décotées et cycliques devraient profiter du redémarrage. Il est important de noter que, malgré la réouverture, les entreprises sont confrontées à des pénuries de main-d'œuvre et de matières premières, qui font grimper les prix. Il est toutefois peu probable que cela entraîne une compression des marges des entreprises (pouvoir de fixation des prix), celles-ci étant en mesure de répercuter ces hausses de prix sur les consommateurs. Les véritables préoccupations portent sur les segments de croissance spéculative/SPAC. Nous sommes également prudents à l'égard des titres décotés en difficulté (compagnies aériennes, détaillants) et privilégions les titres décotés de qualité. Nous percevons néanmoins quelques pièges, car ces rotations ne seront pas linéaires. À mesure que les chiffres de la croissance réelle cesseront de dépasser les prévisions, les rotations ne seront plus portées par le bêta, mais par les valeurs individuelles. Les investisseurs doivent donc se concentrer sur la sélection des valeurs, en adoptant une approche active et bottom-up permettant d'identifier des entreprises solides avec des moteurs de croissance qui leur sont propres.

Actions émergentes

Nous anticipons une poursuite de l'amélioration des bénéfices au second semestre 2021, notamment dans la région EMOA (Russie) et en Amérique latine (malgré les bouleversements politiques). Nous nous intéressons aux valeurs décotées présentant des caractéristiques de croissance cyclique suffisantes dans nos secteurs préférés, comme la consommation discrétionnaire, l'immobilier et l'industrie. Nous restons, en revanche, prudents sur les financières, la santé et la consommation non cyclique en Chine. Les principaux risques susceptibles d'affecter les actions émergentes sont l'environnement mondial des rendements obligataires, ainsi que les tensions géopolitiques et idiosyncrasiques, mais dans l'ensemble, les valorisations relatives sont attractives.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	**États-Unis**	=		Les programmes de dépenses du président Biden, associés à la poursuite de la campagne de vaccination et des réouvertures, devraient soutenir les dépenses de consommation dans les secteurs des biens et des services. Toutefois, la fin des aides gouvernementales dans certains États, d'éventuelles hausses d'impôts et l'inflation résultant des pénuries d'approvisionnement pourraient constituer un frein. Dans ce contexte, nous restons sélectifs et recherchons des entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix leur permettant de répercuter les hausses des prix des intrants sur les consommateurs afin de préserver leurs marges.
PLATEFORME ACTIONS	**Actions US Value**	+		Nous restons constructifs sur les actions décotées (principalement de bonne qualité) et les actions cycliques et sommes conscients qu'à mesure que les données économiques se conforment aux prévisions, la surperformance dépend moins de la sélection du marché (bêta) que de la sélection des valeurs. Ces rotations resteront une tendance à long terme, soutenue par la hausse de l'inflation, une légère augmentation des rendements obligataires et une forte croissance économique.
PLATEFORME ACTIONS	**Actions US Croissance**	-		Nous restons prudents vis-à-vis des segments d'hyper croissance et de croissance spéculative, qui s'éloignent déjà de l'exubérance excessive affichée précédemment. Cette tendance pourrait se poursuivre à mesure que les prévisions de taux d'intérêt et d'inflation augmentent.
PLATEFORME ACTIONS	**Europe**	=		La forte croissance économique et la politique accommodante (BCE et NGEU) étayent notre vision d'une reprise cyclique bénéfique pour la région. Cependant, les bonnes nouvelles ont en grande partie déjà été intégrées dans les cours et nous préférons nous concentrer sur la valeur relative et rester sélectifs au vu des pressions inflationnistes qui pourraient compromettre les marges de certaines entreprises. À noter que l'ESG, l'activisme actionnarial et les droits des actionnaires minoritaires restent des thèmes clés sur les marchés et pour nous.
PLATEFORME ACTIONS	**Japon**	=		La tendance relative des bénéfices a récemment souffert de la vigueur des bénéfices aux États-Unis et en Europe, mais, à long terme, la reprise cyclique mondiale et les perspectives d'affaiblissement du yen devraient soutenir les marchés japonais.
PLATEFORME ACTIONS	**Marchés émergents**	=/+		La région connaît un rebond de la croissance et des bénéfices, ainsi que des valorisations attractives, mais il est nécessaire de se montrer sélectif et de se concentrer sur les segments décotés/cycliques. Nous percevons quelques obstacles liés aux risques géopolitiques et à la rapidité de la hausse des taux et de l'inflation aux États-Unis.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Govies États-Unis**	-		Nous sommes prudents à l'égard des bons du Trésor américain en raison de la persistance de l'inflation, de la hausse des rendements et du déficit budgétaire colossal. Les marchés semblent adhérer au discours de la Fed sur la nature passagère de l'inflation, ce qui empêche toute hausse des rendements pour l'instant. Pour autant, nous pensons que l'orientation générale des taux reste haussière (non linéaire). Ce sera négatif pour la duration et nous préférons les emprunts d'État indexés sur l'inflation.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**États-Unis Obligations d'entreprise IG**	=		Il est conseillé de réduire le DTS (bêta) et le risque de duration longue dans les portefeuilles, car une augmentation future des rendements de base pourrait affecter les prix du crédit. En revanche, nous apprécions la dette à duration courte et préférons les opportunités idiosyncrasiques pour créer de la valeur. En ce qui concerne le crédit titrisé, nous sommes attentifs aux valorisations, car nous pensons que le secteur s'est en grande partie rétabli.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**États-Unis Obligations d'entreprise HY**	=		Le HY offre un potentiel de portage attractif dans un contexte d'amélioration de l'économie et des fondamentaux et de refinancements à taux bas. Nous restons néanmoins très sélectifs en nous efforçant d'équilibrer la qualité avec le potentiel de rendements plus élevés.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Govies Europe**	-/=		Nous restons prudents sur les obligations du cœur de la zone euro, car nous pensons qu'une amélioration de l'économie (plan NGEU), le redémarrage économique et les pressions inflationnistes pourraient entraîner une hausse des rendements. Nous restons toutefois conscients de la détermination de la BCE à maintenir sa politique de soutien et des conditions financières favorables, ce qui devrait empêcher toute hausse rapide des rendements. Ce soutien de la BCE devrait également permettre à la région d'éviter toute fragmentation, contribuant ainsi à soutenir la dette des pays périphériques.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Euro Obligations d'entreprise IG**	=/+		Nous maintenons un bêta stable, mais le faisons par le biais d'émetteurs de qualité supérieure et sommes encouragés par le soutien de la BCE, qui assure un contexte technique solide, compte tenu notamment de l'amélioration des fondamentaux. Nous privilégions les titres BBB et les durations courtes, ainsi que les secteurs cycliques comme les services financiers (dette subordonnée), l'énergie et l'automobile. En revanche nous estimons qu'il est judicieux de trouver un équilibre en réduisant l'exposition à la dette financière senior.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Euro Obligations d'entreprise HY**	=		La reprise des bénéfices, le désendettement et le refinancement de la dette à des taux bas sont autant de facteurs qui nous permettent de nous intéresser aux émetteurs moins bien notés, tout en maintenant un équilibre entre qualité, rendement et liquidité. Nous évitons les signatures dont les titres pourraient être fortement impactés par une hausse des rendements core.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Émergents Dette en devise forte**	=/+		Nous sommes légèrement constructifs sur la dette en devises fortes à court terme, mais reconnaissons que la marge de compression des spreads est très limitée à moyen terme. Nous maintenons notre préférence pour le HY par rapport à l'IG, tant pour les titres souverains que pour les titres d'entreprises, car le HY offre de meilleures perspectives de portage et pourrait bénéficier de la dynamique de reflation, mais la sélection reste essentielle.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	**Émergents Dette en devise locale**	=		Nous sommes particulièrement prudents en ce qui concerne les taux, mais en matière de change, nous privilégions les devises offrant un bon potentiel de portage tout en restant attentifs à la liquidité. Nous avons une vision plus positive pour le second semestre de l'année malgré les anticipations d'appréciation du dollar, mais nous restons sélectifs.
AUTRES	**Matières premières**			La reprise économique est, de manière générale, propice aux matières premières. Il convient toutefois de noter que les pénuries actuelles de métaux de base sont le résultat de l'arrêt des projets au cours des dernières années du fait de la faiblesse de la demande enregistrée jusqu'alors. Celles-ci sont plus prononcées dans les matières premières (cuivre) liées à la transition verte. Toutefois, cette situation devrait se normaliser d'ici la fin de l'année. De même, la situation du pétrole devrait se détendre lorsque les questions liées aux sanctions contre l'Iran seront résolues. Nous maintenons notre objectif à 12 mois de 65 $/baril pour le WTI.
AUTRES	**Devises**			Le durcissement monétaire et l'assouplissement budgétaire devraient soutenir le dollar (avantage de taux et de croissance économique). Nous tablons sur un renforcement du dollar - notre objectif pour l'EUR/USD est de 1,17 pour la fin de l'année et de 1,16 au premier trimestre 2022. Lorsque les taux réels augmenteront (même s'ils restent négatifs) et que les prévisions d'inflation diminueront, le dollar devrait s'apprécier par rapport aux devises à faible et à fort rendement.

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 ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Juillet-août 2021 #07/08

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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.mscibarra.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 règlementaires 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 1 086 262 605 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 - Thongkoch Chutpattarachai

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*
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, Stratégiste 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*
PERRIER Tristan, *Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset*
VANIN Grégorio, *Analyste Recherche Cross asset*
VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

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