

## CIO VIEWS



PASCAL BLANQUÉ,  
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

## Les obligations sont les sentinelles de la séquence de la reprise

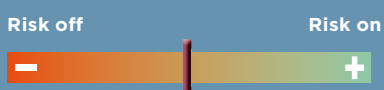
Les développements sur le front du virus et du vaccin et les élections américaines sont des sujets brûlants. **Les marchés intègrent un scénario de verre à moitié plein, malgré les chiffres toujours alarmants de l'infection liée au virus** (deuxième vague en Europe et record de nouveaux cas à l'échelle mondiale). L'interconnexion des trois cycles - virus, économie réelle et financière - se poursuit, mais le mécanisme de transmission du virus change. La capacité du cycle du virus, le plus critique des trois cycles, à affecter les deux autres est désormais plus faible par rapport au début de l'année. Aujourd'hui, le monde est mieux équipé en termes de tests et de mesures locales de confinement et par conséquent la probabilité d'un blocage mondial affectant l'économie diminue. Du côté des marchés, l'argument selon lequel les poussées fiscales et monétaires vont se poursuivre empêche toute perturbation majeure. Tout signe de faiblesse est considéré comme une opportunité d'achat.

**Phase 1 de la reprise : avec l'accélération du virus c'est là que nous en sommes aujourd'hui.** Toute nouvelle concernant la trajectoire de la reprise est bonne, mais la fin du cycle du virus n'est pas encore à l'horizon. L'environnement positif persiste sur la base des fortes hypothèses de taux bas perpétuel et d'absence de tensions inflationnistes. Il est vrai que la séquence dans les prochains mois pourrait être déflationniste pour commencer, mais la reprise est en cours, notamment grâce à la Chine (et à d'autres économies asiatiques) qui renforce encore son rôle de moteur de la croissance mondiale. Dans ce contexte, les marchés d'actions, de crédit et de dette de la périphérie de la zone euro ont bien réagi. Toutefois, au sein des obligations d'État, la volatilité s'est accrue. Bien que la pentification anticipée de la courbe a commencé, elle est maintenant suspendue. Le résultat des élections est incertain et un stimulus fiscal massif apparaît moins probable.

**Phase 2: les choses doivent empirer avant qu'elles ne s'améliorent, et cela signifie que des politiques agressives doivent être mises en place particulièrement sur le plan monétaire.** Ceci est de bon augure pour une reprise qui devrait soutenir une rotation vers les thématiques cycliques en 2021. Cela devrait favoriser les actions, qui pourraient avoir un potentiel de hausse plus important que le crédit HY; qui pourrait être moins attractif sur la base du couple rendement/risque aux valorisations actuelles. Une rotation des valeurs à forte croissance vers des valeurs plus cycliques et de qualité devrait probablement se concrétiser courant 2021 bien que celle-ci soit actuellement à l'arrêt. Les secteurs liés aux matières premières pourraient également bénéficier de ce rebond cyclique. **La disponibilité d'un vaccin ferait partie de cette reprise : les marchés intègrent sa disponibilité à mi-2021 puis une réaccélération économique.** Tout retard pourrait générer de la volatilité, plaçant une fois de plus le cycle du virus en tête des préoccupations du marché. Les investisseurs devraient considérer les opportunités issues de la rotation, tout en étant conscients de la possibilité d'une volatilité plus élevée. **Les obligations seront les sentinelles clés de la prochaine phase.**

**Phase 3: de l'amélioration à une croissance-durable.** La prochaine partie de la séquence comprend un nouveau *policy mix* et une sortie lente de la phase d'assouplissement extrême observée jusqu'à présent. Les mesures introduites pour lutter contre la pandémie seront très difficiles à retirer, et les gouvernements et les banques centrales devront probablement en faire plus. Les politiques budgétaire et monétaire seront encore plus liées les unes aux autres, faisant de la possibilité d'une nouvelle monétisation de la dette pour financer la reprise un scénario probable. Certains pays émergents dont la crédibilité des banques centrales est faible pourraient voir l'inflation augmenter plus rapidement dans un contexte de reprise qui pourrait entraîner une hausse des prix des matières premières. Cela pourrait provoquer une surchauffe de l'économie et, en fin de

### Sentiment de risque global



Avec une position prudente et diversifiée, exploiter la rotation sur les actions cycliques de qualité et de valeur; opportunités dans l'ESG

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Des gains verrouillés dans des actifs au profil de risque asymétrique
- ▶ Recherche une rotation du crédit de faible qualité vers les actions, dans l'anticipation d'une hausse des bénéfices

*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

compte, une certaine inflation et désancrer le système, qui repose sur l'hypothèse de perpétuels taux bas, et les taux réels pourraient devenir plus volatils. Cette phase sera difficile pour les actifs risqués et pourrait favoriser une nouvelle rotation vers les actions, matières premières et actifs réels.

**Le passage d'une phase à une autre ne sera pas linéaire** et les investisseurs doivent garder à l'esprit à la fois les thèmes court et long terme. Bien qu'à l'arrêt en raison de l'incertitude liée aux élections US, le passage de la phase 1 à la phase 2 offrira l'année prochaine des opportunités de rotation (actions émergentes et valeurs plus cycliques et de qualité), mais les investisseurs devraient se concentrer sur la diversification et la sélection afin de neutraliser la volatilité. Sur le long terme, ces trois phases intègrent des thèmes communs qui seront renforcés par la crise : une dette plus élevée, des inégalités plus fortes et un rôle plus important de la Chine dans le commerce mondial et la croissance économique. Du point de vue de l'investissement, la qualité et la durabilité seront de nouveau des facteurs clés à prendre en compte. Les thèmes ESG, axés sur le social et le « green », vont devenir généralisés. Des chemins divergents vont émerger au niveau de la croissance économique. Dans les pays émergents, les pays étroitement liés à la Chine et dotés d'une plus grande crédibilité des banques centrales pour lutter contre d'éventuelles surprises inflationnistes seront favorisés alors que d'autres pays plus endettés et fragilisés pourraient être remis en question. Cela rendra le concept de marchés émergents dans son ensemble plus dépassé et conduira à l'émergence de thèmes globaux liés à la reprise chinoise et aux gagnants cycliques.

## MACRO

## Un environnement brillant pour l'or



**MONICA DEFEND,**  
Responsable de la Recherche  
Groupe



**LORENZO PORTELLI**  
Responsable de la Recherche  
Cross Asset

*Le CNY et, plus important encore, la politique monétaire non conventionnelle ont joué un rôle de premier plan dans la dynamique du prix de l'or*

Le prix de l'or a progressé depuis mars, les responsables politiques étant intervenus pour soutenir le système financier mondial affecté par la crise de Covid-19, bien que récemment, alors que la Fed observait une pause dans ses achats d'actifs, le métal a subi une correction. À l'avenir, nous pensons que le prix de l'or sera soutenu par deux facteurs principaux: **1) la nouvelle taxonomie des déterminants du prix de l'or** (évoquée plus loin) prévoit que l'expansion du bilan des banques centrales (BC) et la dynamique du CNY joueront un rôle prédominant et **2) notre conviction à l'égard du métal jaune est passée d'une « couverture pure » à une « classe d'actifs »**, avec un potentiel de gain en cas de scénario à la baisse comme à la hausse de l'économie.

Au cours des dernières années, nous avons discuté de l'or en raison de sa nature refuge face aux risques géopolitiques croissants, même lorsque les taux étaient en hausse, et en général dans un contexte d'aversion au risque. Plus récemment, la relation (inverse) entre les cours de l'or et le financement en dollars et les taux réels des marchés émergents a été progressivement établie. Nous prévoyons une poursuite de la consolidation vers des niveaux plus élevés, **avec 2 100 \$/once comme référence pour la juste valeur dans notre radar.**

Nous sommes toujours aux prises avec la pandémie, dans un contexte

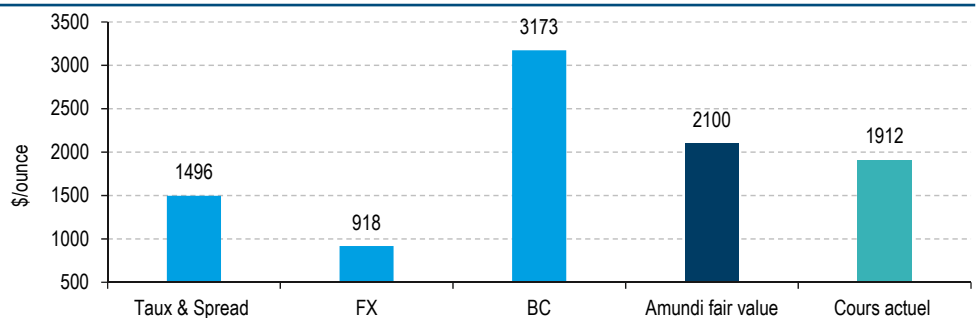
de détérioration des nouvelles liées à la Covid-19, qui pointent vers un prix de l'or résilient. Notre analyse et notre modélisation internes apportent plus de lumière sur les moteurs et les sensibilités du métal jaune, même s'il est important de noter qu'il n'existe pas de matrice de valorisation simple et complète pour l'or. Selon certaines preuves, le prix de l'or dépend de trois facteurs déterminants:

- Les variables économiques et réelles (PIB, inflation, taux réels, écarts entre autres);
- La dynamique des taux de change (USD, JPY et CNY en particulier);
- Les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales (expansion du bilan de la Fed, de la BCE et de la BoJ).

Selon nos calculs, il faut prendre en compte de nouveaux critères. **Le CNY et, plus important encore, la politique monétaire non conventionnelle ont joué un rôle de premier plan dans la dynamique du prix de l'or.**

Ceci explique en fin de compte la corrélation accrue avec les prix des actions par le biais d'un lien commun - des taux réels en baisse qui sont un effet secondaire d'une politique monétaire non conventionnelle. Comme nous anticipons une reprise économique inégale (nécessitant des interventions actives de la part des banques centrales si la croissance se heurte à un blocage, voire à une chute) et que l'économie chinoise mène la croissance mondiale (qui devrait se

## Différents angles et juste valeur



Source : Recherche Amundi, Bloomberg au 19 octobre 2020. La juste valeur d'Amundi est calculée en intégrant les paramètres de taux et de spread, de change et de banque centrale (CB) dans un modèle complet, alors que les 3 premiers histogrammes sont basés sur un retour à la moyenne et des hypothèses d'angle spécifiques.

BoJ = Banque du Japon - Great Framework : Global Risk Exposure Analysis Tool développé par Amundi.

## MACRO

traduire par une hausse du yuan), nous pensons que les prix de l'or peuvent encore s'apprécier. Dans le graphique ci-dessous, nous montrons comment les différentes variables clés sont susceptibles d'affecter le cours de l'or. De toute évidence, si les BC continuent de maintenir leurs programmes d'achat d'actifs et injectent des liquidités dans le système, cela aura de loin l'impact le plus fort sur les prix qui devraient atteindre environ 3173 \$/once. Sur le marché des changes, si nous voyons un dollar plus faible et un yuan plus fort, les prix de l'or devraient s'apprécier par rapport aux niveaux actuels.

En conclusion, conformément à notre cadre GREAT, qui mesure la sensibilité

d'une classe d'actifs aux facteurs de risque macroéconomiques, nous nous attendons à ce que le cours de l'or affiche un comportement symétrique de ses prix. Cela signifie qu'en cas de scénarios économiques à la hausse comme à la baisse, les catégories/déterminants susmentionnés affecteraient positivement le prix de l'or.

**En fait, si la hausse se matérialisait, les tensions inflationnistes pousseraient les taux réels à la baisse, ce qui finirait par booster les cours de l'or.**

Par ailleurs, dans le scénario baissier, nous anticipons une poursuite de l'expansion des bilans des BC et une augmentation de la liquidité, ce qui devrait soutenir la hausse des prix du métal.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Rester prudent et surveiller les signes de rotation



**MATTEO GERMANO,**  
Directeur du Métier Gestions  
Diversifiées

*Nous sommes proches de la neutralité sur les actions et légèrement positifs sur le crédit, mais surveillons si l'amélioration de l'économie et la disponibilité de vaccins offrent de meilleurs points d'entrée*

Nous pensons que la reprise économique est soutenue par les initiatives politiques, même si des risques à la baisse peuvent peser sur la croissance au T4. Cette reprise, associée à la disparition des effets de base des prix de l'énergie, devrait soutenir l'inflation dans les pays développés. Toutefois, générer de l'inflation semble plus ardu en Europe qu'aux États-Unis, alors que dans les pays émergents, les chocs d'offre génèrent des poches d'inflation qu'il convient de surveiller. Une autre source de volatilité pourrait venir du résultat des élections américaines et d'une résurgence du virus. **Les investisseurs devraient donc rester vigilants et actifs.** Toutefois, lorsque l'incertitude politique américaine se sera dissipée, qu'il y aura plus de visibilité sur la croissance et un vaccin, les investisseurs pourraient initier une rotation graduelle du crédit vers les actions.

### Des idées de forte conviction

**Nous ne modifions délibérément pas notre vue sur les actions pour le moment, et maintenons un positionnement tactiquement proche de la neutralité** - défensif sur les US (valorisations excessives dans les Technologies) et neutre sur l'Europe. Les anticipations de reprise en 2021, ainsi que les valorisations relatives attractives et les primes de risque, suggèrent une amélioration des arguments en faveur des actions

sur un horizon de 12 mois, à condition qu'un vaccin soit disponible en temps opportun et que la hausse des infections soit contrôlée. Par la suite, les segments cycliques pourraient bénéficier d'un rebond. À court terme, les valeurs à bêta élevé, comme les petites capitalisations américaines ou les actions émergentes, pourraient offrir un certain potentiel de hausse, mais le timing est crucial. Nous sommes constructifs sur l'Asie (Chine et Indonésie), dans l'anticipation d'une reprise plus prononcée dans la région, de bénéfices plus élevés et d'un meilleur endiguement du virus. **Les investisseurs devraient rester actifs en duration**, avec un positionnement globalement proche de la neutralité. Aux États-Unis, les résultats initiaux suggèrent une performance de D. Trump meilleure qu'anticipée par les sondages. Nous restons très attentifs à la possibilité d'un maintien d'une majorité républicaine au Sénat. Cela pourrait impacter l'ampleur de la pentification de la courbe. Sur l'inflation américaine, nous conservons notre vue constructive compte tenu de la cible d'inflation moyenne de la Fed, de la poursuite de la reprise économique et des tendances à la monétisation de la dette.

**Nous sommes positifs sur la dette périphérique européenne** grâce au soutien de la BCE, à des facteurs techniques favorables et à l'impact positif du fonds de relance de l'UE. Nous conservons notre position sur le

### 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 fondée sur les vues exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et d'opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée. L'opinion sur les actions ci-dessus reflète un positionnement neutre/proche de la neutralité

USD = dollar américain, JPY = yen japonais, UST = Trésor américain, DM = marchés développés 3, EM/GEM = marchés émergents, FX = devises étrangères, FI = obligations, IG = Investment grade, HY = haut rendement, CHF = franc suisse, NOK = couronne norvégienne, EUR = euro, CBS = banques centrales, TIPS = Treasury Inflation Protected Security, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

BTP 5 ans qui devrait bénéficier de la stabilité politique et souffrir moins en cas de pentification des courbes EMU.

Bien que les *spreads* de crédit se soient considérablement resserrés depuis mars, **nous restons neutres/légèrement positifs pour le moment** au vu de la demande de portage et de soutien du QE. Nous privilégions l'IG EUR contre l'IG US, en raison de la combinaison de valorisations attractives, des programmes d'achat de la BCE, et d'un moindre endettement en Europe qu'aux États-Unis. **La liquidité mondiale et la recherche de rendement devraient bénéficier aux obligations émergentes.** Nous maintenons notre positionnement positif sur la dette en devise forte, mais nous estimons que la marge de compression des taux locaux est limitée, le principal moteur étant l'exposition au risque de change. Dans l'ensemble, le *spread* EMBI est proche de sa juste valeur, avec la possibilité d'un resserrement du *spread* HY au cours des trois prochains mois. Toutefois, les *spreads* IG semblent désormais avoir atteint des niveaux élevés. Sur le marché des changes, nous restons positifs mais sélectifs à l'égard d'un panier diversifié de devises émergentes en

raison de valorisations attractives, du positionnement léger des investisseurs (et de la hausse des flux) et du soutien potentiel de la reprise économique. Néanmoins, les investisseurs devraient couvrir tactiquement cette exposition, compte tenu de l'incertitude politique aux États-Unis. En revanche, le dollar semble surévalué à moyen terme et nous pourrions assister à une correction, le pays ayant perdu son avantage de croissance et de taux réels élevés par rapport au reste des devises du G10. Mais pour le moment, il peut être risqué d'avoir une exposition négative au billet vert, car l'incertitude des élections pourrait le soutenir. La livre sterling pourrait être pénalisée par la faiblesse de l'activité économique britannique, même si les nouvelles concernant le Brexit doivent être surveillées.

**Risques et couverture**

Les risques de faible croissance économique et d'échec des politiques soulignent la nécessité de maintenir des couvertures appropriées, afin de protéger l'exposition au crédit et aux actions, sous la forme de dérivés, au yen et à l'or. L'USD est également une bonne couverture, si l'incertitude mondiale augmente.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRESFocus sur le portage et la sélection de titres  
dans le crédit

**ÉRIC BRARD,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**YERLAN SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des marchés émergents



**KENNETH J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Nous avons assisté à un rebond économique partiel aux États-Unis, mais l'ampleur des pertes d'emploi permanentes doit être surveillée, alors que les indicateurs avancés en provenance de Chine sont déjà au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie. Toutefois, en Europe, la situation semble s'être un peu détériorée en raison d'une nouvelle vague d'infections. Dans l'ensemble, nous ne sommes pas convaincus que l'économie soit déjà sortie d'affaire. En conséquence, les investisseurs devraient noter que la crise actuelle consiste essentiellement à éviter les pièges et à s'exposer aux secteurs/titres qui favorisent une amélioration de l'économie et une rotation potentielle. Cela dit, nous sommes prudents quant à la volatilité potentielle liée à la situation politique américaine et aux risques de Brexit, et suggérons par conséquent de maintenir une liquidité abondante.

### Obligations internationales et européennes

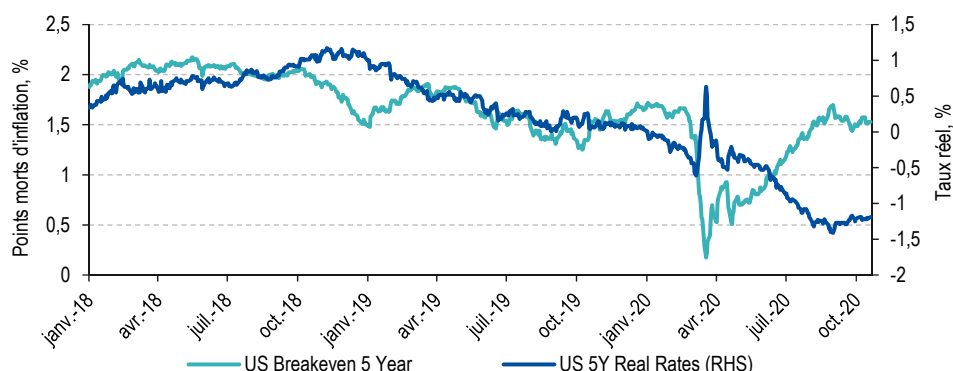
**En ce qui concerne les positions de valeur relative, nous sommes globalement neutres en durée,** positifs aux États-Unis (couverture contre la faiblesse de l'environnement mondial) et en France, et prudents à l'égard de l'Allemagne et du Royaume-Uni. L'amélioration récente du sentiment politique sur les pays périphériques de la zone euro nous a incités à rester positifs

sur l'Italie et l'Espagne. Cependant, dans un contexte de nouvelle vague d'infections qui entraînent de nouveaux confinements, nous sommes prudents sur l'inflation de la ZE, malgré des valorisations bon marché. Bien que nous soyons constructifs sur le crédit, nous reconnaissons que les investisseurs sont confrontés à un double défi: acheter du crédit bon marché et acheter du crédit de qualité. Ceci est d'autant plus compliqué par le maintien des banques centrales / protections fiscales qui fourniront des liquidités faciles, ce qui à son tour entraîne une surévaluation de certains segments du marché. **Ceci, associé à la poursuite de la fragmentation, accroît le champ de sélection des titres en termes de secteurs et d'émetteurs,** avec des opportunités dans les financières et la dette subordonnée, mais les investisseurs devraient conserver des liquidités suffisantes. Dans l'ensemble, nous préférons l'EUR aux US sur l'IG et le HY, en raison d'un endettement plus faible.

### Obligations américaines

La pentification de la courbe des taux US pourrait s'arrêter à court terme, un stimulus fiscal massif semblant maintenant plus incertain. Nous restons prudents sur les bons du Trésor américain. Les marchés n'intègrent pas les avancées médicales ou un vaccin potentiel. Du côté de la Fed, il y a

### Taux réels US 5 ans et breakevens



Source : Amundi, Bloomberg au 21 octobre 2020. Point mort = USGGBE05, taux réels = H15X5YR

GFI = Global Fixed Income, GEMs/EM FX = Global Emerging Markets foreign exchange, HY = High Yield, IG = Investment Grade, EUR = Euro, USD = US dollar, UST = US Treasuries, RMBS = Residential mortgage-backed securities, ABS = Asset Backed securities, HC = Hard currency, LC = Local currency, TIPS = Treasury Sécurité protégée contre l'inflation, CRE = Immobilier commercial, JPY = yen japonais, CEE = Europe centrale et orientale, JBG = obligations d'état japonaises, ZE = zone euro.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

*Dans un environnement de taux réels bas, les investisseurs devraient équilibrer la nécessité d'obtenir des rendements plus élevés et la nécessité d'acheter du crédit de qualité à des valorisations attractives, tout en maintenant une liquidité suffisante*

peu de marge pour savoir dans quelle mesure les taux bas peuvent encore baisser par rapport aux niveaux actuels (sans surchauffe de l'économie), étant donné que les taux réels sont déjà bas et qu'il existe déjà des perspectives d'inflation à long/moyen terme. **Nous maintenons donc notre vue positive sur les TIPS.** Concernant les obligations d'entreprises, nous suggérons aux investisseurs de réduire la durée des *spreads* par une sélection active. Ils devraient également réduire l'exposition aux obligations cash HY, où les risques sont asymétriques. Sur le front de la consommation, certains craignaient qu'à l'expiration des mesures de soutien du gouvernement, l'économie ne soit durement touchée. Mais les dépenses de consommation se sont redressées et le marché immobilier ainsi que le service de la dette des consommateurs restent solides. Nous voyons des opportunités sur les marchés du crédit titrisé, du crédit à la consommation et

du crédit hypothécaire résidentiel, où nous privilégions les MBS émises par agences par rapport aux primes RMBS.

### Obligations émergentes

L'évolution du dollar est l'élément clé à suivre. Le pire scénario serait un renforcement persistant du dollar qui placerait les BC émergentes devant le dilemme de devoir répondre à l'impact économique de la Covid-19 d'une part et d'autre part de stabiliser les devises et les marchés de capitaux, ce qui générerait de la volatilité au sein des devises émergentes. Certaines montreront de la résilience et surperformeront dans cet environnement, comme le rouble russe

### Devises

Nous sommes prudents sur l'USD/JPY, positif sur la NOK/EUR. L'euro pourrait être affecté par la seconde vague du virus en Europe.

## ACTIONS

## La dispersion peut créer des opportunités de sélection



**KASPER ELMGREEN,**  
Responsible Actions



**YERLAN SYZDYKOV,**  
Responsible mondial  
des marchés émergents



**KENNETH J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

## Évaluation globale

La reprise économique est en cours même si elle n'est pas uniforme à travers le monde, comme en témoigne la divergence entre les secteurs des services et de l'industrie. Par conséquent, outre une faible visibilité sur l'avenir et un large éventail de résultats, les investisseurs devront traverser une phase de déséquilibres non seulement sous la forme d'un endettement élevé des entreprises, mais aussi sous la forme d'inégalités socio-économiques croissantes. La crise actuelle a exacerbé ces inégalités. Les investisseurs devraient évoluer dans la situation actuelle avec une position globalement équilibrée.

## Actions européennes

**Si une reprise inégale va entraîner une forte dispersion des rendements, elle présente également un moment opportun pour une sélection active.** La dispersion des valorisations est élevée et nous identifions de grandes opportunités, en particulier dans le secteur de qualité supérieure des cycliques, mais étant donné le niveau élevé d'incertitude, être sélectif est nécessaire. Nous privilégions fortement des bilans solides et recommandons la prudence extrême pour ce qui concerne les entreprises affichant des bilans faibles et celles où les modèles d'activité sont perturbés. En outre, les investisseurs doivent faire attention aux domaines de valorisation excessive, tels que la technologie.

Ainsi, d'un côté, nous restons positifs sur la santé (légèrement moins qu'auparavant) au sein des défensives, mais à l'autre extrémité **nous trouvons des opportunités dans les compartiments cycliques**, tels que les matériaux de construction, qui sont un bon moyen de jouer la reprise. Nous trouvons également de plus en plus de titres attractifs dans le secteur de la consommation durable, où le profil risque/rendement s'est révélé intéressant, même s'il faut être très sélectif. Dans l'ensemble, nous maintenons une approche équilibrée. Une autre stratégie intéressante est celle de la valeur ('value'), car elle pourrait bénéficier des anticipations de reflation en 2021.

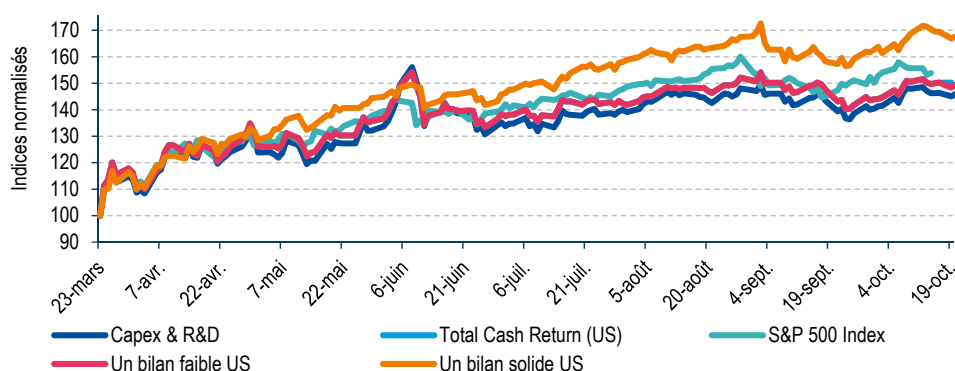
## Actions US

Le résultat incertain des élections US, et un possible Congrès divisé devrait empêcher un stimulus fiscal majeur, mettant sur pause les paris sur la hausse des prix ainsi que le call cyclique. Ce dernier reprendra dès qu'un vaccin sera disponible et que l'économie repartira.

Même dans l'hypothèse d'une victoire de J. Biden avec un Congrès divisé, nous n'anticipons pas de loi importante contre le secteur de la technologie, à qui la pandémie reste profitable.

Nous apprécions également **certaines valeurs de qualité** capables de gérer cette période économique difficile et qui devraient bénéficier du rebond des économies américaine

## Les actions américaines aux bilans solides ont surperformé



Source : Amundi, Bloomberg au 21 octobre 2020. Indices Goldman Sachs rebasés à 100 au 23 mars 2020.

## ACTIONS

*La faible reprise en cours pourrait favoriser une rotation vers les valeurs cycliques, mais la sélection des titres est essentielle pour identifier les entreprises résilientes présentant un potentiel de rendement durable*

et mondiale ainsi que du retour de l'inflation. Toutefois, **il existe une incertitude quant au calendrier de la reflation** et au potentiel d'une hausse correspondante des taux. En outre, certains secteurs orientés 'value' (compagnies aériennes) sont structurellement affaiblis. À l'autre extrémité du spectre, nous sommes constructifs par rapport aux valeurs de croissance stable, exposées à des tendances de croissance séculaires qui ne dépendent pas de la croissance économique : par exemple, le passage à la vente en ligne. En revanche, nous sommes prudents sur l'hypercroissance et les valeurs fortement décotées.

### Actions émergentes

Alors qu'une reprise devrait soutenir les marchés émergents, les tensions sino-américaines doivent être scrutées. En Asie, nous sommes optimistes sur des pays comme la Corée du Sud (premier entré, premier sorti). Au niveau sectoriel, les semi-conducteurs semblent attractifs tandis que les valorisations élevées dans la santé et la consommation non durable nous rendent prudents. Les investisseurs devraient, de manière sélective, rechercher des valeurs bon marché dans le domaine de la croissance/ 'value', en se concentrant sur celles offrant des rendements de dividendes durables ou des catalyseurs de croissance.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Les primes de risque des actions sont attractives par rapport aux obligations, mais cela ne signifie pas qu'il ne peut pas y avoir de volatilité, notamment en ce qui concerne les résultats des élections. Toutefois, les anticipations de poursuite de la reprise, d'amélioration des prévisions de bénéfiques et de faible probabilité d'un blocage national global devraient soutenir les prix, en particulier pour les composantes cycliques et de qualité du marché. Dans l'ensemble, les investisseurs devraient prendre en compte les divergences de marché avec une position équilibrée.
	Europe	=		La situation économique s'améliore, mais la résurgence des cas de virus et les confinements qui s'ensuivent dans la région pourraient rendre la reprise chaotique. Il en résulte des dispersions importantes sur les marchés, qui créent des opportunités de rotation pour les sélectionneurs de valeurs actives. Nous recherchons des entreprises dotées de bilans solides et de modèles d'activité résilients.
	Japon	=		Les marchés pro-cycliques comme le Japon devraient être soutenus par les perspectives de croissance mondiale et des valorisations attractives. Toutefois, les investisseurs devraient rester vigilants et équilibrés jusqu'à une meilleure visibilité sur la trajectoire de la croissance.
	Marchés émergents	=		L'amélioration des perspectives économiques devrait soutenir les actifs des marchés émergents en 2021, mais les risques géopolitiques, tels que les récentes sanctions contre la Russie et les élections américaines, ainsi que la rivalité entre les États-Unis et la Chine en faveur d'une domination mondiale, sont des facteurs clés. Néanmoins, la crise a renforcé le rôle de la Chine comme moteur de la croissance mondiale, et les économies asiatiques et autres exposées à cela en bénéficieront. Avec une position globalement neutre, nous apprécions le secteur des semi-conducteurs et les valeurs de croissance attractivement valorisées.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=	▼	Nous restons neutres/légèrement positifs sur la duration US dans nos portefeuilles internationaux, compte tenu des caractéristiques des bons du Trésor américain, ce qui constitue une protection contre un environnement économique incertain. Dans les portefeuilles américains, nous voyons des perspectives d'inflation à long terme et préférons les UST.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Le segment IG va continuer à trouver un soutien de la part de la Fed dans le plan de relance monétaire, même si l'incertitude politique peut être source de volatilité. Les investisseurs devraient rester actifs et réduire la duration des <i>spreads</i> lorsque les risques sont asymétriques. Compte tenu de la solidité des marchés de la consommation et de l'immobilier, nous privilégions sélectivement les prêts hypothécaires à la consommation et les prêts immobiliers résidentiels.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=		Nous restons prudents à l'égard du HY, en particulier là où le potentiel de baisse est supérieur au potentiel de gain. Alors que le marché sera soutenu par une action des obligations convertibles, les arguments en faveur d'une sélectivité sont forts, compte tenu du fait que certaines activités seront incapables de résister à une lente reprise.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes prudents sur ce segment car les taux sont déjà à des niveaux bas, mais nous restons actifs, en privilégiant les opérations de valeur relative. Toutefois, en ce qui concerne la dette périphérique, nous restons positifs dans un contexte de soutien continu de la BCE et de réduction de la fragmentation et des risques politiques (notamment en Italie).
	Euro Obligations d'entreprise IG	+	▼	Nous pensons que les <i>spreads</i> IG se sont resserrés et qu'il reste peu à attendre de cette classe d'actifs, même si le QE de la BCE devrait apporter un soutien. Nous continuons à préférer l'euro aux États-Unis, en raison de la baisse du levier financier de ces derniers, et jouons ce rôle par le biais de la dette financière et subordonnée qui offre le potentiel de ce supplément de rendement. Dans l'ensemble, nous continuons de mettre l'accent sur la sélection et la liquidité.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	=		Nous recommandons aux investisseurs d'équilibrer le besoin de revenus élevés et l'exigence d'acheter du crédit de qualité à des prix attractifs. Il est important de noter que l'abondance actuelle de liquidités fait gonfler le prix du crédit même pour les entreprises qui vont être les témoins d'une dégradation de la performance. Ainsi, le besoin de sélection et de liquidités tampons est très important.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous restons positifs en ce qui concerne la dette en devise forte, mais nous pensons qu'il convient de faire preuve de prudence quant au résultat des élections américaines et à l'incapacité des banques centrales de certains pays émergents à financer les déficits budgétaires de l'État. Les investisseurs devraient investir de manière sélective dans l'IG, mais nous pensons qu'il reste de la valeur dans les titres HY dont les <i>spreads</i> sont encore élevés.
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Nous sommes prudents et réalisons que les perspectives de hausse des taux aux États-Unis (chaque fois que cela se produit) pourraient être légèrement négatives pour les taux émergents. Par conséquent, nous restons vigilants, maintenons une approche dynamique pour capter toute dislocation et pensons que les investisseurs devraient prendre leurs bénéfices là où le potentiel de hausse est limité.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Les réductions de l'offre menées par l'Arabie Saoudite ont permis de résorber le déséquilibre de l'offre excédentaire sur le marché du pétrole. Sur les métaux, la récente correction de l'or (et de l'argent) est liée aux craintes d'une hausse des taux réels, d'un « risk-on normal » et d'une pause dans les achats d'actifs par la Fed. Les politiques monétaires des banques centrales ont été le principal moteur des prix de l'or et tant qu'elles maintiennent cette position plus accommodante, toute vente douloureuse semble peu probable à l'avenir. À l'inverse, si les obligations convertibles devaient inopinément modifier leurs politiques, l'or pourrait être vulnérable à une sérieuse dépréciation, car la juste valeur du métal, basée sur des indicateurs traditionnels (taux et change), est bien inférieure à ses niveaux actuels. Globalement, les matières premières bénéficient des injections de liquidités par les banques centrales, le dollar et un yuan fort.
	<b>Devises</b>			Dans la mesure où les États-Unis ont perdu leur avantage de croissance économique et de taux par rapport au reste des pays du G10, le dollar pourrait subir une correction vis-à-vis des devises du G10, à condition que les révisions de croissance n'aient pas lieu. Toutefois, si la croissance du Royaume-Uni et de la ZE est décevante, le mouvement sera moins prononcé. Il est intéressant de noter que la corrélation entre le taux de change et le sentiment de risque est élevée, comme en témoigne la résilience de l'USD en septembre. Par conséquent, compte tenu de l'incertitude politique aux États-Unis et de la hausse de la volatilité, il est possible que le retour à la juste valeur de l'USD soit limité. En revanche, l'évolution de la livre sterling sera étroitement liée aux nouvelles concernant le Brexit.

## LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 4 novembre 2020, opinion relative à un investisseur basé en EUR. Ce document représente une évaluation de l'environnement de marché à un moment donné et n'a pas vocation à constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme des recherches, des conseils en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement fournies à titre d'illustration et à titre pédagogique et peuvent être modifiées.

Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'aucun produit d'Amundi. IG = Obligations d'entreprises « investment grade », HY = Obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale = obligations émergentes libellées en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = Quantitative easing.

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](https://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 Fixed Income Yield Real Estate  
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](http://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](mailto:info@amundi.com).

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](http://www.amundi.com)

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

#### 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

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

#### 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

**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

**MIJOT Eric**, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

**LETORT Valérie**, Stratégiste Taux

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sasi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit