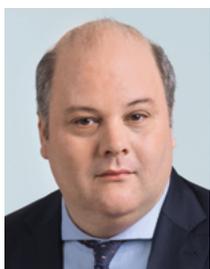


CIO VIEWS

Le temps de l'inflation



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

L'inflation est restée longtemps en sommeil, restant sous l'objectif et faible pendant des années, mais nous arrivons aujourd'hui à un moment délicat où l'inflation redevient un sujet clef pour les marchés financiers. **La question cruciale est de savoir s'il s'agit simplement d'une situation temporaire ou persistante, et il y a actuellement deux discours contradictoires en matière d'inflation.** Certaines voix affirment que l'inflation n'est que temporaire. En revanche, d'autres mettent en garde sur la possibilité que l'inflation devienne structurellement plus élevée que prévu initialement en raison de la croissance économique, des pressions haussières sur les salaires, de la relance budgétaire, de la forte demande des consommateurs et de l'augmentation des contraintes d'offre (du côté des matières premières). **Au final, un évènement structurel n'est qu'un évènement temporaire qui a duré. Nous pensons qu'il est peu probable que l'inflation se redresse seulement pendant quelques mois pour ensuite revenir rapidement à environ 2 %.** Nous pensons plutôt qu'il s'agit du début d'une période d'accélération de l'inflation et de croissance à moyen et long terme par rapport au consensus actuel. La Fed dispose d'une marge de manœuvre limitée pour les erreurs de politique monétaire, car la perte de contrôle de la courbe des taux est un risque croissant à ce stade. Nous présentons nos convictions ci-dessous :

- **Réduire tactiquement le risque, passant de modérément long à neutre.** Nous sommes entrés dans un environnement incertain et plus risqué - la volatilité augmente et la corrélation entre actions et obligations devient positive. Nous pensons qu'il est important de rester prudent et de prendre des bénéfices sur les actifs risqués. D'un point de vue stratégique, une exposition aux actions est justifiée dans un contexte de hausse de l'inflation et de volatilité de l'inflation. Sur les actions, les investisseurs devraient chercher une certaine protection contre l'éclatement de la bulle technologique. Cela implique d'être prudent à l'égard des actions sensibles aux taux d'intérêt, tout en privilégiant les actions à dividendes élevés et les actions exposées aux actifs réels. Les actions vont bien se comporter en termes absolus tant que l'inflation ne se déchaîne pas. Néanmoins, les performances ajustées du risque d'un portefeuille équilibré seront remises en cause par l'évolution de la corrélation actions-obligations (passage positif). Les investisseurs devraient privilégier les actifs à durée plus courte, le portage obligataire et de change, le rendement des flux de trésorerie des actions, l'immobilier, la valeur et le facteur de faible volatilité.
- **Actions : recherche d'une approche « barbell », privilégiant les actions sous-évaluées cycliques de qualité** d'un côté et les valeurs défensives de l'autre. En adoptant un positionnement tactique plus neutre sur les actions, les investisseurs devraient conserver une préférence pour les actions sous-évaluées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance, tout en l'équilibrant avec un positionnement défensif. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le marché devrait marquer une pause, au cours de laquelle nous pensons qu'il serait judicieux de privilégier la neutralité sur les actions, y compris sur des marchés plus cycliques comme les marchés émergents et l'Europe. Plus important encore, cette pause de marché pourrait contribuer à réduire encore les excès du marché et continuer à soutenir la rotation des valeurs de croissance vers les actions sous-évaluées.
- **Obligations : conserver une durée courte, active et légèrement longue sur le crédit.** Il s'agit de réduire la durée, notamment aux États-Unis et d'attendre que de meilleurs points d'entrée se présentent. Les investisseurs doivent être agiles dans la mise en œuvre de la durée à ce stade, car les phases de sous-réaction et de dépassement peuvent offrir des opportunités tactiques. Toutefois, tout en réduisant en partie leurs positions vendeuses le moment venu, les investisseurs devraient résister à la tentation de prendre des positions acheteuses sur la durée. Pour les années à venir, l'orientation des taux est à la hausse. La tendance ne sera pas linéaire, mais existe bien. Cela signifie,

Sentiment de risque global

Risk off < Risk on



Neutre à l'égard des actifs risqués pour prendre des bénéfices dans un environnement plus incertain compte tenu du risque d'inflation.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Réduire le risque à neutre sur les actions.
- ▶ Prudence accrue à l'égard de la durée américaine et neutre sur les obligations émergentes en gestion diversifiée.

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

à la hausse. La tendance ne sera pas linéaire, mais existe bien. Cela signifie, côté obligations, que les investisseurs devraient chercher les opportunités sur les niveaux de courbe. Nous continuons ainsi à tabler sur une pentification de la courbe américaine et percevons des opportunités sur les actifs à duration courte à plus haut rendement, telles que les obligations à haut rendement et les obligations des marchés émergents avec un biais de duration courte.

- **Marchés émergents : face aux vulnérabilités, la Chine et l'Asie sont sur le devant de la scène.** Les marchés émergents devraient également être sous pression dans un contexte de hausse des rendements. Du côté du dollar, la tendance à moyen terme est à la baisse, le bilan de la Fed et la dynamique budgétaire américaine étant les facteurs dominants. Toutefois, les défis à court terme demeurent dans un monde émergent toujours caractérisé par le facteur vulnérabilité, avec un recul du commerce mondial et une hausse de l'inflation. La Chine et certains pays asiatiques seront les gagnants et leurs devises seront le principal canal d'ajustement des prix relatifs dans le nouveau régime. Le renminbi sera le Deutschmark de la région, ce qui se traduira par une hausse rapide des liquidités et des emprunts d'État en renminbi dans les portefeuilles mondiaux, en tant que réserve de valeur compte tenu de leurs performances réelles positives.

À l'avenir, les marchés devront compter avec l'inflation. Nous approchons de la fin de la première phase, caractérisée par de fortes rotations et menant au pic. Nous entrerons ensuite dans la deuxième phase, celle du pic. Cela reste relativement positif pour les investisseurs, car l'inflation n'est pas considérée comme une menace pour la croissance, mais comme un complément pour relancer les économies, mais plus nous nous enfonçons dans cette phase, plus le risque de mauvaises surprises est élevé. La prochaine étape consistera à savoir ce qu'il reste du pic (ce ne sera probablement pas le régime idéal qu'intègrent les marchés).

MACRO

Cuivre : déséquilibre offre/demande et impact sur les prix

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche
Cross Asset

La hausse potentielle de la demande grâce aux mesures de relance budgétaire et à la transition vers des économies plus vertes, ainsi que la production encore concentrée, devraient soutenir les prix du cuivre à long terme

La hausse de la demande mondiale et la faiblesse de la production spécifique à certains pays sont source d'un déséquilibre de long terme du marché du cuivre. La situation à long terme et les anticipations concernant la transition mondiale vers une économie verte entraîneront une pénurie structurelle et un prix beaucoup plus élevé du cuivre (18000,00 \$-20000,00 \$/tonne), même sans croissance économique supérieure à la moyenne mais simplement en supposant un retour à une croissance plus durable.

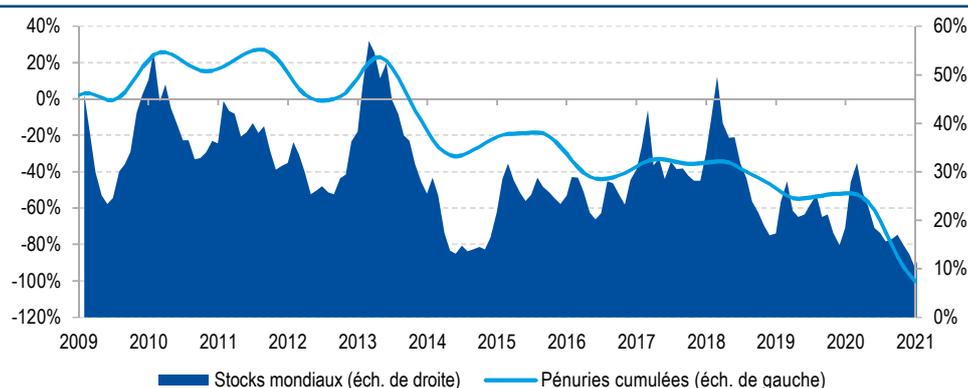
Après plusieurs années d'excès d'offre de matières premières industrielles, nous anticipons des pressions sur la demande sur ce marché en raison de plusieurs facteurs: les nouveaux plans budgétaires axés sur les plans d'infrastructures et liés à l'agenda vert se sont accélérés dans le monde entier, tandis que l'offre, ou en général, la production, est restée à la traîne en raison de la pandémie et des restrictions sanitaires dans les grands pays exportateurs.

La demande de cuivre devrait croître de 2 % par an au cours des 20 prochaines années, car il s'agit d'un métal nécessaire à la transition verte. Toutefois, la production aura du mal à suivre cette demande. En effet, la production reste concentrée dans quelques pays, exposant le marché aux goulets d'étranglement et aux pénuries, comme ce fut le cas récemment. Près

de 50 % de la production provient de quatre pays: Chili, Pérou, République du Congo et Zambie. La production globale pourrait être affectée par des risques idiosyncrasiques et des mécanismes de dépenses d'investissement qui ne sont pas entièrement intégrés.

En revanche, la demande est concentrée principalement en Chine, en Asie et dans les pays développés occidentaux les plus engagés dans la transition vers une économie plus verte, avec des changements systémiques à long terme plutôt que des programmes temporaires isolés. La grande vague de pénuries et de baisse des stocks a débuté en 2013 lorsque la Chine a commencé à accélérer sa transition vers un modèle de croissance plus équilibré et plus écologique. Toutefois, depuis 2020, les pénuries ont été exacerbées par la pandémie et les dispositifs de confinement affectant l'activité minière en Amérique latine.

La phase de pénurie la plus aiguë liée à la pandémie a été observée en janvier 2021, lorsque le ratio stocks/demande mondial est passé sous les 10 %, même si les derniers mois ont montré des signes de rééquilibrage du cycle des stocks. Les pénuries récentes étant essentiellement liées à un retard de production dû à des événements extraordinaires qui devraient s'avérer temporaires (propagation de la variante du Covid brésilien au Chili et au Pérou et grèves au Chili), un ralentissement du

Stocks mondiaux et pénuries de cuivre

Source : Recherche Amundi, Bloomberg, données au 31 janvier 2021.
Pénuries cumulées = production cumulée/demande, Stocks mondiaux = stocks/demande

MACRO

rebond des prix des matières premières est probable à court terme.

À long terme toutefois, la prime de risque devrait être significativement positive. Au cours des cinq dernières années, les perspectives du cuivre ont été dominées par la morosité de la croissance économique en termes absolus. En effet, de manière générale, l'impact de la transition durable vers de nouveaux moteurs de croissance (principalement dans les marchés émergents internationaux) a été sous-estimé, ce qui pourrait avoir des répercussions dans la durée sur les facteurs de production impliqués. Aujourd'hui, le thème de la transition

verte prend le dessus et le prix ajusté des pénuries/stocks augmentera.

Les prévisions sectorielles annoncent une pénurie sur plusieurs années, avec un recalibrage de l'univers des métaux de base. Ce déséquilibre va accroître la pression, non seulement sur l'inflation et la croissance, mais aussi sur la recherche de nouvelles technologies pour assurer une croissance économique entièrement verte. **Du point de vue des investisseurs, elle se traduira par une prime de risque positive significative pour les métaux de base par rapport aux autres actifs risqués**

GESTION
DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous pensons que la pause actuelle de la dynamique n'est pas un appel à une réduction structurelle du risque, mais plutôt un moyen pour les investisseurs d'évaluer où nous en sommes actuellement, de préserver les bonnes performances enregistrées jusqu'à présent et de trouver des points d'entrée attractifs à l'avenir

Risque neutre pour l'instant, miser sur la valeur relative

Les États-Unis et l'Europe devraient enregistrer une croissance solide cette année, ce qui nous permettra de rester dans le paradigme globalement pro-risque à moyen terme. Toutefois, nous insistions le mois dernier sur l'importance de rester vigilants sur les données prospectives et effectives, qui annonçaient une pause dans la dynamique économique. Aujourd'hui, nous confirmons un léger affaiblissement du sentiment et une hausse des chiffres de l'inflation, la barre pour surprendre positivement étant désormais placée bien plus haut. Par conséquent, **nous recommandons aux investisseurs de réduire tactiquement le risque à neutre et de chercher des points d'entrée plus tard, lorsque les valorisations seront plus attractives. Les investisseurs doivent adopter une approche agile de rendement total** permettant de sécuriser les performances face à l'inflation, dans une perspective globale de reprise pour l'année.

Des idées à conviction forte

Nous avons adopté une position neutre sur les actions, passant tactiquement d'une position constructive sur l'Europe et les marchés émergents à neutre. **Ce n'est pas un appel à une réduction du risque à long terme**, mais un moyen pour nous de voir comment les valorisations sont affectées par la hausse des prix des intrants (marges bénéficiaires) et les pressions haussières sur les taux américains et comment les

prévisions de bénéfices évoluent après une période où les marchés sont devenus complaisants. En ce qui concerne les actions émergentes, les risques de surprise inflationniste et de raffermissement du dollar constituent des vents contraires majeurs, du moins à court terme. Toutefois, nous restons légèrement positifs sur la Chine via Hong Kong.

En revanche, nous sommes désormais défensifs sur la duration américaine et neutres sur l'Europe, car les révisions sans précédent de la croissance économique aux États-Unis pourraient exercer une pression à la hausse sur les rendements des bons du Trésor américain à moyen terme, même si nous pensons que la trajectoire haussière sera plus lente que celle observée au T1. Par conséquent, le besoin de rester actif est élevé.

Nous maintenons notre vue reflationniste, car nous restons positifs à l'égard de l'inflation américaine et de la pentification de la courbe des taux britanniques (2-10 ans) en raison des progrès de la vaccination et de la réouverture de l'économie. La dette périphérique de la zone euro, en particulier le *spread* entre le 30 ans italien et allemand, continue d'offrir des rendements attractifs compte tenu de la solidité des fondamentaux et des facteurs techniques. La conjoncture économique mondiale et nos anticipations de reprise et de réouverture nous permettent d'être optimistes à l'égard des obligations

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

d'entreprise en euros, à la fois IG et HY, dans un contexte de fondamentaux favorables. Les obligations IG devraient bénéficier des achats d'obligations de la BCE, tandis que l'amélioration des perspectives de taux de défaut crée un environnement pour le haut rendement, même si la sélectivité est importante. Dans l'ensemble, le sentiment vis-à-vis du risque devient plus favorable à la classe d'actifs.

La dette émergente est un instrument pour doper le revenu des portefeuilles à long terme. Toutefois, pour l'instant, nous avons adopté une position neutre, la dette émergente étant désormais correctement valorisée.

En outre, la hausse des taux aux États-Unis et la diminution du différentiel de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés sont des sujets d'inquiétude, ainsi que le ralentissement du déploiement des vaccins et la faiblesse de la position budgétaire (explosion du ratio dette/PIB) de certains pays émergents. **Les devises sont un moyen essentiel pour les investisseurs de miser sur la valeur relative et la reflation, mais il convient de rester prêt à en ajuster le positionnement de manière sélective.** Par exemple, nous ne sommes plus optimistes à l'égard de la paire MXN/USD en raison de l'accroissement des risques intérieurs au Mexique et de ses fondamentaux économiques moins

attractifs. Toutefois, nous sommes positifs sur le panier de portage du rouble à l'euro et du réal brésilien au yen. En Asie, nous restons optimistes sur la paire KRW/EUR (cycle des semi-conducteurs) et CNH/EUR, en raison du rôle croissant de la Chine dans le commerce intra-asiatique.

Sur les marchés développés, nous sommes passés positifs sur le USD/JPY, le dollar étant susceptible d'être soutenu à court terme par les pressions haussières sur les rendements, tandis que le yen sera pénalisé par la faiblesse relative de la croissance japonaise. Nous avons maintenu notre panier de positions de change reflationnistes via la paire CAD/USD et NOK/EUR, mais restons prudents vis-à-vis du CHF face à la GBP et au CAD.

Risques et couvertures

Si le regain de tensions entre les États-Unis et la Chine devrait s'avérer transitoire, toute déception sur ce front pourrait entraîner une hausse de la volatilité. En outre, nous identifions également des risques au Royaume-Uni liés aux partis pro-indépendance en Écosse. Par conséquent, les investisseurs doivent maintenir des couvertures appropriées pour protéger leur exposition au crédit IG et aux taux américains par le biais de produits dérivés.

MARCHÉS
OBLIGATAIRESUne histoire de croissance, d'inflation
et de taux réels

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Bien que les anticipations d'inflation soient en hausse, les taux réels restent négatifs. Les investisseurs doivent surveiller l'impact de la croissance économique sur les rendements nominaux et réels et conserver une opinion active sur la duration

La reprise économique mondiale s'accélère, mais elle suscite également un débat sur l'inflation, notamment aux États-Unis. Malgré le récent dépassement de l'inflation, la Fed devrait en minimiser l'importance. Toutefois, les prix à la consommation et à la production sont en hausse et un regard sur les indices PMI révèle que les pressions sur les prix sont déjà présentes depuis quelque temps. Par conséquent, face au risque d'erreurs de politique monétaire, il est important de rester prudent et flexible sur la duration, tandis que le contexte reste favorable au crédit.

Obligations mondiales et européennes

Nous avons légèrement renforcé notre positionnement défensif sur la duration américaine, mais restons actifs sur l'ensemble de la courbe des taux afin de surveiller l'évolution des taux. Sur l'euro « core », nous restons prudents compte tenu des anticipations de pentification de la courbe, mais nous sommes optimistes à l'égard de la dette périphérique. Cette dernière offre des rendements attractifs et devrait être bien soutenue par la BCE. Nous sommes également optimistes vis-à-vis de la duration chinoise et australienne. Nous confirmons notre opinion positive

sur l'inflation aux États-Unis et en Europe, mais les investisseurs devraient chercher à diversifier cette stratégie par le biais des points morts d'inflation en Australie.

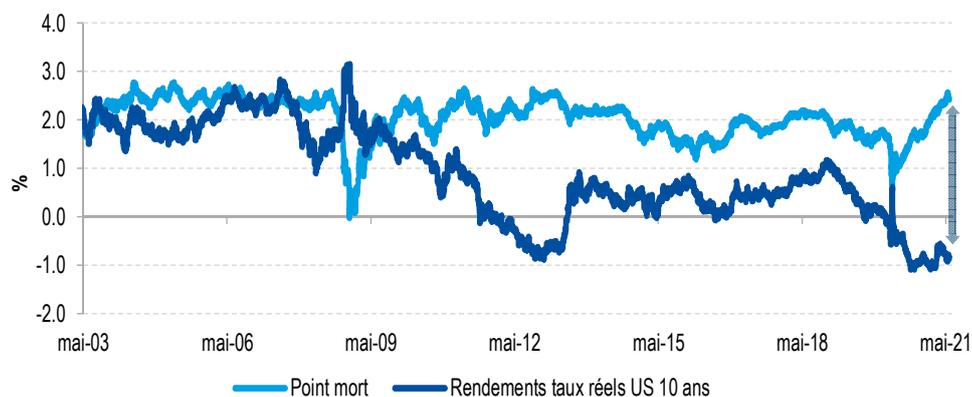
Sur le crédit, nous analysons les aspects ESG, le plan d'infrastructure américain et le rebond économique.

Les fondamentaux des entreprises s'améliorent, ce qui se traduit par une amélioration des perspectives de défaut. En outre, les investisseurs devraient ajuster leurs portefeuilles pour tenir compte du risque de hausse des taux lié à l'inflation en réduisant le risque de duration et en augmentant les *spreads* et la dette à duration courte, de sorte que le bêta global du crédit reste constant. Dans l'ensemble, nous privilégions la dette financière subordonnée et les secteurs cycliques (énergie, automobile) liés au rebond. Sur le segment IG en EUR, nous privilégions les titres notés BBB et sur le segment du haut rendement, nous recherchons un surplus de compression des *spreads*, tout en équilibrant le portage et la qualité.

Obligations américaines

Les dépenses budgétaires du président Biden donneront un coup de fouet à la croissance. En revanche, la vigueur de la demande, la pénurie d'offre et la baisse

Taux réels américains à 10 ans et point mort



Source : Amundi, Bloomberg, données au 17 mai 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

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

des stocks devraient entraîner une hausse de l'inflation. Par conséquent, les bons du Trésor américain subiront de nouvelles pressions, entraînant une pentification de la courbe. **Nous restons prudents, mais actifs sur la durée et surveillons l'évolution des taux nominaux, de l'inflation et des taux réels.** Les emprunts d'État indexés sur l'inflation restent bien soutenus. Les bons revenus des ménages et leur épargne nous permettent d'être positifs vis-à-vis des marchés de la consommation, des crédits hypothécaires résidentiels et du crédit titrisé, mais nous sommes sélectifs. La prise en compte des valorisations est extrêmement importante, en particulier pour les émetteurs privés et l'immobilier résidentiel, à un stade où la liquidité reste abondante. Enfin, nous sommes positifs à l'égard des obligations d'entreprise, mais évitons les titres volatils qui se sont redressés. Les pressions haussières sur les rendements core et l'inflation nous obligent à faire preuve de prudence vis-à-vis des risques de taux d'intérêt et de durée. Nous recommandons de limiter les durées longues sur le segment IG et de privilégier la dette à durée courte. Le haut rendement

offre un meilleur portage, mais la sélection est cruciale.

Obligations des marchés émergents

La lenteur des campagnes de vaccination, la recrudescence de la pandémie et la hausse des taux américains nous incitent à la prudence à court terme sur les obligations émergentes. Nous sommes défensifs sur la durée et prudents sur les taux locaux, avec un biais pour les durées courtes. Les *spreads* de la dette souveraine en devises fortes ont bien résisté dans un contexte de hausse des rendements américains, mais, au niveau actuel les obligations IG restent chères et les titres à haut rendement affichent des valorisations plus justes.

Devises

Nous avons encore revu à la hausse notre opinion positive vis-à-vis de l'USD compte tenu de la solide reprise économique du pays qui devrait pousser les rendements américains à la hausse. Toutefois, nous avons revu à la baisse notre opinion sur la parité GBP/EUR en raison des pressions qui pourraient découler d'un référendum écossais.

ACTIONS

La rotation value, cyclique ne sera pas linéaire



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte inflationniste, les investisseurs devraient se concentrer sur les entreprises affichant des marges a et un fort pouvoir de fixation des prix, qui s'appuie sur les marques et la propriété intellectuelle

Évaluation globale

Le déploiement des vaccins dans les pays en développement progresse et les économies réouvrent. Toutefois, les marchés semblent intégrer un scénario idéal où la croissance future des bénéfiques sera suffisamment forte pour compenser la hausse des prix des intrants. Cela signifie que les pressions inflationnistes devraient probablement être répercutées sur les consommateurs. Mais si la croissance déçoit - ce qui n'est pas notre scénario de base - les valorisations pourraient être affectées. Ceci indique que les investisseurs devraient maintenir un positionnement équilibré, avec un biais en faveur d'une normalisation. Mais ce que cela indique également, c'est que tous ne profiteront pas nécessairement de la reprise attendue. Une **analyse fondamentale bottom-up devrait aider les investisseurs à identifier les entreprises dont les activités n'ont pas été interrompues et celles présentant des bilans solides**, notamment dans les segments cycliques et sous-évalués.

Actions européennes

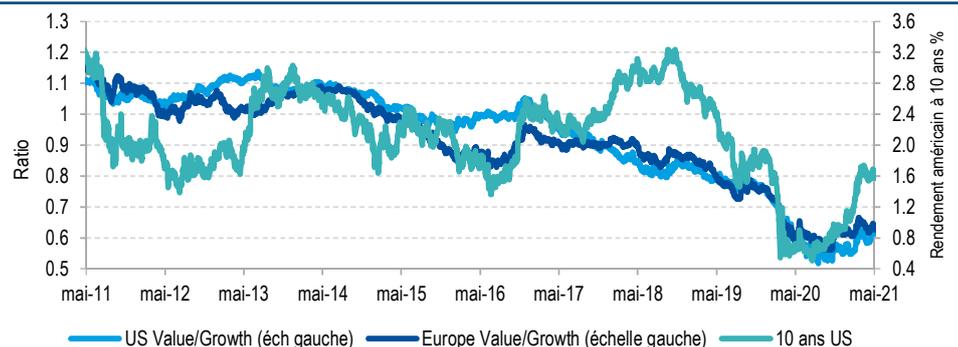
Les révisions des bénéfices en Europe ont été très favorables, toutefois la réaction des marchés laisse penser que beaucoup de bonnes nouvelles ont déjà été intégrées dans les cours. En conséquence il est important de sélectionner les valeurs et d'identifier les entreprises présentant un pouvoir

élevé de fixation des prix. Sans surprise, la composition des secteurs européens signifie que les secteurs cycliques et sous-évalués ont le plus souffert pendant la crise, alors que la croissance économique était faible. Mais cela signifie aussi que lorsque la croissance économique se redressera cette année, ces secteurs devraient bien se comporter, car la rotation conserve encore beaucoup de potentiel. Sur le plan sectoriel, nous sommes plus optimistes à l'égard des valeurs industrielles et maintenons notre biais en faveur des financières (potentiel de bénéfiques, qualité des actifs favorable, impact positif de la hausse des taux). En revanche, nous conservons des valeurs défensives de qualité (télécommunications), qui deviennent de plus en plus attractives et offrent un rendement élevé des flux de trésorerie. Nous sommes prudents dans les secteurs comme la technologie (sensibilité aux taux d'intérêt) et avons renforcé notre biais contre les valeurs discrétionnaires, dont les valorisations ne reflètent pas les fondamentaux.

Actions américaines

Lorsque les anticipations d'inflation dépassent la cible et que les valorisations sont élevées, **les marchés seront portés par la croissance des bénéfiques, les réouvertures et la rotation des principaux thèmes**. Déjà, les bénéfices et les perspectives des secteurs cycliques et sous-évalués ont

La rotation vers les actions sous-évaluées persistera, mais ne sera pas linéaire



Source : Amundi, Bloomberg, données au 19 mai 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

ACTIONS

suivi une trajectoire favorable, ce qui nous a incités à maintenir notre opinion positive sur ceux-ci. Mais il semble également que la sélection de valeurs devienne encore plus importante à mesure que les valorisations deviennent chères. Il est important de noter que **les actions sous-évaluées offrent également une couverture contre l'inflation**, les secteurs tels que la finance, l'énergie et les matériaux se situant au cœur de cette tendance. **Pour certaines valeurs de croissance**, la plupart des bonnes nouvelles ont déjà été intégrées dans les cours, confirmant notre prudence (*momentum* élevé, croissance élevée). Même si la technologie n'est pas attractive en termes de valorisations relatives, certaines tendances de long terme, positives et convaincantes, pourront retenir l'attention. En revanche, les anticipations de hausse des taux (coût du capital) nous amènent à penser que les segments défensifs ne sont pas bon marché, à l'exception de la santé. En effet, les réformes attendues pour

le secteur sont déjà intégrées dans les cours, mais seules les sociétés dotées d'une solide culture d'innovation seront en mesure de générer des rendements durables.

Actions émergentes

Les valorisations sont soutenues par la reprise économique et l'amélioration des bénéfices. Toutefois, les risques géopolitiques et idiosyncrasiques (Russie/Ukraine, manifestations en Amérique latine, tensions régionales en Asie) doivent être surveillés. Nous privilégions les titres décotés/cycliques par rapport aux valeurs de croissance dans un contexte d'anticipation de reprise. Sur le plan sectoriel, nous sommes plus positifs à l'égard de la consommation discrétionnaire, en raison de la réouverture, et moins positifs sur la technologie. En revanche, nous sommes plus prudents sur la santé en raison de valorisations élevées et restons défensifs sur les biens de consommation de base et les financières chinoises.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Le redémarrage économique et les dépenses budgétaires de l'administration Biden devraient soutenir la croissance et la demande globales, mais les valorisations dans certains segments de marché sont excessives. En outre, les pénuries d'approvisionnement et les possibles hausses d'impôts pourraient peser sur la demande. Nous restons par conséquent sélectifs, en surveillant les risques et en jouant les rotations liées à la reprise, pour privilégier les valeurs cycliques et les valeurs décotées.
	Actions US Value	+		La levée des restrictions de déplacement et les progrès de la vaccination (aux États-Unis et ailleurs) continuent de stimuler la demande de consommation et la croissance économique. Nous estimons, par conséquent, que la dynamique de la rotation vers les valeurs décotées va se renforcer, d'autant que certains signaux inflationnistes sont déjà perceptibles. Certaines opportunités sur des entreprises stables et de grande qualité, ayant le potentiel pour devenir les leaders ESG de demain, peuvent également être identifiées.
	Actions US Croissance	-		Nous maintenons notre prudence à l'égard des valeurs de croissance, en particulier celles à très forte croissance, les valorisations étant toujours très chères. Avec le retour de la croissance économique et la hausse à venir des taux d'intérêt, les investisseurs sont invités à explorer des zones mieux valorisées et moins sensibles à la hausse des taux d'actualisation.
	Europe	=		La dernière saison de publication des résultats a été très positive, soulignant l'importance de la normalisation des économies. La dynamique de réouverture se poursuit dans la région, ce qui devrait favoriser les rotations (non linéaires) dans les secteurs liés à la croissance économique. Néanmoins, nous pensons que les cours intègrent déjà une grande partie des bonnes nouvelles. Nous surveillons donc les tendances inflationnistes et privilégions la valeur relative et les entreprises présentant des fondamentaux et un pouvoir de fixation des prix solides.
	Japon	=	▼	Une pause de la dynamique économique mondiale pourrait brièvement affecter les marchés japonais. À moyen terme, la croissance devrait être soutenue par les exportations, la hausse des salaires et l'affaiblissement du yen.
	Marchés émergents	=/+	▼	La perspective d'une hausse des taux américains, ainsi que les risques idiosyncrasiques et les vulnérabilités externes, créent des difficultés à court terme pour les marchés émergents. Avec un œil très sélectif, les investisseurs doivent se concentrer sur les secteurs sous-évalués/cycliques liés à l'amélioration de la consommation, et les secteurs affichant des valorisations attractives et des tendances durables.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-	▼	Nous observons un IPC supérieur aux attentes, des pénuries d'approvisionnement et une priorité donnée par la Fed à l'emploi. Ceci, combiné à une consommation forte, aux préoccupations concernant le déficit et aux programmes de dépenses publiques, laisse présager une poursuite de la hausse de l'inflation, mettant ainsi les obligations du Trésor américain sous pression. Il convient de faire preuve de prudence et de rester actif dans la gestion de la durée et, ce faisant, éviter l'erreur de prendre des positions acheteuses sur la durée. En revanche, les emprunts d'État indexés sur l'inflation devraient bien se comporter à mesure que l'inflation progresse.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Compte tenu de la pression haussière sur les rendements core, nous limitons la durée, les risques de taux d'intérêt et la dette à durée longue dans nos portefeuilles. Nous privilégions en revanche les instruments à échéance plus courte et préférons les risques idiosyncrasiques qui offrent davantage d'opportunités de sélection. Dans un contexte d'amélioration des revenus des consommateurs, le crédit titrisé semble attractif, en particulier la dette titrisée non résidentielle. Cela étant, il importe de rester attentif aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Le portage des titres à haut rendement est attractif et avec l'ouverture de l'économie, les fondamentaux des entreprises devraient s'améliorer. Toutefois, il est toujours nécessaire de défendre ce revenu excédentaire et de trouver l'équilibre entre rendement et qualité au travers d'une approche sélective.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous pensons que l'amélioration de la croissance économique (et potentiellement de l'inflation) en Europe soutient la pentification de la courbe, pressant les obligations des pays du cœur de la zone euro. C'est pourquoi nous maintenons notre positionnement prudent. Toutefois, la BCE empêchera toute hausse significative des rendements en vue de soutenir la croissance économique. En revanche, nous sommes optimistes à l'égard de la dette périphérique.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous sommes constructifs sur les obligations IG, compte tenu de la stabilité des fondamentaux et des facteurs techniques, de la liquidité massive sur les marchés et des anticipations d'amélioration modérée. Les perspectives de notation et les flux de trésorerie disponibles sont également en amélioration. Nous restons néanmoins sélectifs, compte tenu des valorisations parfois excessives et des risques liés aux taux d'intérêt et à la durée. Nous apprécions globalement la dette BBB, les échéances courtes et les secteurs (dette subordonnée, énergie, automobile) liés à la reprise économique.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux des entreprises s'améliorent grâce au rebond de l'économie, ce qui devrait être propice en termes de perspectives de défaut. Nous préférons les segments où les <i>spreads</i> disposent d'une marge de compression, mais nous restons très sélectifs.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		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 est plus justement valorisé qu'il ne l'était en début d'année. La hausse des taux américains constitue toutefois un obstacle. À long terme, la classe d'actifs peut constituer un bon complément aux stratégies de génération de revenus des investisseurs.
	Émergents Dette en devise locale	=		Le renforcement du dollar et la hausse des taux américains constituent des obstacles pour la dette en devises locales et justifient une approche très sélective. Nous sommes particulièrement prudents en ce qui concerne les taux. Pour ce qui est des devises, nous percevons un certain potentiel de redressement au second semestre de l'année.
AUTRES	Matières premières			Le rebond de l'économie mondiale soutient les prix des matières premières. Les prix des métaux de base tels que le cuivre ont fait un bond en raison de la hausse de la demande (sur fond de transition écologique et de réouverture de l'économie) et des craintes de pénurie. Si, pour l'heure, la Fed maintient des taux bas, il convient de garder un œil sur l'évolution des taux et ses répercussions sur le cours de l'or.
	Devises			Les « déficits jumeaux » aux États-Unis devraient peser sur le dollar à long terme. À court terme, le billet vert devrait bien se comporter, notamment face aux devises à faible rendement (JPY, CHF) en raison des écarts de croissance économique. En revanche, les devises plus cycliques du G10, à savoir la couronne norvégienne, le dollar canadien et le dollar australien, sont susceptibles d'enregistrer de bonnes performances à mesure que les économies redémarrent.

LÉGENDE



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

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

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.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 - PM Images

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

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

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit