

CIO VIEWS



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Le chemin cahoteux vers le jour d'après

Le Covid-19 a généré un nouvel environnement pour les marchés économiques et financiers et conduit à un nouveau statu quo caractérisé par des mesures budgétaires et monétaires extrêmes, auxquelles les marchés ont bien réagi, bien qu'une certaine volatilité soit dernièrement réapparue. De fait, **ces mesures dressent un nouveau tableau, celui du « jour d'après ». Les marchés ont déjà intégré le scénario le plus positif**: l'éloignement du pire du cycle du virus, la possibilité d'une seconde vague plus faible que la première, et un traitement et un vaccin rapidement découverts et devenant largement disponibles avant qu'une nouvelle pandémie ne plonge l'économie dans une vague additionnelle de confinement. Certaines données récentes ont conforté ce point de vue, comme le rebond de l'indice PMI (toujours faible) et le marché de l'emploi américain qui a surpris positivement (bien que sur une tendance baissière). **Dans l'ensemble, les données ne sont pas réjouissantes, mais l'idée générale est que le gel économique est presque terminé et qu'il est temps de se tourner vers l'avenir.** C'est ce qui a poussé les marchés actions, à pratiquement effacer leurs pertes subies depuis le début de l'année avec un S&P 500 (Total Return) en baisse de 2,7 % depuis le début de l'année, après une performance de +21 % au cours du trimestre à la clôture du 17 juin. Récemment, **une forte rotation a eu lieu en faveur des cycliques, des petites capitalisations, des valeurs « value » et des valeurs retardataires. Cette tendance a été très suivie, privilégiant les marchés à la traine comme l'Europe, le Japon et les actifs des marchés émergents, le crédit d'entreprise étant également attractif.**

Dans le scénario du « jour d'après », l'anticipation de faibles rendements obligataires et d'achats massifs de la part des banques centrales plaide également en faveur d'une préférence relative pour les actions par rapport aux obligations, les rendements des dividendes étant supérieurs aux rendements obligataires. Il est vrai que les anticipations de croissance des bénéficiaires sont encore trop élevées, mais si nous pensons que le pire est passé, que les obligations n'ont plus de potentiel et que la liquidité est abondante, nous n'avons d'autre choix que de nous tourner vers les actions pour tenter de saisir des opportunités dans des secteurs qui n'ont pas complètement retrouvé leurs valorisations d'avant la crise. **Toutefois, la phase de reprise pourrait être chaotique.** Jusqu'à présent, seules les entreprises les plus directement touchées par les mesures de confinement ont fait faillite. Mais la course contre la montre entre solvabilité et liquidité se poursuit. Le nombre de victimes augmentera probablement, et de nombreuses baisses de notation sont encore à venir.

Les prévisions selon lesquelles la pandémie serait terminée pourraient être trop optimistes et tout dérapage pourrait à nouveau secouer les marchés. S'il est vrai que les gouvernements et les banques centrales ont mis en place des mesures extrêmes, cela ne sera pas suffisant, particulièrement en dehors des États-Unis, où l'ampleur des mesures n'est pas à la hauteur des dommages économiques. De plus, le risque d'erreurs politiques ne peut être sous-estimé. L'argent disponible doit être alloué de manière efficace, et une trop grande précipitation pour obtenir un consensus électoral pourrait entraîner une mauvaise allocation du capital. **La géopolitique va occuper une place de plus en plus importante dans la phase finale de l'élection présidentielle américaine.**

Dans ce contexte, nous recommandons ce qui suit concernant la construction de portefeuille :

- **Maintenir une exposition équilibrée au risque et jouer la rotation vers les valeurs value et cycliques.** Les marchés ont été trop rapides à intégrer la fin du confinement et la reprise à venir. Les valorisations actuelles sont le résultat d'un rallye alimenté par la liquidité et ne tiennent à court terme que grâce à la poursuite d'une expansion monétaire agressive. À l'heure actuelle, les marchés

Sentiment de risque global

Risk off Risk on

Privilégier la liquidité et rester actif et équilibré, compte tenu du manque de visibilité sur la croissance des bénéficiaires et de la détérioration des perspectives de défaut.

Changements par rapport au mois dernier

- Une vue légèrement plus positive sur le crédit, la dette périphérique et les valeurs cycliques qui sont soutenues par les actions des banques centrales.

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

sont clairement dépendants de la liquidité des banques centrales, mais dans la seconde partie de l'année, **on ne peut écarter un retour à la réalité sur la croissance des bénéfices**. Par conséquent, nous suggérons de combiner un niveau élevé de liquidité et une exposition aux actifs cycliques qui offrent un potentiel de performance élevé en cas de scénario favorable.

- **Rester positif sur le crédit, qui bénéficie de mesures fiscales et monétaires, en étant très sélectif.** Le crédit IG et les entreprises HY de meilleure qualité notées 'BB' resteront recherchées dans un contexte de reprise lente, de taux très bas et d'accroissement du nombre de défauts. Les investisseurs devraient rechercher des opportunités sur le marché primaire IG, où l'activité atteint un niveau record. Nous anticipons une hausse du taux de défaut pour les émetteurs HY faiblement notés, ce qui n'est pas pleinement intégré par le marché, de sorte que la sélection est primordiale dans ce segment.
- **La liquidité est, a été et sera une variable clé de ce nouvel environnement.** Le maintien de réserves de liquidité est particulièrement important en cette phase, un second recul du marché n'étant pas à exclure. Cela permettra d'accéder à des segments et à des marchés présentant des points d'entrée attractifs.

Pour les investisseurs, cela signifie que l'on ne peut écarter aucun des scénarios du « jour d'après », et que nous devons également faire preuve de prudence et de sélectivité. Ne passez pas de la dépression à l'euphorie, mais de l'incertitude à un cheminement prudent.

MACRO

Regain d'appétit pour l'euro, mais il est trop tôt pour un rebond



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche Groupe



FEDERICO CESARINI
Stratège Cross Asset

La potentielle opposition des pays « Frugal Four » au fonds de relance de l'UE, une croissance relativement faible de la ZE et son différentiel de croissance des BPA par rapport aux Etats-Unis orientent vers un potentiel de hausse limité de l'EUR/USD à court terme

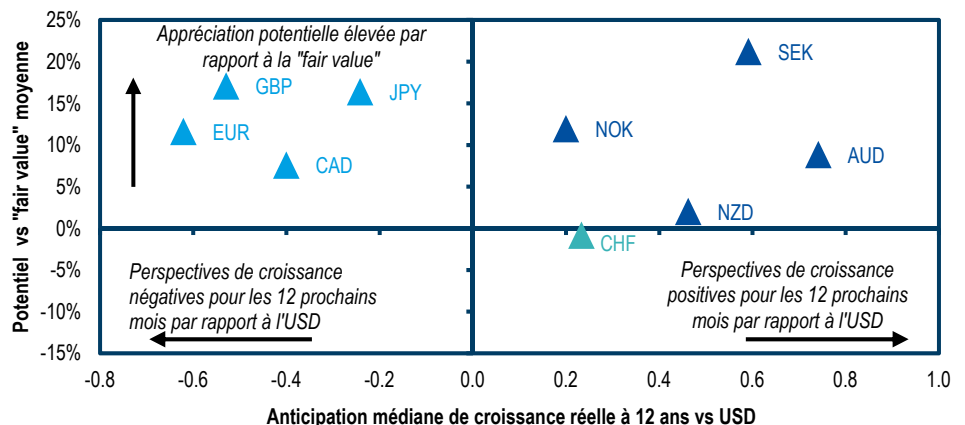
Les marchés des changes ont clairement eu un gagnant au 1^{er} semestre 2020 : le dollar américain. Alors que l'intervention de la Fed a de fait supprimé le soutien cyclique de l'avantage que le billet vert avait eu depuis le début de la normalisation des taux, **la fuite vers la qualité et les besoins de liquidité en USD sont devenus prépondérants et ont continué à éloigner la devise de sa juste valeur.** Les valorisations ne fonctionnent pas toujours, notamment lorsque la croissance mondiale s'effondre et que la visibilité reste très faible. La nature de valeur refuge de l'USD est alors devenue primordiale, le sentiment et les flux des investisseurs ont donc été les principaux moteurs de performance. Il aurait été surprenant de voir le dollar baisser sensiblement pendant que la préférence pour la durée en USD et pour les marchés à faible bêta (c.-à-d. le S&P 500) était si marquée. Mais les mesures de confinement sont assouplies à l'échelle mondiale et le fort engagement des banques centrales, ainsi que quelques initiatives politiques ambitieuses au niveau national, ont déjà commencé à pousser les anticipations de croissance à la hausse, fournissant ainsi un cadre pour que les valorisations performant et que le dollar baisse enfin.

De plus, la proposition de la Commission européenne pour

le fonds Next Generation (750 MdS€, financé par émission de dette mutuelle et constitué d'un mélange de subventions et de prêts), destiné à garantir que les perspectives à long terme de l'UE restent intactes, réduit considérablement le risque extrême d'un éclatement de la zone euro (ZE). Il est vrai que cet événement pourra changer la donne à moyen terme pour l'euro (les problèmes de soutenabilité de la dette dans les États membres s'estompant de facto). **Cependant, à court terme, nous restons sceptiques sur le fait que nous serions au début d'un marché haussier pour l'euro,** notamment par rapport au dollar.

Les risques à la baisse ont diminué ce qui devrait empêcher un effondrement plus marqué de l'euro, mais le sentiment a jusqu'à présent été le seul moteur de soutien à la reprise de l'euro par rapport au dollar début juin. Même en supposant que la proposition de la Commission européenne ne rencontre pas d'obstacles significatifs à son approbation, les pièges potentiels sont toujours présents (principalement l'opposition éventuelle des pays « Frugal Four » et le fait que de nombreux détails sur l'allocation et le calibrage restent en suspens). Ces problèmes pourraient faire évoluer le sentiment à l'égard du risque. La ZE ne bénéficie toujours pas d'un soutien cyclique à court terme (elle

Potentiel des justes valeurs par rapport aux attentes de croissance à 12 mois



Source : Recherche Amundi, Bloomberg, au 18 juin 2020. Hausse/baisse du taux de change calculée par rapport à la moyenne de quatre modèles économétriques internes - la parité de pouvoir d'achat (PPP) et trois modèles de taux de change d'équilibre comportemental (BEER). La dynamique des prix, le différentiel de taux et de productivité, ainsi que les termes de l'échange, les dépenses budgétaires et le degré d'ouverture d'une économie donnée, sont les principales variables que nous considérons. Les estimations des modèles ont été réalisées sur la base de l'USD.

MACRO

reste parmi les rares pays/régions dont la croissance devrait être inférieure à celle des États-Unis dans les 12 prochains mois) et le rebond depuis le début du mois semble exagéré compte tenu du peu de moteurs à court terme. Les matières premières physiques et le différentiel d'anticipations des BPA par rapport aux États-Unis suggèrent que les choses devront empirer avant de s'améliorer et que le potentiel de hausse à court terme par rapport au dollar est faible (cf. graphique).

Selon nous, le meilleur moyen de jouer un tel changement de sentiment envers la monnaie unique serait de parier contre la livre sterling. Le Royaume-Uni semble connaître les

pires conséquences économiques au sein du G10 et le risque d'un « no-deal Brexit » a significativement augmenté avec la proposition de la Commission européenne. La probabilité d'une nouvelle prolongation de la période de transition devrait être considérablement revue à la baisse si l'on considère l'augmentation de la contribution au budget de l'UE que tous les pays membres devront supporter (y compris le Royaume-Uni pour le moment) une fois le plan approuvé. Nous anticipons une hausse de la parité EUR/GBP à court terme, en raison du sentiment positif envers l'EUR et de la nécessité de se couvrir contre l'éventualité d'un no-deal Brexit.

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous restons prudents car les marchés, en particulier les actions, intègrent un scénario optimiste

L'euphorie des marchés occulte le besoin de prudence

Au cours du mois écoulé, nous avons assisté à des changements sur deux fronts : (1) une réouverture ordonnée des économies ; et (2) un fort soutien budgétaire aux États-Unis ainsi que d'importantes mesures politiques en Europe, où nous pensons que le Fonds de relance de l'UE et les interventions budgétaires nationales pourraient changer les règles du jeu à court terme. Toutefois, il n'y a aucun signe d'amélioration sur un troisième front, celui de la durabilité des bénéfices des entreprises. Par conséquent, nous maintenons notre positionnement défensif, équilibré et diversifié en termes de risque, et pensons que les investisseurs pourraient exploiter certaines opportunités de rotation tactique dans les secteurs « value » et cyclique, les thématiques vertes et la consommation américaine, qui reste soutenue par les plans budgétaires. Les réserves de liquidités sont primordiales à ce stade.

Des idées à conviction forte

Concernant les actions des marchés développés, nous restons prudents et vigilants sur les données réelles, mais voyons des opportunités tactiques en Europe (réduction de la prime de risque politique) dans la « value », les services aux collectivités liés aux énergies renouvelables et aux industrielles exposées aux initiatives vertes. Aux États-Unis, la « value », les banques, les entreprises de cartes de crédit, les industrielles (exposition

à la reprise) et les titres cycliques, y compris l'automobile, semblent attractifs. Toutefois, les valeurs de croissance dans les secteurs des logiciels et de l'internet, des biens de consommation courante et des services aux collectivités aux États-Unis sont chères. **Notre vue sur les EM reste neutre,** avec une préférence régionale pour la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, en raison de leur exposition sectorielle, de fortes mesures de relance et d'un meilleur endiguement de la contagion. Les valorisations de certains pays de l'ANASE (Thaïlande, Indonésie et Philippines) sont attractives mais nous sommes prudents par rapport à certains pays en raison d'inquiétudes liées au virus. Dans l'ensemble, il est important de couvrir l'exposition globale aux actions. **Sur la durée, nous maintenons notre vue proche de la neutralité sur les États-Unis** en raison de l'environnement actuel de « contrôle de la courbe » et de la décision de la Fed de ne relever ses taux qu'en 2022. La Fed évitera une trop forte hausse des taux longs pour empêcher un durcissement des conditions financières. Nous surveillons la courbe 5-30 ans américaine, qui nous semble très pentue compte tenu de l'environnement économique fondamental et la politique de la Fed, mais dont l'évolution à court terme reste dictée par le sentiment et en partie par les facteurs techniques. Les achats de la Fed (notamment sur les segments court et moyen terme), la demande de valeurs refuges et la

Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer. USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, UST = bons du Trésor américain, DM = Marchés développés, EM/GEM = Marchés émergents, FX = Change, FI = Fixed Income, IG = Investment grade, HY = High Yield, CHF = Franc suisse, NOK = Couronne norvégienne, EUR = Euro, BC = Banques centrales, TIPS = Titre protégé contre l'inflation du Trésor. BTP = emprunts d'État italiens, ANASE = Association des nations de l'Asie du Sud-Est.

GESTION
DIVERSIFIÉE

recherche de rendement au niveau mondial, bien que dans une moindre mesure, nous permettent de maintenir une préférence pour le 5 ans américain par rapport au 5 ans allemand. De plus, les rendements des bons du Trésor américain ont encore une marge à la baisse si la Fed se montre prête à envisager des taux négatifs. **Nous sommes positifs sur les obligations américaines indexées sur l'inflation** (moyen terme), à cause des valorisations très faibles et des moteurs de relance à long terme. **La dette périphérique euro** devrait être soutenue par les actions de la BCE (récente expansion du PEPP) et le Fonds de relance de l'UE. Ce dernier devrait réduire la prime de risque des pays périphériques, et les deux conjugués réduisent le potentiel de hausse des taux italiens. En conséquence, nous préférons désormais une position ferme sur le BTP italien par rapport à une position relative Italie 30 ans contre Allemagne 30 ans. Le premier est également moins corrélé aux actions. **Dans un contexte de soutien continu des banques centrales, nous conservons notre positionnement constructif sur le crédit** et préférons l'IG (meilleures valorisations) au HY et l'EUR à l'US (levier important). Les investisseurs

devraient diversifier suffisamment leur exposition sectorielle (cyclique, défensif, dette senior financière), en se concentrant tout particulièrement sur les obligations de premier ordre de catégorie A, A+ et BBB+. Toutefois, l'évaluation de la liquidité et une certaine protection sur le HY sont importantes (risque de défaut). **Nous sommes neutres sur la dette des marchés émergents.** L'écart entre les pays IG et HY se réduit, les *spreads* HY se comprimant fortement mais restant attractifs, alors que l'IG a désormais atteint des niveaux plus conformes aux moyennes historiques. En ce qui concerne les devises émergentes, nous sommes maintenant constructifs sur certaines devises à haut rendement car elles bénéficient du sentiment de marché, des flux et de l'amélioration de la dynamique de croissance, mais certains facteurs de risque (guerre du pétrole, tensions sino-américaines) subsistent.

Risques et couverture

Utiliser comme couverture l'or, le JPY/USD (valeur refuge) et les produits dérivés est important pour atténuer les risques liés aux résultats, à l'insolvabilité et à la géopolitique.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Marchés dépendants des banques centrales : privilégier la qualité



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les banques centrales (BC) ultra-accommodantes et un solide soutien budgétaire continuent de normaliser progressivement les conditions de marché, entraînant un rebond des actifs risqués et provoquant une faiblesse du dollar. Toutefois, les marchés étant désormais dépendants du soutien des BC, il existe un risque d'augmentation des défauts de crédit quand ce soutien disparaîtra. Par conséquent, dans leur recherche de rendement, les investisseurs doivent s'assurer qu'ils ne descendent pas trop dans le spectre de qualité du crédit, les risques étant asymétriques. Le moment est venu de rester sélectif et actif, et de garder de la liquidité et une marge de manœuvre afin de pouvoir gérer les allocations de manière tactique. L'investissement dans des stratégies vertes sera un moyen clé de naviguer sur les marchés.

désormais d'être positifs sur la dette de la périphérie de la zone euro. Sur les obligations indexées sur l'inflation, nous conservons une perspective légèrement positive en raison de valorisations attractives des *breakevens*, mais n'anticipons pas une hausse significative de l'inflation (faible reprise économique). **Nous sommes un peu plus constructifs sur le crédit dans un contexte de recherche de rendement de la part des investisseurs dans un environnement de taux bas.** Sur l'IG, nous sommes positifs sur les financières et sur la dette subordonnée notamment, et trouvons des opportunités sélectives (ré-endettement) dans les TMT, l'énergie et les autres cycliques. Le HY devrait rester soutenu par les récentes annonces de soutien des BC. Toutefois, les investisseurs devraient rester prudents et maintenir des niveaux de liquidités élevés en raison des inquiétudes liées à la dette et de la faible visibilité sur les bénéfices.

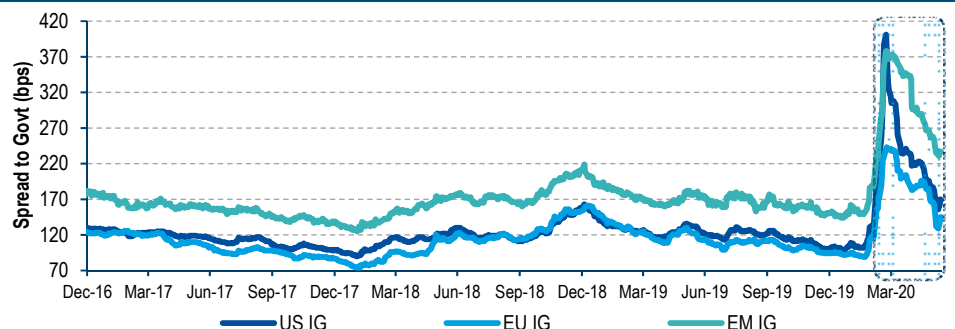
Taux internationaux et européens

Nous nous abstenons de toute position marquée sur la durée et maintenons notre positionnement proche de la neutralité, avec un biais constructif sur les États-Unis et la France et une vue négative sur les bunds. Nous identifions des opportunités de pentification sur la partie longue des courbes de taux US et Euro (10-30 ans) dans la mesure où les rendements à long terme peuvent encore augmenter en raison des émissions massives. Le soutien continu de la BCE et la perspective d'un plan de relance de l'UE nous permettent

Obligations américaines

Les marchés se sont stabilisés grâce à la liquidité induite par les mesures de relance, mais ils sous-évaluent les risques baissiers. Nous reconnaissons cet optimisme, mais pensons qu'il est crucial de maintenir des poches de liquidités. **Sur le crédit, la demande réduit les spreads.** Nous sommes constructifs, notamment sur le crédit à durée longue des entreprises de qualité bénéficiant de flux de trésorerie

Credit spreads IG



Source : Bloomberg, données quotidiennes au 15 juin 2020. Analyse basée sur les indices ICE BoA

GFI = Global Fixed Income, EM FX = Emerging markets foreign exchange, HY = High yield, IG = Investment grade, CHF = Swiss Franc, 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 Inflation-Protected Security, GFC = Global Financial Crisis of 2008, JPY = Japanese yen.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les spreads se resserrent et les taux de défaut sont actuellement faibles - par rapport aux récessions précédentes - en raison de la liquidité sans précédent émise par les banques centrales. Ceci appelle à une forte sélectivité en termes de secteurs et de noms

stables (financières, industrielles, biens de consommation). Les marchés de la consommation et de l'immobilier résistent bien et, par conséquent, nous sommes positifs sur les RMBS non émises par agences et voyons de la valeur dans les ABS subordonnés et ésotériques. Nous restons prudents sur les *US Treasuries* à 10 ans en raison des valorisations élevées et des inquiétudes liées à la hausse du déficit budgétaire, et pensons que la courbe des taux devrait se pentifier, les rendements à plus longue échéance augmentant en raison de la reprise de l'activité économique et de l'accroissement des émissions. Les TIPS offrent une protection contre l'inflation dans une perspective de moyen à long terme. Les prêts immobiliers émis par les agences offrent de la liquidité et la perspective de rendements plus élevés, mais la sélection est essentielle car le marché titrisé peut être à la traîne de la reprise et la faiblesse de l'emploi pourrait freiner les dépenses de consommation et le remboursement de la dette.

Obligations émergentes

Nous privilégions la dette en devises fortes, mais les valorisations commencent à paraître moins attractives. Nous sommes plus positifs sur le HY (Serbie, Ukraine) car les valorisations sont attractives et les spreads pourraient continuer à se resserrer par rapport à l'IG. Mais **nous sommes plus prudents sur les taux**, compte tenu de la forte performance de la Russie, du Mexique et de l'Égypte. En devises locales, la sélectivité et le positionnement sur la courbe sont nécessaires. Il est également important de prendre en compte les élections américaines.

FX

Dans les marchés développés, nous sommes prudents sur le dollar à court terme et sommes maintenant positifs sur l'euro/dollar. Dans les marchés émergents, nous sommes positifs sur les matières premières et les devises à bêta élevé dans un contexte de réouverture et de rebond du pétrole.

ACTIONS

Le soutien des banques centrales, moteur du sentiment de marché



KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Les marchés intègrent le fait que le pire est derrière nous, entraînant un fort rebond des actions, ce qui signifie que les anticipations implicites ne sont plus déprimées. Toutefois, dans un contexte de données économiques moroses, d'élections américaines et de tensions géopolitiques, il est important pour les investisseurs de rester extrêmement sélectifs et de se concentrer sur des titres de qualité élevée. Dans le même temps, certains signes positifs de réouverture aux États-Unis et le Fonds de relance en Europe jouent en faveur d'une rotation vers les actions « value » et les valeurs cycliques qui pourraient bénéficier de la phase de reprise.

Actions européennes

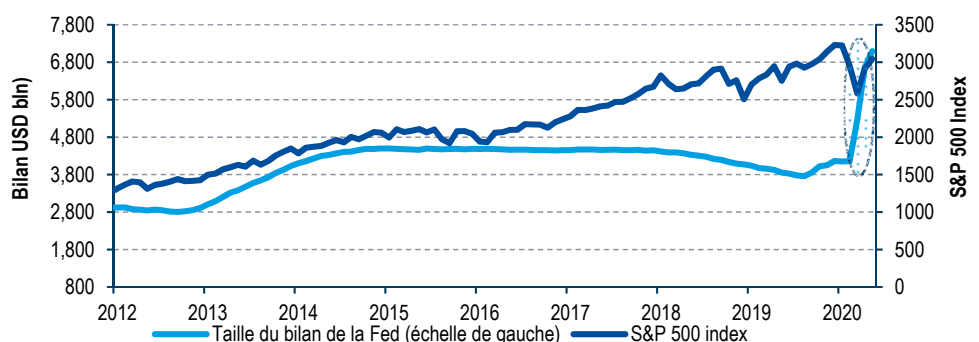
Dans l'ensemble, nous sommes prudents après la forte reprise, maintenons des réserves de liquidité significatives et réévaluons notre biais cyclique, en mettant l'accent sur des modèles d'activité résilients, non affectés par la crise et sur la solidité des bilans. Des opportunités de rotation existent dans les titres « value » des banques (préférer les banques aux assureurs), dans un contexte lié aux avancées sur le Fonds de relance de l'UE. Mais l'accent devrait être mis sur les entreprises affichant des bilans solides et des bénéfices élevés. Il est également important de prêter attention à la liquidité des petites capitalisations, où la situation est moins stable. Au niveau sectoriel, nous recommandons

une approche « barbell », avec une exposition à la fois aux secteurs défensifs (par exemple, des secteurs résilients mais attractifs tels que la santé) et cycliques (valeurs cycliques de qualité dans le luxe et les matériaux de construction), qui bénéficieront d'une reprise économique. Nous sommes prudents sur la technologie, à cause de valorisations élevées, et la consommation discrétionnaire (automobile), en raison de la combinaison de défis structurels et cycliques. Dans tous les cas, **l'agilité est nécessaire et nous continuons de nous concentrer sur la discipline des processus et la sélection des titres, ainsi que sur la gestion rigoureuse des risques de marché, de facteurs et de style.** Ceci nous permet de rechercher sélectivement des écarts de valorisation après toute correction du marché.

Actions US

Les actions américaines ont fait preuve d'une forte résistance durant la crise du Covid-19. Élément important, alors que l'économie est affectée, environ les deux tiers du S&P 500 sont composés d'entreprises dont les secteurs ont été positivement ou pas du tout affectés par le confinement (technologie, santé, communication, consommation de base, etc.). La réouverture de l'économie est rapide et les valorisations sont raisonnables en dehors des quelques grands titres concentrés. Nous tablons sur une rotation en faveur des

Le rebond du S&P500 tiré par le QE



ACTIONS

La confiance dans les banques centrales fait grimper les marchés actions. Une rotation vers les thématiques cycliques pourrait offrir des opportunités sur des marchés valorisés à la perfection

valeurs « value » et de reprise, au sein desquels nous apprécions les valeurs de haute qualité, aux bilans solides et disposant d'avantage à long terme. Nous recherchons de telles sociétés aux valorisations attractives dans les financières (méga-caps financières), les industrielles, la consommation cyclique traditionnelle (services de communication) et les matières premières cycliques. Nous pensons que les cycliques pourraient afficher de meilleures performances en cas de reprise mais nécessitent une analyse fondamentale approfondie. Par ailleurs, nous sommes défensifs sur les valeurs sensibles aux taux (consommation non durable et services aux collectivités) en raison de leurs valorisations non viables, et nous évitons les valeurs de croissance chères. Les différentiels de valorisation entre les actions de croissance et les méga-capitalisations sont extrêmes. Du point de vue de la capitalisation boursière, une évolution à la baisse de la capitalisation boursière des « large caps » pourrait offrir des opportunités sélectives.

Actions émergentes

Nous sommes un peu plus optimistes à l'égard des actions émergentes, mais nous restons prudents, et pensons que les mesures prises par les autorités vont soutenir une reprise de la croissance mondiale. Nous sommes prudents quant aux relations sino-américaines car des sanctions potentielles pourraient être préjudiciables (pour la Chine et l'ensemble de l'univers émergent). Les valorisations des actions des marchés émergents semblent plus attractives que celles des marchés développés, mais les perspectives de bénéfices restent difficiles. Nous sommes positifs sur la Russie et l'Inde et sommes à la recherche de plus de valeur et de cyclicité dans l'allocation sectorielle (industrielles, cycliques, matériaux).

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Le marché américain a constitué une position de base au cours du cycle 2009-2019. Il y a de la marge pour un rattrapage des marchés plus cycliques, mais les élections américaines pourraient être source d'incertitude sous la forme d'une victoire potentielle des Démocrates (dans les deux chambres). Cela pourrait entraîner des changements dans la réglementation et la politique fiscale. Toutefois, l'abondance de liquidités qui alimentent les marchés va perdurer, de même que les faibles taux d'intérêt, qui pourraient à nouveau soutenir les valeurs de qualité représentant une part importante du marché américain. Le marché américain est concentré sur quelques grandes valeurs et les valorisations tendent à être plus attractives en dehors de cette concentration.
	Europe	-/=		L'Europe a souffert au cours du dernier cycle. Deux facteurs ont ravivé l'intérêt international: le plan de relance de l'UE (Recovery Fund), s'il devait être confirmé, et le rattrapage cyclique/valeur. Mais il reste du chemin à parcourir pour cette reprise. Le risque est que, si l'Europe est un pari « value », les secteurs de la finance et de l'énergie - qui sont des secteurs « value » - ont été affectés, ce qui pourrait limiter leur surperformance.
	Japon	=		Le Japon a connu des hauts et des bas au cours du cycle précédent. Étant l'un des marchés les plus cycliques au monde, il bénéficie du rattrapage cyclique actuel. Si la reprise était confirmée, il pourrait en bénéficier jusqu'à la fin de l'année.
	Marchés émergents	=		Dans l'ensemble, les marchés émergents sous-performent depuis 2011, à l'exception de la période 2016-18. Ils pourraient rattraper leur retard si le dollar confirmait sa baisse. L'Asie est potentiellement plus sûre, compte tenu, entre autres facteurs, de son exposition à la technologie, mais les tensions sino-américaines et les risques géopolitiques (Corée du Nord) pourraient constituer un frein.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Du point de vue d'une allocation globale, nous conservons notre préférence pour la duration des bons du Trésor américain par rapport aux autres obligations de la dette émergente, en raison de meilleures valorisations absolues et relatives et de la possibilité pour la Fed de disposer d'une plus grande marge de manœuvre grâce à un QE illimité. Selon nous, la Fed devrait absorber la plupart des émissions supplémentaires nettes de bons du Trésor américain au cours des prochains mois. Sur les portefeuilles américains, nous sommes prudents sur les bons du Trésor américain compte tenu de la hausse du déficit budgétaire et des plans de soutien budgétaire sans précédent.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Malgré un resserrement récent, les <i>spreads</i> IG américains offrent toujours des valorisations absolues et relatives attractives. L'activité sur le marché primaire est élevée, bénéficiant de la recherche de rendement et de flux d'investissement, tandis que la Fed continuera de soutenir la demande pour cette classe d'actifs grâce à son programme d'assouplissement quantitatif. La sélectivité devient de plus en plus pertinente dans un environnement macroéconomique et microéconomique morose.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-/=	▲	Le HY devrait rester soutenu par les récentes annonces de soutien des banques centrales. Les valorisations des <i>spreads</i> du HY américain semblent plus étroites que celles des autres marchés de crédit. C'est pourquoi, parallèlement aux problèmes de liquidité, nous privilégions les titres de qualité supérieure par rapport aux titres à faible notation, ces derniers ne retenant que partiellement l'augmentation du risque de défaut. La sélection des secteurs et des émetteurs reste clé.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes prudents sur les emprunts d'État européens core mais légèrement constructifs sur les pays périphériques après la récente reprise et extension du PEPP de la BCE, et les mesures encourageantes sur le front budgétaire de l'UE. Les courbes « core » devraient rester stables, proches des niveaux de taux actuels. Toutefois, nous avons encore besoin de détails concrets concernant la mise en œuvre du Fonds de relance.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous sommes positifs sur l'Euro IG, notamment sur la dette BBB et les financières. La BCE soutiendra les facteurs techniques de cette classe d'actifs directement par le biais du CSPP et du PEPP et indirectement dans la mesure où ils incitent les investisseurs à rechercher du rendement. Parmi les différents marchés de crédit, les valorisations apparaissent attractives, alors que les fondamentaux tendent à présenter un endettement financier inférieur à celui des États-Unis. Toutefois, la sélection reste clé.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=	▲	Dans l'UE, les taux de défaut sur le HY devraient augmenter moins qu'aux États-Unis, grâce à une qualité de crédit moyenne supérieure et à une moindre exposition au secteur de l'énergie en difficulté. Nous préférons la dette de grande qualité et plus liquide notée BB en raison d'un profil risque-rendement attrayant. Il est extrêmement important de mettre l'accent sur la sélection, les risques idiosyncratiques et la liquidité.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous sommes prudents en ce qui concerne la dette des pays émergents, mais favorisons les devises fortes par rapport aux devises locales. Dans le premier cas, nous pensons que les <i>spreads</i> entre le HY et l'IG pourraient encore se réduire et que les valorisations sont attractives au sein du HY. Le soutien de la vigueur du dollar devrait se maintenir à court terme. Toutefois, le risque de défaut souverain doit faire l'objet d'un suivi attentif.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes neutres sur la dette émergente en devise locale et pensons qu'il y a plus de marge de sélectivité dans cette classe d'actifs. Nous restons prudents - mais légèrement plus constructifs - sur les devises émergentes. Il est important de prendre en compte le risque électoral américain.
AUTRES	Matières premières			Les perspectives sont modérément positives pour les matières premières, en supposant une reprise mondiale. Le pétrole WTI devrait évoluer dans la fourchette \$/b 30-40, tandis que les banques centrales accommodantes et les taux réels bas soutiendront l'or. Les tensions géopolitiques liées au conflit sino-américain devraient accroître la volatilité des métaux de base à l'approche des élections américaines.
	Devises			Dans la mesure où la plupart des pays assouplissent les mesures de confinement et avec la prompt intervention politique, le dollar va perdre du terrain à l'approche de 2021. La réduction de l'avantage sur les taux et les anticipations d'un rebond de la croissance mondiale réduiront l'attrait des actifs américains. La trajectoire ne sera pas linéaire, dans la mesure où la situation à court terme reste morose et où la liquidité ne se traduit pas nécessairement par une plus grande solvabilité.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 28 avril 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 pour objet de constituer une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un Compartiment ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement données à titre d'illustration et à des fins éducatives et sont susceptibles de changer. Ces informations ne représentent ni l'allocation d'actifs actuelle, passée ou future, ni le portefeuille d'Amundi.

IG = obligations d'entreprises investment grade, HY = obligations d'entreprises à haut rendement ; Obligations émergentes HC/LC = obligations émergentes en devise forte/en devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif. IG = Investment grade corporate bonds. HY = High Yield Corporate; EM Bonds HC / LC = EM bonds hard currency / local currency. WTI = West Texas Intermediate. QE = quantitative easing.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant 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).

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.

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

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Lisa Kyle Young;

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, Responsable de la Recherche Taux et Change

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

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

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

FUNDERBURK NOAH, Vice President, Portfolio Manager Amundi Pioneer

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Cross Asset Analyst

PERRIER Tristan, Global Views Analyst

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit