## CIO VIEWS

Pascal BLANQUÉ, CIO Groupe



Vincent MORTIER, CIO Adjoint Groupe

# Risk off Risk on Face aux attentes d'inflation, aux valorisations élevées et aux espoirs de reprise économique, recherchez la valeur relative entre les classes d'actifs Changements par rapport au mois dernier Ajustements sur les actions: baisse sur les pays développés et hausse sur les actions et les devises émergentes Prudence sur la duration américaine dans une perspective multi-actifs Optimisme à l'égard de l'inflation aux États-Unis Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

# Des marchés agités à l'heure de vérité pour les taux

Les marchés ont clôturé 2020 sur de bonnes bases et, avec l'arrivée de la nouvelle majorité démocrate aux États-Unis, un effort budgétaire plus important est devenu plus probable. Nous avons donc été amenés à relever nos prévisions de croissance du PIB 2021 pour les États-Unis dans une fourchette de 5,2 % à 5,7 %, soit plus d'un point au-dessus des estimations précédentes. Ceci souligne la forte divergence d'avec les autres pays développés, pour lesquels nous avons revu nos prévisions à la baisse.

Les marchés remettent soudain en question le scénario de disparition définitive de l'inflation, en particulier aux États-Unis, dans un contexte d'accélération de l'économie. Les rendements des obligations du Trésor américain ont progressé et, en l'espace de seulement quelques jours, la courbe américaine s'est encore fortement pentifiée. Les prévisions d'inflation du marché ont également atteint leur plus haut en deux ans. Si les marchés obligataires se sont adaptés à cette accélération du scénario d'un possible *retour de l'inflation*, les actions ont fait preuve de résilience. En revanche, certains excès, notamment dans le domaine des cryptomonnaies, ont fait l'objet d'ajustements. Le plan de soutien de 1 900 milliards de dollars proposé par Joe Biden face au Covid-19 conforte cette tendance, qui s'est également fait sentir au niveau des devises. Après de fortes fluctuations en 2020, le dollar, en ce début d'année, marque une pause dans sa trajectoire baissière. Le renforcement de ce scénario de reflation exige certains ajustements de la part des investisseurs:

- Un positionnement plus prudent sur la duration. Les banques centrales restent accommodantes, mais les marchés commencent à anticiper une possible réduction des achats d'actifs. Pour la première fois, un débat autour de cette question a récemment été évoqué dans l'actualité. Ce débat a été amorcé par l'accélération de la croissance économique et les progrès des campagnes de vaccination contre le Covid-19. Mais de nombreux membres de la Fed jugent ces discussions prématurées, notamment son président, Jerome Powell, qui a récemment souligné l'importance de ne pas abandonner les mesures de soutien de manière précipitée et de rester prudent en termes de communication sur la question. La prudence est également de mise sur la duration dans les pays émergents, où les obligations offrent toujours de belles opportunités de rendement, à condition de gérer la duration attentivement.
- Une protection contre l'inflation avec des actifs liquides et illiquides au cours d'une année où le retour de l'inflation aux États-Unis sera probablement l'un des thèmes clés. Les perspectives de relance budgétaire plus importante que prévu, l'accélération de la croissance économique, le déblocage de la demande insatisfaite, les relocalisations de chaînes d'approvisionnement et le rebond des prix de l'énergie sont autant d'éléments qui pourraient entraîner une hausse des anticipations d'inflation et provoquer certains ajustements relatifs du marché. Les obligations indexées sur l'inflation vont devenir de plus en plus attractives (points morts d'inflation et TIPS) de même que certains actifs réels.
- Une préférence pour les actions par rapport aux obligations dans une perspective multi actifs. Il convient néanmoins de privilégier les opportunités dans les segments de marché bénéficiant du thème de la reflation, à commencer par les marchés décotés et plus cycliques, comme le Japon et les pays émergents, où la tendance des matières premières est également favorable. En ce qui concerne un ajustement des attentes en matière de taux, plutôt que des mouvements directionnels importants des indices, nous anticipons la poursuite de la rotation des thèmes dominants à l'intérieur des indices, les actions décotées et celles sensibles aux taux d'intérêt et à l'énergie se redressant par rapport aux actions de forte/très forte croissance. Cette rotation pourrait traverser un trou d'air momentané au premier trimestre en raison du ralentissement de l'activité et du durcissement des confinements, notamment en Europe, mais la tendance

## CIO VIEWS

à la reprise à moyen terme semble intacte, tout comme le thème de la rotation vers les valeurs décotées.

• Une vigilance nécessaire sur les actions, les valorisations absolues étant loin d'être attractives. En effet, les performances des marchés actions seraient mises à rude épreuve si les rendements à 10 ans continuent leur progression et notamment si le 10 ans américain atteint 1,3 %. Toutefois, nous ne pensons pas que ce niveau sera atteint de sitôt et considérons que le scénario le plus probable est celui d'une évolution sans tendance marquée qui permettrait de corriger certains des excès consentis durant le rallye de fin d'année. De manière générale, cela appelle donc à couvrir les expositions en actions pour limiter les risques baissiers.

Pour l'heure, le thème monétaire caractérisé par les taux bas, la croissance faible et l'inflation réduite a été dominant, mais un autre thème, celui d'un redressement plus rapide de la croissance réelle, est en train de gagner en importance. Bien entendu, le thème monétaire reste dominant et semble solidement ancré, mais une évolution, même minime, aurait d'importantes répercussions sur les obligations et, à un moment donné, sur les actions. Pour ne pas se laisser piéger dans une logique perdante, il est important de se montrer très sélectif sur les actions en cherchant à identifier des entreprises attractives capables de profiter de la reprise cyclique, mais aussi de générer une croissance des bénéfices à long terme. Côté obligations, il convient de continuer à gérer la duration de manière active et de se positionner sur des opportunités de valeur relative (en termes de courbe et de géographie). Dans un contexte où une diversification classique des actifs pourrait se voir compromise en raison des anticipations de hausse de l'inflation,

les investisseurs devront rester agiles et flexibles dans leurs allocations et envisager des stratégies de gestion moins corrélées pour une plus grande diversification et une meilleure résilience des portefeuilles à un éventuel changement de régime.

#### **MACRO**



Monica DEFEND, Responsable de la Recherche Groupe

La courbe des taux américains pourrait légèrement se pentifier, mais la détermination de la Fed à maintenir des conditions financières souples et à soutenir la reprise suggère que la banque centrale empêchera toute augmentation brutale des taux

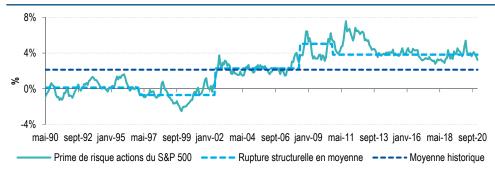
# Regarder au-delà de la récente hausse des rendements

- Tant que le 10 ans américain reflète les anticipations de relance, il pourrait poursuivre sa hausse. Toutefois, la valorisation relative des obligations du Trésor US par rapport aux actifs risqués, associée au coût du service de la dette (étant donné l'accumulation croissante de la dette), fixe un plafond à la hausse des rendements.
- Compte tenu de nos prévisions macrofinancières actuelles, notre cible 2021 pour les obligations du Trésor américain à 10 ans est de 1.30 %

La Fed est déterminée à maintenir des conditions financières souples, mais cette volonté a été mise à l'épreuve en janvier, lorsque les marchés ont commencé à anticiper un élargissement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis. En ce début d'année 2021, les marchés restent fortement influencés par les politiques et restent donc vulnérables à d'éventuelles évolutions de celles-ci. Cela explique notre vigilance à l'égard des actifs risqués et souligne le rôle de « moteur du marché » que jouent les obligations du Trésor à 10 ans. De plus, la pentification de la courbe des taux américains en janvier montre que la Fed en contrôle le segment à court terme, où les taux sont proches de zéro. D'un autre côté, la hausse du point mort d'inflation américain à 30 ans au-dessus de 2 % explique la récente augmentation des rendements nominaux de sorte qu'une réévaluation des points morts d'inflation à long terme et des primes d'inflation appelle un certain ajustement de la position des « paris cycliques ».

Pour 2021, nous nous attendons à ce que la hausse des rendements nominaux à long terme soit tirée par les taux réels, à mesure que la croissance reprendra au second semestre. Cependant, d'après nos projections, la Fed a encore un long chemin à parcourir avant d'atteindre sa cible d'inflation. Elle devrait donc maintenir son ton ultra-accommodant afin d'amplifier l'impact des mesures de relance budgétaire et de l'« effet vaccin » (sur la normalisation économique) et ainsi se rapprocher de son objectif d'inflation en fin d'année. Malgré l'important programme d'achat d'actifs, les rendements à 10 ans continuent leur progression, même si la pentification de la courbe reste bien éloignée des sommets cycliques précédents. Dans ce contexte, nous pensons que seuls dépassements temporaires la cible d'inflation sont possibles. À moyen terme, la Fed devrait limiter la volatilité des rendements du segment à long terme et maintenir des conditions souples pour ne pas compromettre la reprise. Cela étant dit, nous anticipons une diminution progressive des soutiens en 2022, lorsque les gains de productivité et la croissance réelle se seront avérés durables. La Fed agira toutefois avec prudence et de manière progressive afin de ne pas affecter négativement la dynamique du marché et la stabilité financière.

# Impact des politiques monétaires non conventionnelles sur les primes de risque actions



Source: Amundi Cross Asset Research, au lundi 25 janvier 2021. La rupture structurelle en moyenne est calculée après prise en compte de la politique monétaire non conventionnelle de la Fed. Le graphique présente l'historique de la prime de risque actions du S&P 500 = rendement des bénéfices - rendement UST à 10 ans.

#### **MACRO**

1,30 %: le point de bascule? est difficile de se prononcer, étant donné le rôle majeur que jouent les comportements imprévisibles et la psychologie des investisseurs. Nous fondons donc nos prévisions sur nos travaux relatifs à l'attractivité relative des actions par rapport aux obligations. Les politiques monétaires conventionnelles prolongées ont modifié les pivots de valorisation relative. Sur la base de plus de 13 ans de données historiques, on observe une rupture structurelle de la moyenne des primes de risque sur actions du S&P 500, dont la moyenne passe de 2 % à 4 % (voir graphique). Si l'on analyse l'historique des primes de risque sur action en fonction des niveaux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans, on constate que les rendements actuels correspondent au quatrième quintile en termes de répartition historique des primes de risque. Cette analyse également l'importance confirme des mouvements des taux d'intérêt quant à l'attractivité relative des actions par rapport aux obligations. L'évolution du rendement à 10 ans audessus de 1 % a donc permis de réduire considérablement l'écart de valorisation.

La crise de 2008 a débouché sur un cadre de politique monétaire différent, les banques centrales ayant considérablement élargi leurs bilans. Le recours permanent aux dispositifs d'achats d'actifs a transformé cet non-conventionnel en outil outil conventionnel et les acteurs du marché ont intégré cette approche. Nous estimons par conséquent que le cadre de valorisation relative doit être réexaminé et que les investisseurs doivent ajuster le taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs en conséquence. Pour conclure, dans notre scénario

central, nous anticipons un plafond pour la pentification de la courbe américaine: à court terme, la hausse des rendements pourrait nuire à l'appétit pour les actifs risqués, dont la volatilité pourrait entraver la reprise, tandis qu'à long terme, les secteurs public et privé fortement endettés seront vulnérables aux variations des taux d'intérêt

## GESTION DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

La disparition de certains vents contraires, avec le plan de relance américain, l'accord UE-Chine et le Brexit, nous permet de conserver notre biais sectoriel en faveur de la cyclicité, moyennant quelques ajustements et des couvertures solides

# Stabilisation prudente des portefeuilles avec un biais favorable au risque

Nous pensons que l'appétit pour le risque va se maintenir, porté par les anticipations d'amélioration cyclique de l'économie que soutiennent la mise à disposition des vaccins et les mesures relance. Nous recommandons toutefois aux investisseurs de rester actifs pour ne pas perdre de vue le tableau d'ensemble, car nous pensons essentiel de surveiller la courbe des taux américains. Si la vitesse et l'ampleur du redressement des rendements s'avèrent moins modérées qu'attendu, nous pourrions assister à un durcissement significatif des conditions financières qui aurait un impact négatif sur les actifs risqués. Pour autant, il ne faut pas négliger la capacité d'action de la Fed en termes d'assouplissement quantitatif, voire de contrôle de la courbe des taux. De manière générale, il convient de se montrer sélectif, d'ajuster les portefeuilles avec soin, de rechercher des couvertures efficaces et de rester vigilant sur la question des restrictions sanitaires.

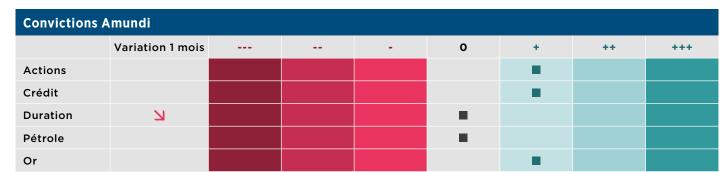
#### Nos convictions

révisions bénéfices et les améliorations cycliques de l'économie mondiale soutiennent globalement notre positionnement constructif sur les actions. Dans les pays développés, nous avons maintenu notre opinion neutre à l'égard des États-Unis. Nous avons, en revanche, abaissé à neutre notre opinion sur l'Europe

et le Royaume-Uni en raison d'une évolution de notre appréciation des actions dépendant du marché intérieur britannique. En effet les valorisations sont une source de préoccupations tandis que les récentes restrictions sanitaires pourraient avoir un impact sur la croissance économique du pays.

Nous restons par ailleurs optimistes quant au Japon et à l'Australie, car ces deux marchés devraient bénéficier du rebond de l'économie mondiale et les investisseurs devraient rester actifs. Ces pays devraient également bénéficier de la reprise en V de la Chine, où nous avons révisé à la hausse notre position constructive, entraînant une amélioration de notre positionnement optimiste vis-à-vis des pays émergents dans leur ensemble. L'environnement actuel permet également investisseurs de réajuster leurs portefeuilles par l'intermédiaire des actions cotées à Hong Kong qui offrent une exposition au secteur de la consommation discrétionnaire chinoise, les actions cotées à Hong Kong ayant pris du retard par rapport aux valeurs de Chine continentale.

Pour ce qui est de la duration, nous sommes désormais prudents sur les États-Unis. Fort de sa majorité démocrate au Sénat le président Joe Biden tentera de faire valider un plan de relance budgétaire plus important et une augmentation du déficit, ce qui entraînera une pentification de la courbe et une hausse à court terme des rendements. Ainsi, même d'un point de



Source: Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de 3 à 6 mois sur la base des opinions exprimées lors du dernier comité d'investissement mondial. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation de la classe d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et la force de la conviction (+/+ +/+ +). Cette évaluation est susceptible de changer.

UST = US Treasury\_ bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, 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

vue relatif, les obligations américaines ne paraissent pas attractives par rapport aux obligations des pays du cœur de la zone euro où le potentiel de nouvelles mesures de relance et d'inflation est faible. Pour autant, les mesures du président Biden sont de nature à soutenir l'inflation américaine - d'où notre optimisme. Nous restons positifs vis-à-vis des obligations périphériques en euros et pensons que le segment du BTP-Bund à 30 ans pourrait offrir de la valeur relative aux investisseurs, compte tenu du programme d'achat massif d'obligations de la BCE. Une surveillance attentive évolutions récentes restera néanmoins indispensable. La demande de portage continue de soutenir le crédit, mais les investisseurs devront faire preuve de souplesse pour ajuster leur exposition au haut rendement européen et américain, en tenant compte de l'évolution des conditions et sans pour autant modifier leur positionnement global. Nous préférons le crédit européen au crédit américain sur les segments IG et HY, mais estimons désormais que l'amélioration des prix des matières premières pourrait éliminer certains vents contraires qui freinaient le HY américain. La quête de rendement nous permet de maintenir notre vue optimiste sur la dette **émergente**, même si nous pensons que la marge de compression des *spreads* est limitée. Il est toutefois important de couvrir en partie l'exposition aux

taux américains, qui pourrait avoir une incidence négative sur les rendements de la dette émergente, en raison de la dynamique de croissance/inflation aux États-Unis. Pour ce qui concerne les devises émergentes, nous avons légèrement revu à la hausse notre opinion positive, grâce au real brésilien et au peso mexicain, qui offrent un bon potentiel de portage et qui devraient bénéficier de la croissance américaine. En revanche, nous gardons inchangé notre point de vue sur les devises des pays développés où nous voyons d'un bon œil les parités CAD/USD et NOK/ EUR, qui, portées par les matières premières, devraient profiter d'un scénario de reprise mondiale.

#### Risques et couvertures

Parmi les facteurs susceptibles d'avoir un impact sur le scénario de reflation notera la recrudescence des contaminations et les mutations du virus, les relations sino-américaines et euro-américaines, ou encore les erreurs politiques. Tous ces éléments, pris ensemble, plaident pour un réexamen des protections des portefeuilles et, dans la mesure du possible, suppression des couvertures inefficaces dont le profil coût/bénéfice n'est pas convaincant. Nous pensons en revanche qu'il est toujours judicieux de protéger l'exposition au risque actions par l'or, les produits dérivés et le risque de crédit.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

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



Yerlan SYZDYKOV, Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES,

Directeur des Investissements US

Les investisseurs doivent être conscients que les marchés du crédit sont chers, mais la sélection, la recherche et la valeur relative devraient leur permettre de générer des performances honorables sans faire de compromis sur la qualité

# Inflation : divergences entre l'Europe et les États-Unis

La très légère majorité démocrate au Congrès américain a augmenté la probabilité d'un budget expansionniste, susceptible de creuser le déficit et la dette et d'exercer une pression à la hausse sur les taux et les rendements. Nous pensons cependant que la Fed interviendra pour limiter la pentification de la courbe avec ses programmes massifs d'achat d'actifs, de manière à protéger la croissance économique. Il est donc impératif de rester très actif dans l'univers obligataire, que ce soit au niveau des taux, du crédit ou de la dette émergente, afin d'assurer des rendements réels durables.

# Obligations internationales et européennes

Nous restons globalement prudents sur la duration, avec un positionnement négatif sur les pays du cœur de la zone euro et neutre/légèrement long aux États-Unis par mesure de précaution. En outre, nous gérons notre positionnement sur les taux et la courbe des rendements (direction, vitesse, montants) de manière proactive, notamment sur le 5 ans et le 10 ans américain et le 5 ans, le 15 ans et le 30 ans européen. Nous sommes optimistes vis-à-vis des obligations périphériques et plus particulièrement des BTP italiens, compte tenu du soutien de la BCE et de leur potentiel plus élevé de resserrement des spreads par rapport à leurs pairs, mais nous restons attentifs à la fluidité de la situation politique. En revanche, les anticipations d'inflation plus élevée

nous ont amenés à revoir à la hausse notre vision des points morts d'inflation américains à 10 ans et 30 ans, même si l'inflation en Europe reste modérée.

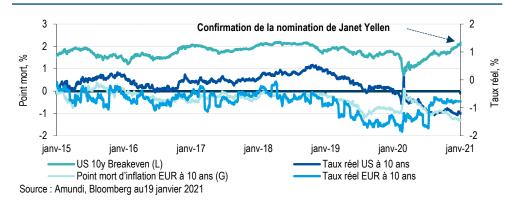
Le crédit reste le principal vecteur de performance dans un univers rendements faibles. Nous recommandons aux investisseurs de se concentrer sur la compression des spreads plutôt que d'augmenter leur risque de marché global (bêta), en particulier sur les segments HY vs IG, BBB- vs A, et dette subordonnée vs senior. Deuxièmement, nous pensons que la dégradation de la qualité des émetteurs européens a été atténuée par les mesures des gouvernements et de la BCE. En outre, le redressement des résultats financiers des entreprises fera apparaître de fortes divergences, ce qui plaide fortement en faveur de la sélectivité.

#### **Obligations américaines**

Les campagnes de vaccination en cours soutiennent une reprise économique progressive, ce qui n'est pas de bon augure pour les obligations du Trésor américain. D'une part, les anticipations d'inflation augmentent, d'autre part, les taux réels sont négatifs et la courbe des rendements se pentifie, ce qui exerce une pression sur les prix des obligations du Trésor américain.

Nous restons donc prudents sur les obligations du Trésor, auxquelles nous préférons les TIPS, qui servent de diversificateur et devraient

#### Hausse des anticipations d'inflation du marché américain



GFI = obligations mondiales, FX MEM = devises des marchés émergents mondiaux, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro. BDP = balance des paiements.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

bénéficier de la hausse de l'inflation. Les investisseurs devront toutefois rester attentifs aux hausses d'impôts et des réglementations sous la nouvelle administration. La consommation américaine reste vigoureuse et très liquide et pourrait bénéficier d'une libération de la demande insatisfaite de services. Nous apprécions les crédits hypothécaires d'agences et les ABS subordonnés et ésotériques. La quête de rendement reste un thème clé pour le crédit (et surtout pour le HY). mais les investisseurs sont invités à rester sélectifs pour éviter les risques de défaut de paiement et préserver les surperformances du HY. Si de manière générale nous sommes positifs sur le crédit, nous restons prudents sur l'IG de duration longue, car les spreads ont déjà retrouvé leurs niveaux d'après la crise de 2008.

#### **Obligations émergentes**

Il est encore trop tôt pour se prononcer sur l'attitude qu'adoptera l'administration Biden face à la Chine. Nous restons cependant positifs sur la dette en devises fortes avec un biais pour le HY, qui est en meilleure position pour amortir les effets de l'élargissement des rendements des obligations du Trésor américain. contrairement à l'IG pour lequel cela représente un risque. Nous sommes optimistes quant aux devises et, pour ce qui est de la dette en devises locales, nous privilégions les titres à haut rendement. Il convient de souligner que la croissance de l'Asie, tirée par la Chine et l'Inde, continue de surperformer. Nous privilégions actuellement les pays exportateurs de pétrole dans un contexte de négociations récentes au sein de l'OPEP et de réduction de la production de l'Arabie Saoudite.

#### **Devises**

Compte tenu de l'amélioration de l'environnement pour les actifs cycliques, nous sommes prudents sur le USD/JPY et le USD/CNY et positifs sur le NOK/EUR et le NOK/CHF.

#### **ACTIONS**

Kasper ELMGREEN, Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV, Responsable mondial des marchés émergents



Kenneth J. TAUBES,

Directeur des Investissements US

Nous pensons que cette année est celle de la reprise, mais le timing de la normalisation n'est pas clair. Il convient de rechercher les modèles économiques qui n'ont pas été perturbés, en laissant de côté les entreprises les plus fragiles (en termes de qualité)

# Valeur relative : poursuite du rapport de force value vs growth

#### Évaluation globale

La recrudescence des cas de Covid-19 et les restrictions sanitaires qui en résultent en Europe constituent des obstacles à court terme, mais le lancement des campagnes de vaccination, les progrès en matière de relance économique demande insatisfaite consommateurs permettent un certain optimisme. Pour les investisseurs, le débat le plus intéressant porte sur le mouvement taux/inflation et ses répercussions en termes de rotation vers les valeurs cycliques et décotées. Bien que ces deux derniers thèmes soient structurels, toutes leurs composantes ne sont pas attractives. Les investisseurs doivent donc se montrer très sélectifs et très agiles et se concentrer sur la solidité des bilans.

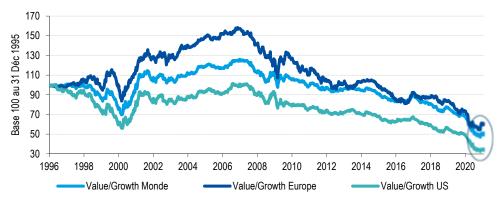
#### Actions européennes

Malgré le maintien de notre parti pris en faveur d'une normalisation, nous constatons le biais du consensus en faveur d'une rotation vers les valeurs cycliques et décotées tandis que les signaux d'alerte clignotent dans certaines parties du marché. Nous restons donc extrêmement attentifs aux valorisations et aux analyses bottom-up, et cherchons à identifier segments cycliques/décotés offrant des profils risque/rendement attractifs. Nous restons positifs sur les matériaux et avons amélioré notre opinion sur les valeurs financières. notamment sur les assureurs de qualité et les opérateurs de places de cotation. Nous sommes optimistes sur les infrastructures, qui, selon nous, bénéficieront indirectement de toutes les mesures de relance budgétaire. Cela dit, nous sommes conscients qu'il faut rester défensifs compte tenu des incertitudes liées à la pandémie. Nous sommes donc désormais plus constructifs vis-à-vis des secteurs défensifs, comme la santé. En revanche, nous cherchons également à identifier les zones qui présentent des signes inquiétants et où personne ne sait à quel moment la musique s'arrêtera. sommes prudents vis-à-vis de la consommation discrétionnaire et de la technologie (problèmes de valorisation). Enfin, nous pensons que l'ESG est le thème le plus important en matière de gestion d'actifs. Ce thème, renforcé par la crise, devrait s'accélérer, que ce soit en termes de demande de la part des investisseurs, d'adoption par les entreprises ou d'intégration par les gestionnaires d'actifs.

#### **Actions américaines**

Nous anticipons des politiques économiques de soutien de la part de l'administration Biden, mais estimons que les investisseurs doivent se montrer prudents quant à une éventuelle augmentation des impôts et des taux d'intérêt. Nous continuons à penser qu'une rotation importante des actions de croissance / forte dynamique vers les actions décotées est probable, compte tenu de la forte

#### **Performances Value vs Growth**



Source : Amundi, Bloomberg au 19 janvier 2021

#### **ACTIONS**

#### amélioration des bénéfices en 2021

et du lancement des campagnes de vaccination. Nous nous montrons donc prudents à l'égard du premier groupe et privilégions davantage d'équilibre. Nous sommes en effet conscients de la présence de certains risques baissiers, comme le repli de la croissance économique, des erreurs politiques ou la propagation du virus. Sur une note plus positive, nous apprécions les valeurs décotées/cycliques de qualité et les valeurs de croissance à un prix raisonnable, mais estimons que les investisseurs doivent se méfier des secteurs/entreprises dont les marges pourraient être affectées par une hausse des prix des intrants. De plus, la crise s'accompagne d'opportunités de sélection, certaines entreprises présentant des modèles économiques solides étant disponibles à des prix raisonnables tandis que d'autres qui n'ont pas la capacité de faire face à la lenteur de la reprise ont été laissées pour compte. Nous privilégions les valeurs industrielles, étant donné qu'elles ne souffrent pas de la faiblesse actuelle des taux, ainsi que les valeurs financières, qui, après avoir résisté au pire de la crise, devraient bénéficier d'une éventuelle hausse des taux.

#### **Actions émergentes**

Nous sommes optimistes quant aux actions, en particulier les valeurs décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance avec une préférence pour les secteurs de consommation discrétionnaire, l'industrie. des technologies de l'information et internet. Sur ce dernier segment, nous privilégions fortement les régions présentant des valorisations attractives, notamment la Corée par rapport à la Chine. Nous voyons également d'un bon œil l'Inde, la Russie et la Grèce, mais restons très sélectifs et continuons à différencier les entreprises en fonction de leur valorisation et de la force de leur modèle économique. Enfin, nous sommes prudents vis-à-vis des secteurs chinois de la santé, des produits de base et des finances (tout en appréciant les compagnies d'assurances).

# ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		2021 devrait être une année de forte croissance des bénéfices, portée par la bonne santé des consommateurs américains qui disposent d'une épargne importante et dont la demande insatisfaite est élevée. Toutefois, la sélectivité s'impose, compte tenu des valorisations excessives et des éventuelles hausses d'impôts et de taux d'intérêt auxquelles s'ajoutent des inefficacités logistiques et une hausse du coût des intrants. Les investisseurs devront donc privilégier une rotation vers les actions de qualité, décotées et cycliques, tout en évitant les entreprises qui ne seront pas en mesure de résister à ces pressions.
	Europe	=	•	Notre positionnement sur les actions est presque neutre, compte tenu du fait qu'un régime de relance devrait être favorable, mais nous nous méfions des segments où les valorisations sont excessives et où les décotes ont été réduites. Nous suggérons une approche de type « barbell », avec une exposition aux segments cycliques et décotés susceptibles de bénéficier d'une reprise, tout en se positionnant sur certaines valeurs défensives. Le plus important pour les investisseurs est de continuer à se concentrer sur les entreprises dont le modèle économique est resté intact, qui présentent des bilans solides et qui disposent d'un potentiel de croissance durable.
	Japon	+		Le Japon est un marché cyclique et bon marché. Les entreprises japonaises bénéficient d'une rentabilité croissante des capitaux propres et accordent davantage d'importance aux actionnaires, ce que le marché n'a pas encore intégré. De manière générale, ce marché représente une opportunité attractive à long terme, liée à la reprise des grands marchés mondiaux tels que la Chine.
	Marchés émergents	**	<b>A</b>	Nous sommes optimistes à l'égard des pays émergents, et en particulier de l'Asie. Nous pensons que le repositionnement de l'Asie du Nord sur une dynamique domestique et la demande interne pourrait constituer un bon moyen de diversifier les portefeuilles. Par ailleurs, l'efficacité dont les autorités chinoises ont fait preuve en matière de gestion de la pandémie devrait leur permettre de faire face à tout nouveau confinement. De manière générale, la différenciation est essentielle dans les pays émergents et nous restons positifs sur la croissance cyclique et les composantes de qualité, tout en restant attentifs aux valorisations.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Dans une perspective obligataire mondiale, il convient de rester proche de la neutralité sur les obligations du Trésor américain compte tenu de leur rôle de bouclier en cas de croissance économique décevante. Il est toutefois nécessaire de continuer à surveiller la trajectoire des taux et de l'inflation. Nous sommes plus optimistes sur les TIPS. Dans une perspective nationale, nous sommes prudents sur les obligations d'État américaines, compte tenu de la pentification de la courbe et des anticipations d'inflation sur fond de plans de relance budgétaire massive (dette élevée) de l'administration Biden.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes neutres/légèrement positifs sur l'IG dans la mesure où l'action de la Fed devrait soutenir les marchés. Nous sommes en revanche prudents sur l'IG de longue duration, car, de manière générale, les spreads se sont resserrés, revenant près de leurs niveaux d'après la crise de 2008. Les revenus et l'épargne élevés des consommateurs offrent des opportunités sur les marchés du crédit à la consommation et des prêts immobiliers résidentiels, en particulier sur le marché des prêts hypothécaires d'agence.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous pensons qu'il est important de protéger la surperformance générée par le crédit à haut rendement par une sélection rigoureuse des titres et des secteurs. Cette démarche est d'autant plus importante que les rendements et les anticipations d'inflation sont en hausse. De manière générale, la qualité devrait être une priorité, compte tenu des risques de défaut dans un environnement de croissance faible.
	Govies Europe	-/=		Nous sommes défensifs sur les obligations du cœur de la zone euro, car nous pensons que les rendements ne devraient pas baisser davantage, même si la BCE va poursuivre son programme de soutien. Pour ce qui est des obligations périphériques, nous restons positifs, en particulier sur l'Italie, où nous surveillons toutefois de près les évolutions politiques.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Les politiques accommodantes des banques centrales ont creusé un fossé entre les marchés et l'économie réelle, mais l'appétit pour l'EUR IG reste fort, comme en témoignent les marchés primaires. Cette classe d'actifs continue d'offrir un potentiel de portage positif dans un contexte de taux d'intérêt bas/négatifs. La quête de rendement des investisseurs, en particulier dans le segment noté BBB, devrait donc continuer à soutenir l'IG. Attention toutefois à ne pas perdre de vue la liquidité et la qualité.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les facteurs techniques et fondamentaux sont favorables à une compression des spreads dans le HY, mais cela ne se fera pas de manière uniforme. Nous pensons donc qu'il est nécessaire de rester très sélectif, compte tenu de la persistance des mesures de restriction et des anticipations de reprise inégale avec un effet collectif sur les taux de défaut.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons notre biais pour la dette en devises fortes, avec une préférence pour le HY, car nous pensons que les valorisations de l'IG sont désormais à leur juste niveau. Le HY est mieux positionné pour amortir les effets de l'élargissement des rendements des obligations du Trésor américain, contrairement à l'IG pour lequel cela représente un risque. De manière générale, les relations sino-américaines sous la nouvelle administration Biden demandent encore à être appréciées.
	Émergents Dette en devise locale	+		Nous restons positifs et pensons que l'environnement actuel restera favorable aux devises émergentes. En revanche, nous ne pensons pas que le dollar se dépréciera encore de beaucoup. Nous maintenons notre préférence pour les titres à haut rendement par rapport aux titres à bas rendement sur le segment de la dette en devise locale.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole ont été poussés à la hausse par le renforcement des convictions de reprise mondiale et en termes de poursuite de la rotation. Nous avons revu notre objectif pour 2021 à la hausse, à 45-55 \$/baril pour le WTI, sur fond d'anticipations de ralentissement de la croissance de la production après les annonces de réduction de la production saoudienne. Nous renouvelons également notre avis constructif sur l'or, malgré la récente correction, car nous pensons que le métal bénéficiera du ton accommodant des banques centrales à long terme.
	Devises			Le dollar s'est déprécié au cours du deuxième semestre 2020 en raison de l'effondrement des prévisions de croissance et des primes de taux réels par rapport aux autres devises du G10. Les résultats du second tour des élections sénatoriales en Géorgie ont donné la majorité aux démocrates, ce qui a donné un coup de fouet à la croissance américaine et aux anticipations sur les taux d'intérêt. Nous estimons toutefois qu'il s'agit d'une source de volatilité à court terme (en particulier pour les devises à faible rendement) plutôt qu'un argument décisif en faveur d'une nouvelle trajectoire haussière du dollar. Le nouveau dispositif de cible d'inflation moyenne permettra à la Fed d'éviter de fortes hausses des taux, ce qui implique que l'expansion budgétaire ne devrait pas s'accompagner d'un durcissement monétaire en 2021. Nous anticipons une dépréciation progressive et limitée du dollar, qui se négocie encore à 3 % au-dessus de sa juste valeur moyenne. Les vrais gagnants restent les devises liées aux matières premières



Source: Amundi, au mercredi 20 janvier 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.





Février 2021 # 02

## **Amundi Research Center**



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site:

research-center.amundi.com

**Emerging Private Equity** Kets Find Monetary Exchange Corporate **Forecasts** Yield Real Estate Quant Investment Strategies Asset Allocation

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

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris - www.amundi.com Photo credit: @MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Carmen Martínez Torrón

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

DEFEND Monica, Responsable 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

BRECHT David, CFA, Analyste obligataire

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

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

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Sénior LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset MIJOT Éric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés PERRIER Tristan, Analyste Global Views PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

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