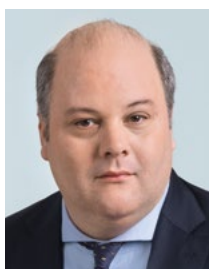


CIO VIEWS

Bulles, normalisation et revanche de la value



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Un grand bouleversement est en cours sur le marché obligataire: la hausse des rendements des obligations du Trésor américain, la pentification de la courbe des rendements (2 ans - 10 ans) et les anticipations d'inflation amènent les marchés à se demander si nous ne sommes pas confrontés à un *taper tantrum* 2.0. **Nous pensons que le risque que la Fed entreprenne une démarche anticipée de suspension de son programme d'achat** dans les 12 prochains mois **a été exagéré** et que la banque centrale restera prudente, minimisant les risques d'inflation. Nous pourrions donc assister à une hausse vigoureuse des rendements, portée par les anticipations de reprise. L'inflation américaine semble être en train d'effectuer un rebond technique, dû à des effets de base et à l'indice ISM des prix à la production. Cependant, ce pourrait être une erreur de ne voir là qu'une tendance à court terme. Une fois les effets de base dissipés, les marchés pourraient constater un phénomène inflationniste plus structurel. Le règne de la croissance faible, de l'inflation faible et des taux zéro à l'infini est menacé et un nouveau scénario, celui du retour de l'inflation, commence à se dessiner. En revanche, les banques centrales et les gouvernements ont besoin de liquidités pour aider les entreprises en difficulté à surmonter la crise, pour créer de nouveaux emplois et pour financer les projets de lutte contre les inégalités et le changement climatique. La lutte contre l'inflation n'est pas la plus haute priorité, l'accent étant plutôt mis sur le plein-emploi.

Les banques centrales étant dans l'incapacité de mettre fin au dispositif de soutien, nous nous dirigeons progressivement vers un nouveau régime, que nous qualifions de « retour aux années 1970 ». Un changement de régime s'accompagne souvent d'une modification du mandat des banques centrales, comme ce fut le cas à la fin des années 1970. Or, les marchés s'attendent à ce que les banques centrales contrôlent la courbe des taux pour TOUJOURS, ce qui est une erreur, puisque de nouvelles priorités peuvent obliger les banques centrales à s'aventurer en terrain inconnu. La deuxième phase de cette séquence devrait être moins favorable aux rendements obligataires et conduire à un rééquilibrage des primes de risque. Compte tenu de ces éléments, les investisseurs doivent se poser certaines questions essentielles :

- **Comment gérer les allocations obligataires dans un contexte de hausse des rendements ?** La hausse n'est peut-être pas encore terminée, mais la trajectoire d'accélération devrait ralentir. Si l'on considère le *taper tantrum* de 2013, plus des deux tiers de la correction obligataire se sont produits au cours des trois premiers mois. Ce phénomène semble vouloir se répéter en ce début d'année 2021. Les obligations réagissent en amont de la confirmation du changement et celle-ci devrait arriver au cours de l'été. Les investisseurs doivent donc sous-pondérer la duration, tout en gardant suffisamment de flexibilité pour procéder à un ajustement en cas de hausse des taux. Les opportunités de création de valeur dans le crédit et de valeur relative entre les régions et les courbes de rendement existent, ce qui plaide en faveur d'une approche flexible et non contrainte de la gestion obligataire.
- **La hausse des rendements obligataires provoquera-t-elle l'éclatement d'une bulle sur les marchés actions ?** Il convient de surveiller la hausse des rendements des bons du Trésor américain, que ce soit dans une perspective de gestion obligataire ou actions. L'écart entre le rendement des dividendes américains et les taux à long terme est nul, signe qu'une réévaluation des actions était attendue. Par ailleurs, la forte performance des actions au cours des premières semaines de 2021 comportait également une part d'irrationalité et ce que nous observons actuellement correspond à la correction de certains excès, mais certainement pas à un marché baissier. Les perspectives des marchés actions restent constructives, mais leurs performances dépendent moins des taux d'intérêt et davantage de l'économie réelle. Les actions restent donc une classe d'actifs essentielle dans cette phase de reprise, mais les investisseurs devront éviter les segments chers et vulnérables à la hausse des rendements.

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Constructif sur les actifs risqués, préférence pour les actions par rapport au crédit, valeur relative. Surveiller la vitesse d'évolution des rendements des bons du Trésor US et des taux réels.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Prudence, approche active sur la duration. Optimisme quant à l'inflation aux États-Unis
- ▶ Positionnement défensif à court terme sur la dette émergente et les devises compte tenu de la hausse des taux américains et de la vigueur du dollar.

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

- **La revanche de la *value* peut-elle durer ?** La revalorisation des rendements entraîne un rééquilibrage en faveur de titres de style *value*. La première étape de la rotation a eu lieu en novembre 2020, déclenchée par l'afflux de bonnes nouvelles sur le front des vaccins. Nous assistons aujourd'hui à une deuxième étape, motivée, cette fois-ci, par la hausse des taux. Il convient d'attendre et de surveiller l'évolution de la situation à mesure que l'inflation et l'accélération de l'économie se confirment. Les investisseurs pourraient rechercher d'autres opportunités parmi les titres de style *value* avec une composante cyclique, afin de profiter de la rotation pluriannuelle.
- **L'argument en faveur des pays émergents est-il toujours valable compte tenu de la hausse des rendements ?** Les actifs émergents sont sensibles à l'USD et aux taux américains, mais les pays émergents se trouvent désormais en bien meilleure posture qu'en 2013 en termes d'inflation et de déséquilibre de la balance courante, notamment en ce qui concerne les « Cinq Fragiles ». Les obligations émergentes pourraient jouer un rôle clé en tant que générateurs de revenus dans les portefeuilles mondiaux. Nous restons constructifs à moyen et à long termes sur la dette émergente en devises fortes, mais demeurons défensifs à court terme. Il en va de même pour les devises, qui ont le potentiel de surperformer l'USD dans un scénario baissier à moyen terme pour la devise américaine, mais les perspectives à court terme sont moins favorables, car l'USD pourrait se renforcer. Les actions émergentes, exposées à une croissance à prix raisonnable et à des perspectives de bénéfices positives, constituent l'actif privilégié des pays émergents.
- **La hausse de l'inflation remet en question les concepts traditionnels de diversification**, car les corrélations entre les actions et les obligations deviennent positives. Les investisseurs doivent envisager un renforcement de leur allocation aux actifs tels que les obligations indexées sur l'inflation, les actifs réels (immobilier et infrastructures) et les matières premières.

En conclusion, dans un monde où les valorisations absolues des actions et des obligations sont tendues, la seule valeur qui subsiste sur les marchés est la valeur relative. Il convient donc de rechercher la valeur relative « dans » les classes d'actifs et « entre » les classes d'actifs. À cet égard, les approches de performance absolue qui visent à extraire la valeur relative des marchés, avec un risque directionnel limité, pourraient contribuer à renforcer la diversification.

MACRO

Value vs. Growth – comment profiter de la rotation en cours ?



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie sur
les Marchés Développés

La rotation des valeurs de croissance vers les valeurs Value est soutenue par la reprise économique. On peut aussi valablement trouver des arguments de long terme, mais le chemin risque quand même d'être chaotique, justifiant une gestion active

Le plan Biden de USD 1.9 trillions a provoqué une accélération de la hausse des taux longs et ainsi renforcé la thématique Value (MSCI World Value + 4,7 % depuis le début de l'année, contre -2,5 % pour le MSCI World Growth au 15 mars); la mécanique est bien connue: la hausse des taux accompagne la reprise économique qui est favorable aux valeurs cycliques et à ses corollaires, les petites valeurs et la majorité des valeurs Value. À l'inverse, elle pèse sur les actions à durée plus longue (les valeurs de croissance), par le biais de l'actualisation des profits à long terme.

Nous pensons que cette rotation a du potentiel pour aller plus loin

Un nouveau cycle d'investissement a démarré au point bas des marchés d'actions le 23 mars 2020. Cette première phase, pro-cyclique, s'est accompagnée d'un rebond des matières premières, qui dure en général au minimum deux ans, et de la remontée des anticipations d'inflation qui conforte l'idée que la croissance nominale de l'économie va bien se reprendre. Comme d'habitude, les petites valeurs ont été les premières à en profiter.

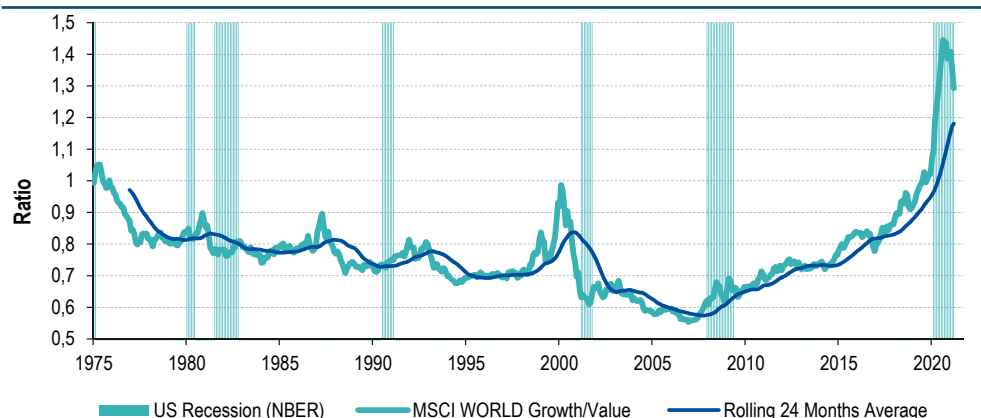
Le style Value, riche en valeurs financières et pétrolières confrontées aux défis structurels bien connus (transformation digitale, régulation, régime de taux bas pour les unes,

transition écologique pour les autres) était en retard. L'accélération de la hausse des taux longs, cette fois-ci via les taux réels qui pèsent sur les primes de risque et donc sur le taux d'actualisation a favorisé plus récemment ce mouvement de bascule des valeurs de croissance vers les valeurs Value. Leurs profits ayant été fortement éprouvés lors de la récession, ces dernières vont aussi dégager des croissances bénéficiaires supérieures à celle des valeurs de Croissance dans les 12 prochains mois (+34 % pour le MSCI World Value contre + 24% pour le MSCI World Growth selon Ibes). Enfin, l'écart historique de valorisation entre les deux indices, plus élevé qu'en l'an 2000, suggère que le mouvement de rattrapage peut se poursuivre.

Il faudra progressivement favoriser une gestion active pour en profiter au mieux

On peut trouver des arguments de très long terme en faveur de la Value: sa forte décote, une accélération à venir de l'inflation, le retour à plus de croissance (gains de productivité et investissements de décarbonation, facteur démographique moins défavorable d'ici quelques années, etc.). Le chemin risque quand même d'être chaotique. À cet égard, notons que quand le ratio MSCI World Growth/Value converge à la baisse vers sa moyenne à 24 mois, il tend à rebondir dessus (voir graphique), parfois

MSCI Monde Growth vs. Value et sa moyenne à 24 mois



Source : Refinitiv, Recherche Amundi, données au 15 mars 2021.

MACRO

violemment. Casser un ordre établi peut prendre du temps. S'il reste une dizaine de pourcents pour atteindre cette référence, ce qui est assez confortable dans un premier temps, il pourrait donc y avoir un point de passage plus délicat un peu plus tard qui justifiera une gestion active pour le passer sans encombre.

Citons quelques éléments qui vont dans ce sens : 1) aux alentours des 2 % sur les taux à 10 ans américains, reprendre de la duration pourrait devenir tentant,

2) si l'inflation remonte, le thème du *pricing power*, propice à certaines valeurs de croissance (le luxe, certaines Big Tech, etc.), pourrait revenir à la mode 3) les thèmes de long terme (plans verts, digitaux, ESG) pourraient profiter de points d'entrée intéressants.

En conclusion, nous pensons que le style Value peut aller plus loin dans ce cycle et qu'il faudra s'intéresser progressivement à la valeur relative, propice à une gestion active.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Avec des scénarios de croissance nous confortant dans notre positionnement d'appétit modéré pour le risque, nous percevons des opportunités en actions des marchés développés avec un réaligement de la dette et des devises des marchés émergents

Recalibrage des risques dans un cadre « pro-cyclique »

L'environnement économique est favorable aux actifs risqués et nous continuons à jouer le thème de la reflation. Nous restons néanmoins conscients des risques de consensus, des écarts de croissance dans les pays développés, entre les pays développés et les pays émergents ainsi que du niveau élevé de certaines valorisations. Le récent repli des actions sur certains segments et l'augmentation des rendements obligataires relèvent davantage d'un recalibrage des multiples que d'un mouvement structurel d'aversion au risque et peuvent offrir des points d'entrée attractifs aux investisseurs actifs. Il est donc important de rester agile et sélectif, car il existe des opportunités sur l'ensemble du spectre des actions, du crédit et des devises, tant sur les marchés développés qu'émergents, même s'il convient d'ajuster ses positions en tenant compte des vents contraires liés à la hausse des taux américains.

Des idées à conviction forte

Dans une approche globalement constructive des marchés d'actions, nous restons neutres sur l'Europe et les États-Unis et positif sur le Japon et l'Australie. Pour le premier volet, nous avons renforcé notre positionnement sur les actions domestiques britanniques du fait de leur exposition au thème de la reflation, grâce au programme de vaccination, à la reprise de la demande et à l'amélioration des

bénéfices. Leur profil asymétrique et le poids important des valeurs défensives offrent une protection face au thème désormais consensuel de la reprise. Dans les pays émergents, nous restons optimistes, mais recommandons quelques ajustements en Chine pour mettre davantage l'accent sur les actions de style *value* et les financières dans un contexte d'amélioration de l'environnement économique du pays.

Nous restons neutres **sur la durée** aux États-Unis et en Europe, mais positifs sur l'inflation américaine. Malgré le redressement des valorisations, les objectifs potentiels laissent présager d'une nouvelle appréciation des anticipations d'inflation par rapport aux niveaux actuels. Même au Royaume-Uni, le dernier rapport sur les prix à la consommation et la politique budgétaire expansionniste dressent un tableau optimiste en matière d'inflation, ce qui nous incite à rester positifs sur notre stratégie de pentification de la courbe des taux de 2 à 10 ans. Pour ce qui est des obligations périphériques, nous sommes constructifs vis-à-vis du *spread* du 30 ans italien par rapport au 30 ans allemand, compte tenu des facteurs techniques et des valorisations favorables, ainsi que de l'évolution positive de la situation politique. Nous nous attendons à ce que la BCE maintienne son soutien aux marchés en euros, sa présidente, Christine Lagarde, ayant précisé que les achats d'obligations se poursuivraient à un « rythme nettement plus élevé

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, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = Investimes Grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

qu'au cours des premiers mois de l'année». **Nous restons globalement constructifs sur le crédit**, mais avons légèrement revu notre positionnement à la baisse sur le segment Investment Grade (IG) et recommandons aux investisseurs de rechercher de meilleurs points d'entrée étant donné que le potentiel de compression des spreads semble limité par rapport au haut rendement, qui offre encore une certaine marge de resserrement des spreads et un portage attractif. Bien que le segment IG fasse preuve de résistance face à la volatilité du marché grâce au soutien de la BCE, la hausse des rendements obligataires pourrait affecter les flux vers la classe d'actifs. De plus, nous pensons que la corrélation entre hausse des rendements et resserrement des *spreads* IG pourrait s'affaiblir (une économie en progrès entraîne une hausse des rendements obligataires et une amélioration des indicateurs de crédit des entreprises).

La dette émergente est un moyen de soutenir le « revenu intelligent » à long terme, mais nous constatons que les spreads EMBI sont proches de leur juste valeur, avec un certain potentiel de resserrement du HY, alors que les valorisations de l'IG sont chères. Par conséquent, nous avons légèrement revu à la baisse le segment EMBI au regard de la hausse des taux américains et de l'accélération des flux sortants de la dette en devises fortes. Nous recommandons néanmoins d'ajuster les couvertures en USD et de protéger l'exposition à la duration

américaine dans un contexte de renforcement de la dynamique de croissance et d'inflation aux États-Unis. **Il convient de rester constructif sur le marché des changes** avec un positionnement positif sur le réal brésilien et le rouble russe, mais via le yen et l'euro respectivement, compte tenu du renforcement du dollar. Nous sommes désormais prudents sur les parités MXP/USD, KRW/USD et CNY/USD (potentiel haussier limité). Si notre appréciation du won coréen a été revue à la baisse, compte tenu des inquiétudes liées aux sorties de capitaux, le rouble, quant à lui, bénéficie de la croissance, des prévisions d'inflation en Russie et du prix élevé du pétrole. Pour ce qui est des pays développés, nous maintenons notre optimisme sur les parités CAD/USD et NOK/EUR, ainsi que notre positionnement prudent sur les parités CHF/GBP et CHF/CAD.

Risques et couvertures

L'inflation et l'évolution des rendements des bons du Trésor américain sont des risques clés qui sont de nature à modifier l'attractivité des actions par rapport aux obligations. Nous conseillons aux investisseurs de maintenir les couvertures sous forme de produits dérivés afin de protéger leur exposition aux actions, au crédit et à la duration américaine. Nous avons revu à la baisse notre appréciation de l'or en raison de la hausse des taux réels et des prévisions de croissance.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Éric BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il est peu probable que la Fed risque un nouveau « taper tantrum » pour garantir des conditions financières souples, toutefois il se peut qu'avec le « changement de régime » qui s'amorce, le règne de l'inflation faible et des taux bas prenne fin

Jouer la reprise avec le crédit et l'inflation

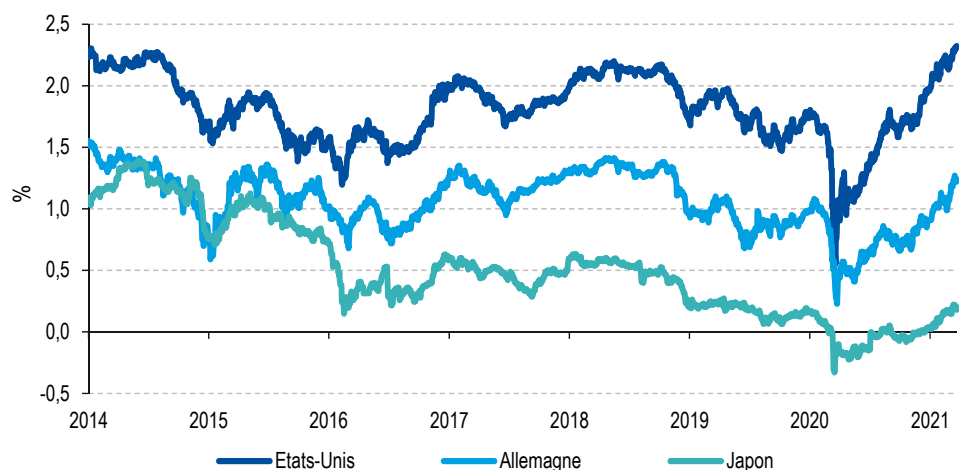
La reprise en cours nous permet de maintenir notre opinion positive des actifs risqués, mais cette reprise devrait être marquée par des divergences dans les taux de croissance et notamment le creusement de l'écart entre les États-Unis et l'Union européenne. Cela a entraîné une hausse des anticipations d'inflation et des rendements à 10 ans. Les marchés s'attendent ensuite à ce qu'une fois l'impact des « effets de base » sur l'inflation atténué, les rendements et l'inflation reviennent à des niveaux faibles. Pour notre part, nous estimons qu'un phénomène plus structurel est à l'œuvre en ce qui concerne l'inflation à long terme. **Dans ce contexte, les investisseurs doivent rester actifs sur les taux** et le dollar et surveiller leur impact sur les actifs émergents. Le crédit, porté par les espoirs d'amélioration des indicateurs et le soutien des banques centrales, reste une source de revenus, mais la sélectivité est cruciale.

Obligations internationales et européennes

Nous restons prudents, de manière générale, sur la durée et plus particulièrement aux États-Unis, dans les pays du cœur de la zone euro, au Canada et au Royaume-Uni. Concernant la dette périphérique, nous maintenons

notre positionnement positif, notamment sur le 30 ans italien, mais nous recommandons aux investisseurs d'explorer les opportunités sur l'ensemble de la courbe. Nous surveillons également de près les courbes de rendement des États-Unis et de l'euro. Celle des États-Unis poursuit sa pentification en raison de la forte inflation, qui peut être couverte au moyen des points morts d'inflation. La courbe européenne, quant à elle, présente certaines opportunités de gains, mais dans l'ensemble, les investisseurs devront rester positifs sur le 10 ans et le 30 ans américains et neutres sur l'Europe. Nous pensons à présent que le point mort australien à 10 ans présente de la valeur dans un contexte d'amélioration de l'économie et d'anticipations d'inflation dans ce pays. **Nous sommes optimistes vis-à-vis du crédit** compte tenu des fondamentaux et des prévisions de faibles taux de défaut, mais l'impact de la hausse des rendements réels doit être suivi. **Nous privilégions la dette de durée plus courte (3 à 7 ans) par rapport aux échéances plus longues (plus sensibles aux mouvements de taux),** nos segments préférés étant les services financiers, la dette subordonnée plutôt que la dette senior et le HY plutôt que l'IG.

Points morts d'inflation à 10 ans



Source : Amundi, Bloomberg, données au 18 mars 2021.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES**Obligations américaines**

Les mesures de relance budgétaire et les dépenses d'infrastructure devraient entraîner une hausse des projections de croissance et, par conséquent, nous restons défensifs sur les bons du Trésor américain (pentification de la courbe des taux, augmentation de la dette). Les investisseurs pourraient chercher à réduire l'exposition à la duration des taux d'intérêt en se gardant la possibilité d'un renforcement tactique si les valorisations semblent attractives. Les TIPS constituent toutefois un instrument de diversification intéressant.

La bonne dynamique de la consommation devrait relancer la demande insatisfaite au second semestre et soutient d'ores et déjà le marché du logement tandis que les données sur l'emploi s'améliorent. Nous restons positifs sur le logement, les crédits hypothécaires d'agence et le crédit titrisé, mais pour ce dernier, la volatilité étant élevée une certaine prudence s'impose, surtout pour les titres de meilleure qualité dont les valorisations sont chères. Il est à noter que la hausse des taux pousse les consommateurs à vouloir allonger la duration, ce qui pourrait constituer un risque pour les investisseurs. La nécessité de suivi et de sélection est donc importante. Nous restons

constructifs sur le crédit d'entreprise, mais estimons que les investisseurs devraient limiter la duration de l'IG afin de réduire la sensibilité des portefeuilles aux hausses de taux.

Obligations des marchés émergents

Les perspectives de hausse des taux aux États-Unis pénalisent les pays émergents à court terme. En ce qui concerne le haut rendement, nous sommes désormais plus défensifs, car nous pensons que les spreads pourraient s'élargir à partir des niveaux actuels. La dette en devises locales semble également vulnérable au stade actuel, compte tenu des risques de change. Sur le plan géographique, nous sommes sélectifs et actifs sur les marchés frontières et recommandons aux investisseurs d'augmenter prudemment leur exposition aux exportateurs de pétrole (hausse des prix, inquiétudes sur l'offre, reprise de la demande).

Devises

Nous avons revu à la hausse notre positionnement à court terme sur le dollar, en raison des prévisions de croissance élevées aux États-Unis. Le différentiel de taux en faveur des États-Unis par rapport à l'Europe explique notre positionnement défensif sur l'euro

ACTIONS

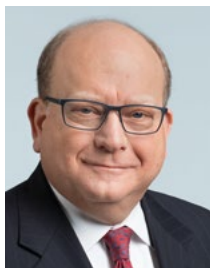
Cocktail à base de rotation, de sélection et de croissance des bénéfiques



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Malgré les retards de la vaccination en Europe, nous pensons que la demande et les résultats surprendront à la hausse cette année, pour autant, il ne faut pas perdre de vue les fondamentaux

Évaluation globale

Une question centrale pour les investisseurs consiste à savoir si les entreprises seront en mesure de répercuter la hausse du prix des intrants et des coûts d'approvisionnement sur les consommateurs. Si c'est le cas, ce que nous estimons possible, la croissance des bénéfices devrait s'améliorer, favorisant les opportunités de rotation et la performance des actions à l'avenir. Cependant, la volatilité observée dernièrement nous rappelle à juste titre que cette reprise sera non linéaire et présentera des divergences sectorielles et géographiques. Elle permet également d'éliminer les excès d'exubérance dans certains segments du marché.

Les investisseurs doivent donc se concentrer sur les fondamentaux, les forces inhérentes aux modèles économiques et les bilans.

Actions européennes

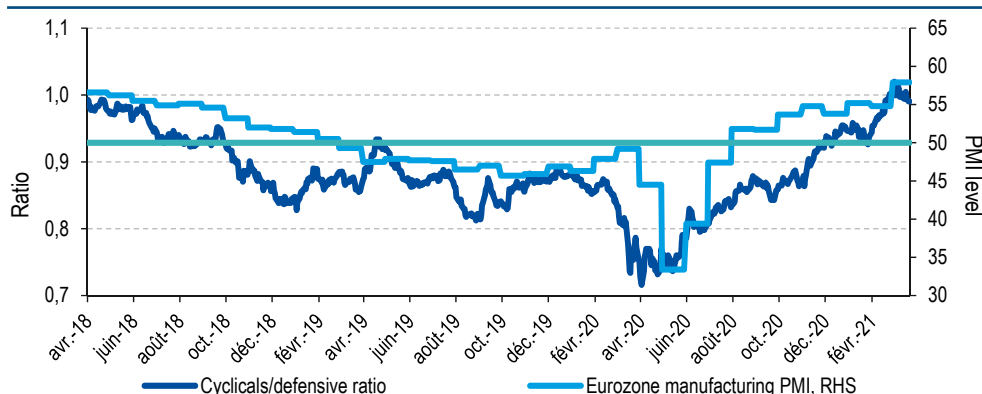
La « grande rotation », qui privilégie les valeurs cycliques par rapport aux défensives et les actions de style *value* par rapport aux valeurs de croissance, fait preuve de résilience. **Toutefois, les thèmes clés sont désormais le redémarrage économique, les taux d'intérêt et la nervosité que suscitent les titres surévalués à très forte croissance.** C'est pourquoi nous continuons à rechercher des entreprises présentant des bilans solides. Nous

pensons également qu'il convient de s'intéresser aux valeurs cycliques de qualité des secteurs de la finance et des matériaux. Pour ce qui est de la finance, les banques représentent un segment dans lequel la reprise n'est pas encore totalement prise en compte, mais la sélectivité est essentielle. D'un autre côté, nous recommandons également de rechercher les valeurs défensives attractives des télécommunications et des biens de consommation de base, ce qui va à l'encontre du consensus, mais ces secteurs offrent des opportunités de par leurs valorisations relativement attractives. Il est néanmoins important de rester attentif aux valorisations, car l'abondance de liquidités se répercute dans les différents actifs. Enfin, outre les risques de hausse des taux (qui font l'objet d'une surveillance étroite), il convient de tenir compte des risques clés que sont la réduction des achats d'actifs par les banques centrales (*tapering*), l'inefficacité des vaccins contre les variants et/ou les retards des campagnes de vaccination. **Toute volatilité des titres de haute qualité peut constituer une opportunité.**

Actions américaines

La forte demande insatisfaite des consommateurs et les politiques de soutien nous permettent de rester constructifs, **en particulier sur les segments *value*, cycliques de haute qualité**, car ils pourraient bénéficier d'un écart de valorisation important

Le rebond du secteur manufacturier pourrait soutenir les valeurs cycliques en Europe



Source : Amundi, Bloomberg, Données au 17 mars 2021. Stoxx Europe 600 Optimised Cyclical and Defensive Price indices

ACTIONS

par rapport aux valeurs de croissance et d'une pentification de la courbe des taux. Nous pourrions néanmoins assister à une certaine surchauffe de l'économie causée par les goulets d'étranglement de la production et l'impact des mesures de relance de Joe Biden. De plus, une certaine prudence est requise face aux segments de marché très chers, notamment autour des thèmes de forte croissance et de *momentum*. Nous restons donc sélectifs, mais tablons davantage sur une rotation que sur une correction. **Deuxièmement, les valeurs cycliques de qualité, les actions de style *value* et les titres de type croissance à prix raisonnable** devraient bénéficier, en phase avec l'économie, de la hausse des bénéfices. Au niveau sectoriel, on trouvera des opportunités dans les secteurs de la finance, de l'énergie et même parmi les entreprises de consommation directement touchées par la crise du Covid-19. Dans l'hypothèse d'une reprise mondiale et d'une hausse des taux, les entreprises de ces secteurs, en particulier celles dont les modèles économiques sont durables et pour lesquelles la reprise n'est pas encore totalement prise en compte dans les cours, devraient désormais tirer leur

épingle du jeu. À plus long terme, nous percevons certains risques qui pourront toutefois être gérés grâce à une gestion active. Parmi ceux-ci, citons l'excès de relance budgétaire ou le risque de voir la Fed contrainte de durcir le ton plus vite que prévu.

Actions émergentes

Nous maintenons notre opinion constructive au vu de l'amélioration des perspectives de croissance dans les pays émergents et au niveau mondial, tout en restant attentifs à la hausse des taux américains. Nous sommes optimistes quant aux secteurs de la technologie et de l'internet, mais nous pensons que les valorisations sont parfois élevées. En revanche, nous restons prudents à l'égard des biens de consommation non cyclique et de la santé, malgré une légère amélioration de notre opinion sur ce dernier. Nous continuons à privilégier la sélection de titres et à nous intéresser aux actions de style *value* présentant des caractéristiques de croissance cyclique et de qualité. De ce fait, certaines financières taïwanaises nous paraissent attractives.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les anticipations de demande insatisfaite des consommateurs au second semestre, portées par les mesures de stimulation budgétaire massives, les dépenses d'infrastructure, la reprise des bénéfices et le soutien de la Fed, dressent un tableau optimiste de la reprise économique et pour les actions. La rotation vers les valeurs cycliques de qualité et les actions de style value devrait profiter de cet environnement. Toutefois, les valorisations chères sur certains segments du marché et le risque de hausse des impôts sont des éléments à surveiller. De manière générale, le besoin de sélectivité est élevé.
	Actions US Value	+		Le redémarrage économique (reflation) et le retour à la normale, associés à une Fed accommodante, sont les facteurs qui nous permettent d'être constructifs sur les actions de style value. Celles-ci offrent à long terme une combinaison de croissance structurelle, de qualité, de stabilité et de facteurs d'amélioration ESG.
	Actions US Croissance	-		Nous sommes prudents vis-à-vis des actions de type croissance, car nous nous inquiétons de leurs valorisations élevées, qui ont été favorisées par la faiblesse des taux d'intérêt ces dernières années. Or, lorsque les taux commenceront à augmenter, la valeur actualisée des bénéfices futurs pourrait être affectée négativement.
	Europe	=		Malgré la lenteur des campagnes de vaccination en Europe et de la reprise future, l'actuelle saison de publication des résultats a jusqu'à présent été positive. Les caractéristiques cycliques et value des marchés de l'UE devraient aider à surmonter le retard de la croissance économique. Nous continuons néanmoins à nous concentrer sur la sélection des valeurs et l'analyse fondamentale et recherchons les opportunités dans les segments liés à la reprise.
	Japon	+		Le bien-fondé de notre positionnement optimiste sur le Japon a été confirmé par la bonne saison de publication des résultats et l'affaiblissement du yen qui ont soutenu la performance des actions japonaises en 2021. Le pays continuera à bénéficier de la reprise cyclique mondiale grâce à son biais cyclique et industriel.
	Marchés émergents	++		Malgré une certaine hausse des taux américains, nous pensons que le potentiel de croissance des actions émergentes, notamment d'Asie, reste intact. Le rebond de la croissance mondiale et le rééquilibrage vers une croissance plus durable attendu en Chine sont globalement positifs pour les pays émergents. Pour autant, nous restons très sélectifs dans l'identification des thèmes liés à la consommation intérieure, des pays les plus touchés par la crise du Covid-19 (désormais en phase de reprise) et des entreprises présentant des caractéristiques value/cycliques.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-/=		Nous restons défensifs sur la duration américaine compte tenu de la stimulation budgétaire massive, du déficit et des préoccupations en matière d'inflation. Si nous admettons que les propos récents de la Fed ont provoqué une hausse des rendements dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques, la banque centrale reste déterminée à maintenir des conditions financières accommodantes. Les investisseurs doivent donc rester vigilants. Nous restons positifs sur les emprunts d'État indexés sur l'inflation. L'inflation et la pentification de la courbe nous incitent à rester prudents sur les bons du Trésor US dans nos portefeuilles américains.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous recommandons aux investisseurs de limiter la duration pour réduire le risque de taux d'intérêt dans leurs portefeuilles et de surveiller les effets de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Ils pourront néanmoins identifier des situations idiosyncrasiques attractives en restant sélectifs et en se concentrant sur les durations plus courtes. Le crédit titrisé est attractif compte tenu de la vigueur de la consommation, mais une certaine volatilité est possible et il convient de rester attentif aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes convaincus que le HY offre des rendements attractifs, toutefois il est important de maintenir un bon équilibre entre qualité, rendement et liquidité. Ceci est important, car la dette notée CCC reste la principale source de défauts dans le HY américain. La reprise économique devrait cependant améliorer les indicateurs de crédit.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Nous sommes défensifs sur les obligations des pays du cœur de la zone euro, même si nous admettons que la divergence entre la croissance économique des États-Unis et de l'UE et le soutien de la BCE devraient empêcher une trop forte hausse des rendements de la zone euro. Pour ce qui est des pays périphériques, nous sommes surtout positifs sur l'Italie, en raison de la stabilisation politique du pays et estimons que des opportunités existent sur l'ensemble de la courbe de rendement italienne.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		La confirmation récente par la BCE que les achats d'actifs dans le cadre du PEPP se poursuivraient à un « rythme sensiblement plus élevé » constitue un soutien important, compte tenu de l'impact de la hausse des rendements américains sur les marchés. En revanche, la faiblesse des taux et les conditions financières faciles font que la quête de revenus se poursuivra, principalement parmi les instruments à court terme et le segment des titres subordonnés notés BBB.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le redressement de l'économie et le soutien de la banque centrale suggèrent que les risques de défaut sont faibles. Ce n'est toutefois pas le moment de baisser la garde et nous pensons que les investisseurs doivent se montrer très sélectifs en veillant à bien différencier les crédits de qualité supérieure des crédits de qualité inférieure et à trouver un équilibre entre le besoin de rester liquide et la quête de rendements plus élevés.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La dette en devise forte pourrait, à court terme, être confrontée aux vents contraires soulevés par la hausse des taux américains. Nous sommes plus prudents vis-à-vis du HY dont nous estimons que les spreads ont déjà surperformé le marché. Il convient donc d'attendre que de meilleurs points d'entrée, à des niveaux plus attractifs, se présentent. À plus long terme, la dette émergente de devises fortes pourrait encore répondre aux attentes des investisseurs en quête de rendement.
	Émergents Dette en devise locale	=	▼	La dette en devise locale semble vulnérable en raison de l'appréciation du dollar et nous sommes donc très sélectifs. Avec la hausse des taux aux États-Unis, les responsables politiques des pays émergents pourraient être incités à relever les taux ou à durcir leur politique. Le cycle haussier des devises locales est désormais derrière nous.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières cycliques devraient bénéficier des anticipations de reprise économique et du thème de la reflation. Les prix du pétrole devraient rester à leurs niveaux actuels durant les mois à venir, mais le dépassement actuel pourrait persister au deuxième trimestre. Côté métaux, l'or pourrait ne pas trop souffrir de la hausse des taux, la Fed ayant, pour l'instant, confirmé son ton accommodant et ses taux bas.
	Devises			Les injections massives de liquidités aux États-Unis et la dégradation de la situation budgétaire restent des obstacles majeurs pour le dollar à moyen terme. Pour autant, les anticipations de différentiel de croissance élevé des États-Unis par rapport au reste du monde devraient soutenir le billet vert en 2021.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 22 mars 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 Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
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.msicbarra.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 - piola666

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

BELHAJJAM Inès, stratégeste

BELLAICHE Mickael, Stratégeste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégeste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégeste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégeste, Marchés émergents

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

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

DROZDZIK Patryk, Macrostratégeste, Marchés émergents

DRUT Bastien, Responsable de la Macro Stratégie Thématique - CPR AM

GEORGES Delphine, Stratégeste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégeste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégeste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste 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

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit