

VUES DES CIO

Inflation galopante et tensions géopolitiques : modérer le risque



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

L'escalade géopolitique de la fin du mois marque une nouvelle hausse de la volatilité. Les *spreads* de crédit (IG, HY et pays périphériques de la zone euro) ont continué à s'écarter tandis que les marchés actions ont continué à corriger. La rotation *value* s'est poursuivie, mais avec une pause sur les segments les plus cycliques, dans un contexte de hausse des risques pesant sur la croissance économique en raison du conflit entre la Russie et l'Ukraine. **Les marchés continuent de réévaluer le durcissement de ton de la Fed et de la BCE ainsi que les risques liés à l'escalade de la crise dans l'est de l'Ukraine. Sur le plan macroéconomique, les chiffres du marché de l'emploi américain ont été largement supérieurs aux attentes et l'inflation de janvier a atteint son niveau le plus élevé en quarante ans**, ce qui complique la tâche des banques centrales, prises en étau entre le risque de poursuite de la hausse de l'inflation et celui d'un ralentissement plus important de la croissance (renforcement du risque de stagflation).

L'année chinoise du Tigre, en revanche, débute sur une note plus accommodante qui contraste avec le reste du monde, ce qui, une fois de plus, témoigne de **la désynchronisation du cycle économique de la Chine par rapport à celui des États-Unis et renforce le rôle de diversification des actifs chinois à l'échelle mondiale**. À ce stade, compte tenu des importantes variations de prix déjà observées depuis le début de l'année, deux questions brûlantes se posent aux investisseurs :

1. La volatilité actuelle pourrait-elle entraîner un marché baissier à la fois pour les obligations et pour les actions, exigeant une réduction structurelle du risque dans l'allocation d'actifs ? La volatilité est clairement en augmentation dans tous les domaines (obligations, actions, matières premières, devises) et le contexte de marché semble plus risqué qu'il y a un mois. Pour autant, la croissance devrait rester solide en 2022, grâce à la reprise post-Omicron et à l'atterrissage en douceur de la Chine, tandis que la croissance des bénéficiaires, malgré un ralentissement par rapport au pic, devrait rester positive. Il existe toutefois un autre risque, celui des éventuelles répercussions du conflit entre la Russie et l'Ukraine, qui pourraient avoir un impact significatif sur les perspectives de croissance et d'inflation. C'est là le point crucial que les investisseurs doivent surveiller. Les phases baissières des marchés d'actions se produisent durant les récessions (à l'exception du krach de 1987). Nous n'en anticipons pas, mais le risque de récession en Europe augmente dans un contexte de pressions inflationnistes croissantes, alors que la BCE envisage de réduire son dispositif d'assouplissement quantitatif. Les risques géopolitiques sont très difficiles à évaluer et tout changement positif peut entraîner un rebond de soulagement, tandis qu'une nouvelle escalade risque d'accroître la pression sur le marché. **Les investisseurs devraient donc continuer à chercher à profiter de la reprise, via la sélection sur les marchés actions pour l'essentiel, tout en se préparant au pire (en ajustant les couvertures pour faire face à une éventuelle détérioration de la situation). De manière générale, le thème de l'inflation semble se renforcer**, ce qui à moyen terme, plaide à nouveau pour les actions décotées/de qualité, malgré quelques pauses, à court terme, de la rotation *value*. En ce qui concerne le crédit, nous avons adopté un positionnement plus prudent dans un contexte de hausse des risques de liquidité et de profil risque/rendement moins attractif pour le crédit par rapport aux actions.

2.2 % est-il un niveau de rendement cible pour les UST ou faut-il s'attendre à plus et, par conséquent, rester court sur la durée ? Le durcissement de ton de la Fed et l'inflation surprise ont temporairement poussé le rendement du 10 ans américain au-dessus de 2 % pour la première fois depuis juillet 2019 et ont contribué à une revalorisation, notamment sur le segment court terme de la courbe. Le conflit entre la Russie et l'Ukraine présente, en premier lieu, un risque pour les systèmes financiers et l'inflation, mais aussi pour l'économie mondiale. Or, comme le marché anticipe déjà une action importante de la Fed, nous pensons que la hausse des rendements pourrait marquer une pause en attendant la réunion de la Fed en mars. **Certains ajustements techniques de la durée sont à prévoir et nous recommandons donc une approche active. Pour l'heure, nous confirmons notre prudence en matière de durée tout en jouant activement les opportunités au niveau des courbes et des pays.**

L'incertitude sur les marchés restera élevée. Nous sommes confrontés à une période de faible visibilité sur les évolutions géopolitiques et leurs implications économiques. La volatilité

Sentiment de risque global



Réduction du risque crédit et renforcement de la protection des actifs risqués.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Réduction du risque crédit et concentration accrue sur la sélection.
- ▶ Renforcement des couvertures de portefeuille au vu des tensions géopolitiques.
- ▶ Appétit *value* intact à moyen terme.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

VUES DES CIO

des actions restera élevée, car étant donné le profil de liquidité élevé des actions, elles seront la première cible en cas d'ajustement rapide du risque, ce qui pourrait également offrir des opportunités d'acheter la baisse et de revenir sur certains segments survendus du marché.

La durée de la crise jouera un rôle crucial, car une période prolongée d'incertitude et d'escalade pourrait entraîner une nouvelle réévaluation des primes de risque mondiales. Les banques centrales seront au centre de l'attention et il se peut qu'elles doivent, à un moment ou à un autre, ajuster leurs programmes pour faire face au risque croissant de stagflation. Pour les investisseurs, cela signifie qu'ils doivent rester bien diversifiés, renforcer leurs couvertures et se concentrer sur les secteurs capables de résister à une inflation élevée.

AMUNDI INSTITUTE

Amundi Institute : le début d'un nouveau périple



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Les investisseurs attendent un dialogue plus approfondi et des conseils sophistiqués pour construire des portefeuilles plus résistants compte tenu des nombreux changements de régime structurels en cours dans des domaines comme l'inflation, l'environnement et la géopolitique

Présentation et mission

Le monde de l'investissement, confronté à de nouvelles tendances impliquant des dimensions économiques, financières, géopolitiques et ESG, présente de nouveaux défis aux investisseurs. Comment la transition énergétique influencera-t-elle l'évolution des classes d'actifs ? Quel est l'impact de l'actuel changement de régime sur l'allocation stratégique d'actifs ? À quoi ressemblera le nouvel ordre géopolitique et quelles en sont les implications pour les investisseurs ?

Ce ne sont là que quelques-unes des questions qui occupent l'esprit des investisseurs aujourd'hui. Nous nous trouvons à un point délicat du changement de régime que je qualifie de « **retour aux années soixante-dix** ». **Le grand retour de l'inflation** est un élément clé de ce changement. **La réorganisation des forces géopolitiques** en est un autre qu'exacerbe la dynamique de hausse des prix (notamment de l'énergie) et les ajustements post-Covid des chaînes d'approvisionnement. **Le risque de liquidité constitue une pièce supplémentaire de ce puzzle**. En février, la volatilité du marché des bons du Trésor a atteint son niveau le plus élevé depuis le début de 2020 en raison de la réduction de la liquidité du marché. Le retrait de grandes banques des activités de négociation après la crise de 2008 a fragilisé la structure du marché, ce qui pourrait se ressentir maintenant qu'avec la fin de l'argent facile, les marchés accros à la liquidité pourraient bientôt être confrontés au test du resserrement quantitatif. La Fed prévoit en effet de réduire son bilan qui a atteint près de 9 000 milliards de dollars. Enfin, nous sommes également à **l'ère de la généralisation de l'ESG dans le monde de l'investissement** comme dans l'économie en général. Les années 2020 seront cruciales pour la transition énergétique, d'une part, mais il est également indispensable de concevoir un modèle de croissance plus inclusif pour lutter contre les inégalités héritées des crises passées.

Cela signifie que les investisseurs doivent revoir leur allocation d'actifs autour de quatre éléments (risque, rendement réel, liquidité et ESG) pour réévaluer leurs objectifs d'investissement et repenser la construction de leur portefeuille autour de ces piliers. La dimension essentielle à prendre en compte sera le pouvoir d'achat des portefeuilles par unité de risque. **Cela signifie qu'il faut rechercher des sources de rendements réels positifs durables** et s'exposer aux actifs en corrélation positive avec l'inflation. Dans ce contexte, les actions (certaines d'entre elles) représentent un choix positif à long terme, car ce sont des actifs liquides à rendement réel, en particulier celles qui présentent des caractéristiques obligataires (faible endettement, forte visibilité des bénéfices).

Afin d'aider les investisseurs dans cette phase délicate, nous lançons donc l'Amundi Institute, que j'ai le plaisir de superviser en tant que Président. L'Amundi Institute a pour mission de renforcer le dialogue au quotidien, tant en interne chez Amundi, en partenariat étroit avec les équipes de gestion, qu'en externe, avec nos clients et la communauté financière au sens large. En regroupant au sein d'une même entité nos idées d'investissement, notre recherche macroéconomique, notre stratégie de marché, notre recherche quantitative et nos activités d'allocation d'actifs, nous visons à fournir une vision globale des principaux défis auxquels sont confrontés les investisseurs aujourd'hui afin de stimuler le débat et le dialogue avec les clients. Ce mois-ci, notre débat interne s'est concentré sur la dynamique des prix du pétrole et du gaz dans le contexte du conflit entre la Russie et l'Ukraine.

AMUNDI INSTITUTE

Matières premières : impact de la crise sur le pétrole et le gaz



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute

L'invasion russe a des répercussions sur les marchés et l'offre d'énergie, notamment en Europe

Le prix du gaz naturel a augmenté au cours des derniers jours. Cette forte hausse **aura probablement de graves répercussions sur la croissance et l'inflation européennes et nous anticipons à la fois une révision à la baisse de la croissance du PIB et une révision à la hausse de l'inflation (stagflation).**

En contraste, les prix du gaz naturel américain n'ont que peu augmenté. Cette hausse n'est pas attribuable à une pénurie intérieure, mais aux anticipations de hausse de la demande européenne de gaz naturel liquéfié (GNL). Or, les États-Unis n'ayant pas les capacités nécessaires pour remplacer en totalité le gaz russe destiné à l'Europe, nous anticipons des pressions haussières sur les prix du gaz naturel américain.

En ce qui concerne le pétrole, les prix ont déjà dépassé notre objectif à court terme d'environ 80 dollars le baril et la Russie étant un fournisseur important, toute perturbation pourrait entraîner une nouvelle hausse des prix. Toutefois, pour l'instant, les hausses de prix du pétrole (relativement faibles par rapport à celles du gaz naturel) ont intégré les anticipations du marché quant à la conclusion d'un accord avec l'Iran et au rétablissement de la production de pétrole par d'autres grands producteurs, dont l'Arabie saoudite et d'autres membres de l'OPEP.

Côté demande, il ne faut pas sous-estimer le rôle de la Chine

Le GNL, bien plus écologique que le gaz naturel, est la source d'énergie utilisée par de nombreux grands pays, dont la Chine, pour amorcer leur transition énergétique.

Par ailleurs, la Chine peut potentiellement remplacer l'Europe en tant que principal acheteur des exportations russes (de pétrole et de gaz), et ce, pas nécessairement aux prix du marché. Il est donc possible que les sanctions énergétiques n'aient pas le succès escompté, alors qu'elles aggraveraient la situation énergétique en Europe.

Enfin, il n'est pas complètement irréaliste d'imaginer une interruption par la Russie de ses exportations de gaz et de pétrole vers l'Europe en représailles aux sanctions américaines et européennes contre son secteur financier.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Adaptation à la montée des risques, renforcement des couvertures



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



John O'TOOLE,
Responsable des Solutions
d'Investissement Multi-Asset

En attendant plus de clarté sur la politique monétaire et l'évolution des tensions géopolitiques, nous pensons qu'il convient de se montrer plus prudent sur le crédit (plus exposé au risque de liquidité) et de mettre en place des couvertures solides

L'augmentation récente de l'incertitude des marchés résulte de l'escalade des tensions géopolitiques, du durcissement de ton des banques centrales et de la persistance de l'inflation. Collectivement, ces signes avant-coureurs d'un resserrement quantitatif et les effets de l'inflation sur le revenu disponible des consommateurs représentent un risque majeur. Toutefois, les conditions financières restent souples et la croissance économique robuste. **Nous ne pensons donc pas qu'il soit temps de procéder à une réduction structurelle du risque. Il convient en revanche d'ajuster tactiquement son exposition au risque, suivant une approche prudente.** La conjugaison du risque d'inflation, du durcissement de la politique des banques centrales pour maîtriser ce risque et de la crise entre la Russie et l'Ukraine constitue un cadre de corrélation unique des actifs. **Un positionnement actif et bien diversifié s'impose. Il convient également de renforcer les couvertures et d'ajuster les positions de change tout en surveillant les politiques des banques centrales et les risques de guerre.**

Des idées à conviction forte

Notre positionnement global sur les actions est proche de la neutralité tant sur les marchés développés qu'émergents, mais avec une certaine prudence découlant des couvertures contre le risque de dégradation des marchés. **Nous surveillons l'évolution de la situation géopolitique pour mieux cerner l'évolution à moyen terme des actions en Europe.** Le contexte incertain accentue le besoin de sélection active des actions. Le style *value* devrait aider les investisseurs à protéger leur portefeuille contre l'inflation, mais les risques émergents liés à la politique russe pourraient affecter le scénario stagflationniste ce qui privilégierait les secteurs de qualité.

En parallèle, nous restons légèrement positifs sur la Chine dans un contexte de stabilisation de son cadre réglementaire (le pays devrait bénéficier d'un regain de visibilité sur sa politique, celle-ci, après une phase de resserrement, privilégiant désormais un assouplissement ciblé).

En ce qui concerne le marché obligataire, nous restons globalement défensifs sur la durée via les obligations allemandes à 5 ans, mais recommandons aux investisseurs de gérer cette exposition de manière active.

Les rendements ont fortement évolué après les annonces de la BCE et l'attaque russe, confortant notre choix d'une approche agile et active sur l'ensemble des courbes. Nous cherchons à profiter de tout mouvement tactique du marché vers les actifs refuges et notamment les bons du Trésor américain. En revanche, nous pensons qu'il faut chercher du revenu hors des segments traditionnels, comme la dette publique chinoise et la dette des pays périphériques de la zone euro. En ce qui concerne ces derniers, nous pensons désormais que les BTP italiens offrent des opportunités de valeur relative attractives par rapport à la dette allemande, compte tenu de la stabilité politique du pays et de son potentiel de croissance économique, ainsi que de l'objectif de la BCE d'éviter la fragmentation de la zone euro malgré une légère inflexion de sa position d'ensemble. En Asie, nous maintenons notre opinion positive sur la dette souveraine chinoise pour ses avantages en termes de diversification et du fait de l'assouplissement monétaire de la PBoC, mais nous surveillons l'anticipation des dépenses en début de période. **En Europe, nous attendons plus de précisions sur la politique de la banque centrale pour réévaluer nos convictions à long terme sur le crédit.** Nous pensons pour l'heure,

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. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds. QT = Resserrement quantitatif

GESTION
DIVERSIFIÉE

que l'ajustement de la BCE (dû à l'urgence d'agir sur l'inflation) pourrait entraîner un écartement des *spreads* de l'IG EUR, affectant le sentiment des investisseurs, notamment en ce qui concerne les émissions à plus longue échéance. Nous ne sommes donc plus positifs sur ce segment et restons vigilants. Pour autant, les fondamentaux des entreprises (faibles taux de défaut) et les bilans sont solides tandis que les entreprises HY poursuivent leurs efforts de désendettement. Nous maintenons donc notre position légèrement constructive sur le HY EUR, mais le surveillons de près en restant attentifs à la géopolitique et aux pressions inflationnistes qui menacent la croissance du PIB.

L'univers des devises nous permet de concrétiser nos opinions géopolitiques et d'identifier des stratégies de valeur relative à l'échelle mondiale. Nous pensons que la livre sterling s'est suffisamment appréciée par rapport au franc suisse et ne sommes plus optimistes à son sujet, étant donné

que le marché a déjà intégré la séquence de hausses très agressives de la BoE. Toutefois, nous maintenons notre prudence sur la paire GBP/EUR. Nous pensons, en effet, que le Royaume-Uni restera isolé géopolitiquement dans le monde post-Brexit, tant par rapport aux États-Unis que par rapport à l'Union européenne. Enfin, nous pensons que le CNH devrait bien performer face à l'EUR. D'un point de vue géopolitique et commercial, la Chine restera le principal moteur du commerce régional intra-asiatique, ce qui devrait soutenir les actifs chinois.

Risques et couvertures

Il convient de mettre en place des couvertures suffisantes pour protéger les expositions au HY américain et aux actions américaines et européennes, en tenant compte de la volatilité supplémentaire découlant du contexte géopolitique actuel. L'or peut également servir de couverture tactique durant la phase d'incertitude actuelle.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Zoom sur la liquidité : trajectoire incertaine des taux, géopolitique



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous pensons que la volatilité du crédit, ainsi que la disparité entre signatures de qualité supérieure et signatures de qualité inférieure pourraient augmenter à mesure que les marchés apprécient la trajectoire du resserrement quantitatif des BC

L'inflation aux États-Unis et en Europe incite les banques centrales à adopter un ton plus sévère, provoquant une réévaluation des taux européens et américains. D'un autre côté, les marchés attendent de voir si les banques centrales parviennent à maîtriser l'inflation sans freiner le rebond économique, compte tenu notamment du contexte géopolitique en Europe de l'Est. L'enchaînement des politiques sera donc déterminant. Le resserrement quantitatif pourrait notamment provoquer un affaiblissement du sentiment à l'égard du crédit par le biais d'une baisse de la liquidité/volatilité, même si les fondamentaux des entreprises sont solides. La vigueur de la demande des consommateurs et l'épargne accumulée constituent un autre élément positif. **Nous estimons donc qu'il est nécessaire de faire preuve de plus de prudence en matière de crédit**, en mettant davantage l'accent sur la sélection. **Pour ce qui est de la durée, bien que notre positionnement à moyen terme soit défensif, un regard tactique sur la dette souveraine s'impose à des fins de protection.**

Obligations mondiales et européennes

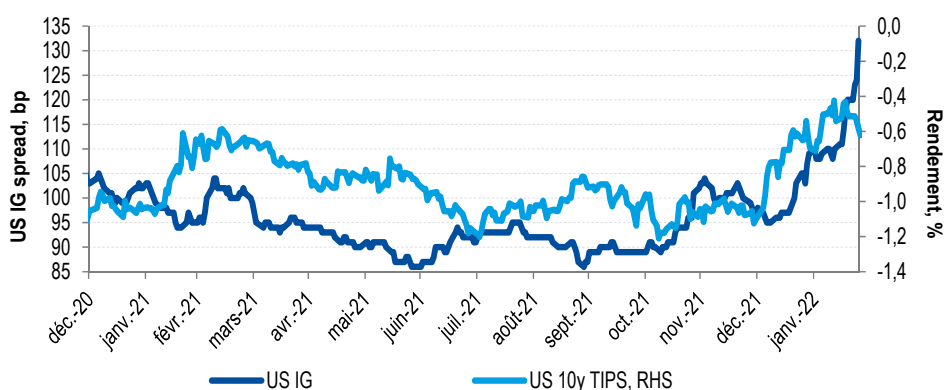
Nous sommes prudents sur la durée (États-Unis, Europe core et semi-core) en raison de la pression haussière sur les rendements, mais nous restons agiles compte tenu de la nouvelle dynamique de l'inflation et des questions politiques. Dans le contexte géopolitique actuel, les obligations souveraines (États-Unis, Europe core) offrent une protection aux portefeuilles. En ce qui concerne les pays périphériques de la zone euro, nous restons vigilants, mais reconnaissons le fort

potentiel de croissance et la stabilité politique de l'Italie et restons donc constructifs. Nous recherchons les opportunités de revenu sur la durée chinoise. Toutefois, pour ce qui est des points morts américains, les valorisations commencent à être moins attractives. **En ce qui concerne le crédit, l'inflation et la liquidité sont source d'inquiétude, mais les taux de défaut restent bas et les bénéfices solides.** Pour faire face à l'inflation, nous nous concentrons sur les signatures capables de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs. Dans le segment IG nous préférons les échéances à court et moyen terme et dans celui du HY nous voyons des opportunités de compression des *spreads* (hybrides, BB/CCC) dans les espaces présentant un potentiel d'amélioration de leurs indicateurs de crédit. Il convient, sur ces segments, de privilégier la diversification et la liquidité. Globalement, nous voyons d'un bon œil la dette subordonnée des sociétés financières, ainsi que les secteurs de l'énergie et de l'automobile.

Obligations américaines

La Fed semble se préparer à amorcer un cycle de hausses de ses taux directeurs en mars, en raison de l'inflation qui reste un enjeu politique majeur et de la forte demande insatisfaite, que soutiennent la démographie et les revenus des consommateurs. Malgré cela, les coûts de financement des entreprises restent assez accommodants, ce qui confirme notre opinion selon laquelle la Fed pourrait conserver un certain degré de liberté vis-à-vis de l'inflation. Pour autant, nous surveillons de près les coûts de financement à court terme et les

Rendements réels et *spreads* IG



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 24 février 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

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, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires,

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

tensions sur le marché du travail et restons sur la défensive concernant la durée. **Nous pensons également que l'évolution des courbes sera liée à la trajectoire de l'inflation à court terme, ce qui souligne l'importance d'une position flexible en matière de durée.** D'un autre côté, le crédit d'entreprises présente des opportunités idiosyncrasiques. Sur ce marché, il convient d'envisager une réduction des risques du portefeuille et la mise en place de couvertures contre l'exposition au risque de crédit. Il est également important de trouver un équilibre entre le besoin de rendements plus élevés et la liquidité. Ailleurs, les bilans solides des ménages nous permettent d'explorer de manière sélective les actifs titrisés.

Obligations des marchés émergents

Les perspectives des pays émergents sont contrastées. D'une part, elles se sont améliorées du fait de l'assouplissement de la politique chinoise et de la vigueur des prix des matières premières (ce qui est positif pour

l'Amérique latine), d'autre part, elles subissent le poids des risques géopolitiques. Suivant une approche très sélective, nous privilégions la dette en devises fortes et maintenons un biais en faveur du HY par rapport à l'IG. Pour ce qui est de la dette en devises locales, il convient de privilégier les pays (Chine) où les taux réels sont positifs. Nous restons prudents vis-à-vis des actifs russes. De façon plus générale, nous considérons les pays émergents à travers un ensemble de critères dont l'inflation, les taux réels, le resserrement monétaire et la vulnérabilité extérieure.

FX

Nous restons positifs sur le dollar, mais prudents sur l'euro et le yen. Le positionnement de la BCE est essentiel et nous le surveillons dans une perspective de durabilité de la dette de la région. Dans les marchés émergents, nous restons positifs sur les devises cycliques (roupie indonésienne et peso chilien) et sommes désormais défensifs sur le rouble.

ACTIONS

Faire face à l'incertitude de court terme avec un biais inflation



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte d'incertitude accrue et de pressions inflationnistes croissantes, nous nous intéressons aux valeurs de grande qualité susceptibles de mieux résister dans l'environnement actuel

Évaluation globale

Le revirement des banques centrales qui ont durci le ton a entraîné une forte réévaluation du risque de durée et des anticipations de hausse des taux par le marché. De plus, la dégradation rapide de la situation en Russie/ Ukraine, qui est très préoccupante, va peser sur les multiples de valorisation. D'un autre côté, la reprise économique se poursuit dans un contexte de forte consommation, ce qui, à moyen terme, devrait soutenir la rotation vers les actions décotées. Cependant, toutes les entreprises ne sont pas en mesure de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs, de sorte que la compression des marges et le pouvoir de fixation des prix varient d'une entreprise à l'autre. Nous recherchons les marques, les brevets et les produits différenciés qui permettent aux **entreprises dotées de modèles économiques solides d'augmenter leurs prix, de préserver leurs marges et de verser des dividendes.**

Actions européennes

Nous conservons un biais pour les actions décotées, cycliques et analysons les publications de résultats au regard de l'inflation et des marges, car nous constatons que les ventes de certaines entreprises sont meilleures que leurs bénéfices. En effet, **certaines entreprises ne sont pas en mesure de répercuter leurs coûts et d'augmenter suffisamment leurs prix, tandis qu'un petit nombre d'entre elles profitent du contexte de « consommation vigoureuse » pour accroître leurs marges en augmentant leurs prix.** D'autre part,

nous évaluons le comportement des consommateurs alors que l'inflation devient une question politique et qu'il existe un risque de mesures réglementaires. Nous examinons comment cela pourrait affecter différents secteurs comme les services aux collectivités, où nous sommes prudents, ainsi que les technologies de l'information, bien que ces dernières nous inquiètent un peu moins, certains cas de croissance structurelle ayant été malmenés par la récente volatilité. Mais notre priorité reste la sélection et la solidité des bilans dans le cadre de notre anticipation de normalisation et nous voyons des opportunités dans les secteurs de l'industrie et de la finance. Enfin, nous explorons les valeurs défensives dont la valorisation est attractive, notamment dans le secteur de la santé.

Actions américaines

Dans un environnement où l'inflation est désormais clairement une question politique, nous pensons que les marchés ne tiennent pas encore compte du risque d'augmentation du coût du capital. La rotation des valeurs de croissance vers les valeurs décotées s'inscrit donc dans une perspective de moyen terme, en raison des valorisations encore attractives de ces dernières et de la croissance économique qui reste suffisamment vigoureuse (réouverture).

Nous étudions les entreprises décotées de haute qualité capables de résister aux défis opérationnels grâce à la force inhérente de leur modèle économique, à leur pouvoir de fixation des prix et à leurs compétences fondamentales. La sélection

Volatilité des actions américaines et européennes



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Données au vendredi 25 février 2022

ACTIONS

des titres est donc cruciale dans cette dernière séquence de la rotation value. Nous restons par ailleurs prudents sur les actions de croissance et de long terme qui restent chères, mais reconnaissons que certaines valeurs technologiques de croissance redeviennent attractives à la suite du récent épisode de volatilité. De manière générale, les titres de croissance restent surévalués et pourraient s'affaiblir davantage si les taux réels augmentent.

Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs cycliques dans les secteurs de la finance (banques), des matériaux et de l'énergie. On notera également que certaines valeurs liées à la consommation et au thème de la réouverture deviennent moins chères, mais nous nous concentrons sur celles qui sont capables de relever les défis liés à l'étroitesse des marchés du travail et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement.

Actions émergentes

Les valorisations des actions émergentes, la stabilisation de la croissance économique en 2022 et l'assouplissement du positionnement de la PBoC devraient être des facteurs positifs pour la classe d'actifs, mais le conflit entre la Russie et l'Ukraine risque de nuire au sentiment de marché à court terme. L'espace émergent semble de plus en plus fragmenté dans un contexte de risques géopolitiques et idiosyncrasiques et d'inflation mondiale. Au niveau des pays, nous privilégions les opportunités liées aux matières premières, comme l'Inde, la Hongrie et les Émirats arabes unis. Nos principales convictions sectorielles sont la consommation discrétionnaire, l'immobilier et les services de communication, avec une préférence pour l'énergie par rapport aux matériaux. Enfin, nous continuons à surpondérer les actions décotées par rapport aux actions de croissance.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les dernières semaines ont été caractérisées par une plus grande volatilité des marchés, en raison du durcissement de ton de la Fed et de la montée des risques géopolitiques. Compte tenu du contexte de hausse des rendements réels et des risques d'inflation, les actions sont une classe d'actifs à considérer, mais la sélection est essentielle.
	Actions US Value	+	▼	La rotation value est une tendance à moyen terme soutenue par la hausse des taux réels et nous pensons qu'elle va se poursuivre tant que la croissance économique reste solide et que les valorisations des actions décotées restent attractives. Nous nous intéressons aux titres décotés de grande qualité.
	Actions US Croissance	-	▲	De manière générale, les titres de croissance restent surévalués et pourraient s'affaiblir davantage si les taux réels augmentent. Pour autant, nous constatons que certaines valeurs technologiques de croissance commencent à redevenir attractives depuis le dernier épisode de volatilité.
	Europe	=	▼	La visibilité des actions européennes diminue sur fond d'escalade du conflit entre la Russie et l'Ukraine et de hausse des prix de l'énergie. Le redémarrage économique est toujours propice pour la zone euro, mais nous adoptons une position neutre afin de réévaluer l'évolution du conflit et ses implications économiques pour la zone.
	Japon	=		Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes, ainsi que l'amélioration de la dynamique des résultats d'entreprises, devraient soutenir les marchés du pays. Nous surveillons l'évolution de la pandémie et les pressions qui en découlent, le cas échéant.
	Chine	=/+		La meilleure visibilité politique découlant d'un positionnement clairement accommodant, associée à une croissance plus équilibrée qui devrait contribuer à éliminer les risques systémiques est favorable aux actions chinoises. Il reste néanmoins quelques incertitudes à court terme telles que la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid-19. Ceci exige une approche vigilante et sélective des marchés d'actions du pays.
	Marchés émergents	=		Les marchés émergents constituent un univers fragmenté dans lequel les investisseurs doivent éviter une approche trop uniforme en se concentrant sur différents facteurs clés comme les exportations de matières premières, les pays « autonomes » bénéficiant d'une demande intérieure forte, les pays à dominante <i>value</i> et ceux dont la vulnérabilité extérieure est faible. De manière générale, les facteurs spécifiques aux pays et la sélection <i>bottom-up</i> restent importants.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Nous pensons que la Fed relèvera plusieurs fois ses taux cette année (quatre fois), mais nous restons prudents et agiles sur la durée et pensons que la Fed ne durcira pas les conditions financières au point de bloquer la reprise économique. La flexibilité est de mise en matière d'obligations lorsque l'incertitude politique et les risques géopolitiques sont élevés. Les valorisations des TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) paraissent élevées.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Les marchés du crédit ont été affectés par le resserrement de la politique de la Fed, même si les conditions financières restent accommodantes. Nous pensons que les valorisations actuelles reflètent les bons fondamentaux, mais l'incertitude règne quant à la politique à venir de la BC. Nous visons donc à minimiser notre exposition à la durée et recherchons du revenu sur les marchés titrisés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du HY se sont creusés avec le durcissement de ton de la Fed, mais nous pensons que cette évolution résulte davantage du risque de liquidité que des préoccupations fondamentales sur la qualité du crédit. Nous surveillons néanmoins l'incidence de la future politique monétaire sur cette classe d'actifs en nous tenant à l'écart des signatures susceptibles de détruire la valeur en augmentant leur effet de levier.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Le ton relativement ferme de la BCE nous conforte dans notre prudence sur la duration, alors que nous anticipons une trajectoire ascendante des rendements, mais nous restons flexibles sur le plan géographique et selon les courbes afin de tirer parti des mouvements tactiques découlant du sentiment de risque. L'orientation politique de la BCE ne sera pas linéaire et devient de plus en plus incertaine en raison des risques croissants liés à la crise entre la Russie et l'Ukraine.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=	▼	Les récents communiqués de la BCE annoncent de la volatilité à court terme pour la classe d'actifs en raison de la réduction des dispositifs de soutien du régulateur, de l'augmentation des rendements <i>core</i> et de la hausse des primes de liquidité. Toutefois, les fondamentaux des entreprises (solidité du bilan, bénéfiques) sont solides. Nous recherchons les opportunités de valeur relative sur le segment IG et privilégions les actifs à échéance plus courte.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le HY offre des opportunités de portage avec un risque raisonnable, mais nous restons vigilants face aux problèmes de liquidité et aux pressions résultant des mouvements haussiers des rendements <i>core</i> . Les taux de défaut restent faibles et nous privilégions les opportunités de compression des <i>spreads</i> des titres notés BB (étoiles montantes), pour autant, nous cherchons à équilibrer le potentiel de rendement supplémentaire avec la liquidité et la qualité par le biais d'une sélection <i>bottom-up</i> .
	Govies Chine	=/+		Nous constatons un appétit relativement stable pour la dette chinoise dans un contexte d'assouplissement monétaire manifeste, de portage attractif et d'anticipation d'afflux de capitaux étrangers. Nous restons neutres/positifs et surveillons de près l'environnement politique.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Les obligations en devises fortes offrent des rendements attractifs, mais l'inflation et le resserrement des politiques dans les pays développés sont des éléments importants à prendre en compte. Nous pensons que les <i>spreads</i> de la dette émergente pourraient se resserrer en termes absolus et relatifs par rapport à ceux de la dette des pays développés à moyen terme, mais nous conservons un biais pour le HY par rapport à l'IG. Nous sommes défensifs sur la duration, mais un peu moins maintenant en raison des incertitudes liées à l'action de la Russie.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous préférons les pays dont les cycles de resserrement monétaire arrivent à maturité ou qui sont proches du pic et où les taux réels sont de nouveau en territoire positif, comme la Chine (en situation d'assouplissement monétaire par rapport à 2021). Nous restons néanmoins prudents sur les devises émergentes. En termes de pays, nous sommes sur la défensive vis-à-vis des obligations et de la devise russe à court terme et surveillons de près la situation.
AUTRES	Matières premières			Le régime inflationniste et le contexte macroéconomique encore robuste nous permettent de rester constructifs sur les métaux de base. Les risques géopolitiques pourraient apporter un soutien à court terme à l'or.
	Devises			Nous maintenons inchangé notre objectif à 12 mois de 1,14 pour l'EUR/USD, car le potentiel de hausse de la monnaie unique est limité par la position relativement accommodante de la BCE (par rapport à la Fed). Les anticipations de hausse des taux d'intérêt en Europe semblent déjà être prises en compte dans l'euro.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au jeudi 24 février 2022, 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 = assouplissement quantitatif.

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 Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 2 mars 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 mars 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*