

VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Le rebond des marchés traduit un optimisme excessif

Les marchés bénéficient d'un peu de répit au cours d'une année qui, dans l'ensemble, devrait rester dans les mémoires comme l'une des plus difficiles pour les investisseurs. La tendance négative s'est quelque peu inversée, permettant une progression du S&P 500 et de certains indices d'obligations souveraines. Cette évolution récente des marchés est due à l'alignement de plusieurs astres : **(1) le reflux de l'inflation américaine**, à l'origine d'un rallye et une exubérance excessifs à notre avis, car la Fed restera focalisée sur l'objectif d'inflation : il est donc trop tôt pour crier victoire sur ce point ; **(2) la saison des résultats**, qui a, certes, été mauvaise, mais moins que prévu ; **(3) l'assouplissement des restrictions anti-Covid en Chine**, qui a eu lieu plus tôt qu'anticipé, même si la réouverture complète ne se fera pas avant 2024 ; et **(4) l'incertitude géopolitique**, qui a marqué une **pause après les élections** — aux États-Unis, les élections de mi-mandat n'ont pas réservé de surprise majeure et le marché a bien réagi à l'avènement d'un gouvernement divisé, qui devrait éviter les politiques populistes. Sur le plan international, davantage peut être attendu sur le front des tensions entre les États-Unis et la Chine. Au Royaume-Uni, le nouveau Premier ministre modifie l'orientation de la politique budgétaire, l'accent étant désormais mis sur l'augmentation des impôts et la réduction des dépenses.

Ces développements nous incitent à rester prudents à l'approche de 2023, tout en exploitant tactiquement certaines opportunités de court terme dans le cadre d'une approche globale bien diversifiée. En détail :

- * **D'un point de vue cross-asset**, notre position sur les actions a évolué ces dernières semaines vers la neutralité. Nous avons notamment réduit notre position négative sur les actions européennes tout en restant globalement prudents et en maintenant nos couvertures. Nous avons équilibré cette évolution en augmentant les sources de diversification, en adoptant une approche favorable au pétrole et à l'or et en augmentant légèrement notre exposition à la durée sur les bons du Trésor américain. Nous nous tenons prêts à ajuster ces positions, les perspectives économiques restant très incertaines.
- * **Le thème du « retour des obligations »** a été soutenu par le chiffre d'inflation en baisse, qui a entraîné l'un des plus forts rebonds journaliers de l'histoire des obligations souveraines. Cependant, il est essentiel de conserver une approche active de la durée. Les marchés considèrent toute indication de hausse des prix plus faible que prévu comme annonciatrice d'un virage accommodant de la Fed. Toutefois, celle-ci attendra probablement, avant de changer d'attitude que l'inflation soit inférieure aux attentes pendant un certain temps. Nous restons donc très actifs sur la durée, avec en ce moment une vue favorable à l'égard des bons du Trésor américain et un œil attentif aux chiffres d'inflation et de croissance. L'inflation américaine s'est également répercutée sur les rendements obligataires européens de référence, sur lesquels nous conservons une position proche de la neutralité, en cherchant des opportunités sur l'ensemble des courbes.
- * **Le thème du « retour des obligations » concerne aussi le marché du crédit**, l'accent étant toujours sur la qualité. Les *spreads* de crédit se sont resserrés depuis la mi-octobre aux États-Unis et plus encore en Europe. Nous restons cependant prudents à l'égard de la dette risquée et de faible qualité d'entreprises qui ont tendance à augmenter leur endettement. Les défauts d'entreprises sont stables à ce stade et les fondamentaux solides des entreprises permettent une amélioration des notes de crédit, sachant toutefois que les notes et les défauts tendent à évoluer avec retard par rapport aux cycles économiques. Nous ne voyons donc aucune raison convaincante d'augmenter le risque. Le niveau de trésorerie des entreprises, bien qu'encore élevé, est déjà en baisse, en particulier chez les émetteurs mal notés qui pourraient avoir des difficultés à lever des capitaux au moment où ils en ont le plus besoin. Aussi, les besoins de refinancement des entreprises, leur capacité à satisfaire en interne leurs besoins en capitaux et l'attitude des banques centrales sont des facteurs clés à surveiller avant de modifier notre position. Au niveau régional, cependant, nous continuons à préférer les États-Unis à l'Europe.
- * **Notre position sur la dette des pays émergents** reste assez prudente, **mais nous percevons de la valeur dans la dette en devises fortes d'une sélection de pays**. Nous pensons qu'il n'est pas encore temps d'augmenter le risque sur l'ensemble de cette classe d'actifs, car le changement de cap de la Fed — un facteur clé pour les perspectives de la dette de ces pays — reste difficile à anticiper. Cela dit, des points d'entrée pourraient

Sentiment de risque global



Malgré la reprise, il convient de rester vigilant sur les actifs risqués et de bien se diversifier sans modification du profil de risque à long terme.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Légèrement positif sur les bons du Trésor.
- ▶ Réduction de la prudence vis-à-vis des actions européennes.
- ▶ Diversification accrue et couverture contre l'inflation avec l'or, le CHF et le JPY.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

VUES DES CIO

se présenter au début de l'année 2023. En ce qui concerne la Chine, nous prévoyons une réouverture progressive en 2023 dont le rythme sera déterminant pour la croissance. En Amérique latine, nous sommes prudemment optimistes concernant le Brésil, un pays émergent qui a enregistré de bonnes performances cette année. Nous suivons néanmoins de près dans quelle mesure les politiques de Lula affectent la situation financière du pays.

- * **Côté actions, nous essayons de saisir tactiquement des opportunités** tout en maintenant l'accent sur la sélection bottom-up. Nous voyons le mouvement actuel comme un simple rebond dans un marché baissier. Avant de conclure à un point bas cyclique pour les actions, il faudrait une amélioration des bénéfices et un changement de cap de la Fed, mais nous n'y sommes pas encore. Selon nous, les prévisions de bénéfices aux États-Unis pour l'année prochaine restent élevées, compte tenu du double effet du ralentissement de la croissance et de la vigueur persistante du dollar. En Europe, la situation est tout aussi délicate : certains signaux positifs apparaissent, mais il faudra que les marges des entreprises et la consommation progressent pour que nous soyons convaincus que nous sommes au bout de nos peines. Nous restons donc vigilants en Europe et aux États-Unis et recherchons des opportunités sur les titres sous-évalués, de qualité, à hauts dividendes et sur les petites capitalisations, en particulier aux États-Unis. Les actions chinoises sont très volatiles en ce moment et dépendent fortement de l'actualité de la politique zéro-covid et du redémarrage de l'économie, malgré des valorisations attractives. Nous conservons donc une position neutre et restons prêts à revenir sur ce marché lorsque les fondamentaux des bénéfices et la croissance économique seront plus faciles à évaluer.

AMUNDI INSTITUTE

Inflation américaine : en décélération, mais toujours nettement au-dessus du seuil de tolérance de la Fed



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA
Économiste senior, Amundi Institute

Les perspectives d'inflation aux États-Unis restent, à ce stade, le principal moteur du sentiment du marché. Les chiffres moins élevés qu'attendu de l'IPC américain en octobre, en hausse de 7,7 % sur douze mois (soit le rythme le plus faible en glissement annuel depuis février 2022), ont semblé confirmer que le pic était probablement passé, suscitant une forte réaction du marché. Ce dernier y a vu le déclencheur possible d'un changement de cap accommodant de la Fed, principale condition de sortie du marché baissier. Cependant, de notre point de vue, nous n'y sommes pas encore.

En variation mensuelle, l'IPC général a été conforme à nos attentes (0,44 % contre des prévisions de 0,48 %). En revanche, l'inflation sous-jacente a été plus faible que ce que nous attendions (0,3 % contre 0,49 %). La baisse de l'inflation sous-jacente est attribuable aux :

- * **Services sous-jacents** : la hausse des prix plus faible que prévu des services sous-jacents est due à un ralentissement significatif dans les services de santé, alors que les variations mensuelles des autres composantes n'ont pas affiché de baisses significatives. Ce ralentissement a notamment été provoqué par une baisse ponctuelle des coûts des services médicaux, liée aux prix des assurances maladie, qui pourrait ne pas se répéter.
- * **Biens sous-jacents** : la baisse plus forte que prévu des prix des biens sous-jacents (soit les biens hors énergie et alimentation) a été causée par l'habillement, les équipements et fournitures ménagers et la baisse des prix des voitures d'occasion. La dynamique des prix de ces biens décélère et va dans la bonne direction, mais il y a encore du chemin à parcourir pour retrouver les tendances d'avant-covid. À cet égard, il est important de surveiller la dynamique des prix des vêtements et des voitures d'occasion.

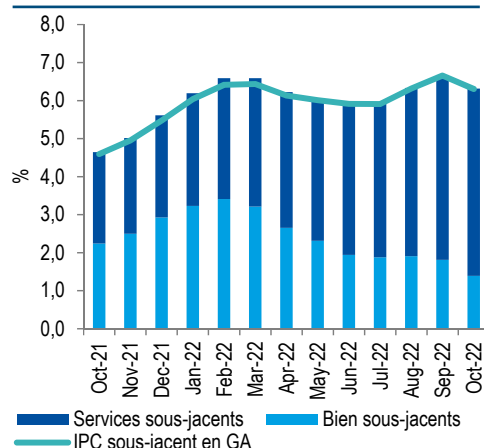
Conséquences sur les perspectives d'inflation

Au cours des prochains mois, nous nous attendons à une dynamique vigoureuse de l'inflation sous-jacente, tandis que celle de l'inflation générale devrait s'affaiblir sous l'effet de la baisse des prix de l'essence.

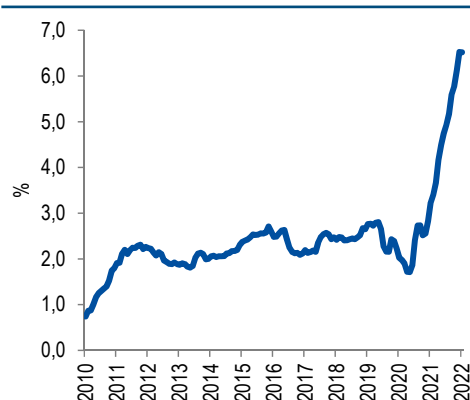
- * **Inflation générale** : nous confirmons que l'inflation générale a désormais passé son point haut aux États-Unis et que, en correspondance avec notre scénario central pour les matières premières et le pétrole, les chiffres en glissement annuel devraient nettement décélérer (nous attendons 7,6 % au quatrième trimestre 2022).
- * **Inflation sous-jacente** : la baisse de l'inflation sous-jacente pourrait être plus lente que celle de l'inflation générale (l'indice sous-jacent ayant plus d'inertie), étant donné que la dynamique de l'inflation des services, même si elle ralentit, reste assez élevée.
- * **Risques** : nous continuerons à surveiller l'effet de ralentissement lié aux biens essentiels, qui a commencé à se concrétiser plus rapidement que prévu dans certaines catégories, entraînant un affaiblissement général de la dynamique et de l'inflation des biens essentiels.

Malgré un ralentissement des chiffres de l'inflation américaine, la Fed devrait maintenir sa politique monétaire « plus élevée pour plus longtemps »

Contribution à l'IPC sous-jacent



Viscosité de l'inflation – Fed d'Atlanta



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au mardi 22 novembre 2022. Comparaison en glissement annuel des points de données mensuels.

AMUNDI INSTITUTE

Réaction de la Fed

Nous pensons qu'il existe une pression haussière sur le taux terminal, étant donné la vigueur des marchés du travail et la détermination de la Fed à lutter contre l'inflation. La Fed considère que le rapport risque/bénéfice d'un resserrement excessif de sa politique monétaire est favorable. En effet, un tel resserrement lui permettrait de maîtriser l'inflation dès maintenant, sachant qu'ultérieurement elle pourrait, si nécessaire, soutenir l'activité économique en recourant aux nombreux outils dont elle dispose. **À noter que la Fed entend se fonder sur les chiffres d'inflation tels qu'ils sont et sans chercher à élaborer de narratif, sa dernière interprétation de l'« inflation transitoire » s'étant avérée en décalage avec la réalité. Elle se concentre donc désormais sur le niveau auquel elle doit relever ses taux d'intérêt et sur la durée de leur maintien en territoire restrictif.**

Incidences en termes d'investissement

L'inflation persistante, même si elle est en voie de décélération, souligne la nécessité de maintenir une stratégie de diversification au-delà des classes d'actifs traditionnelles actions/obligations, pour inclure, entre autres, les actifs réels et les matières premières. Ceci permettrait aux investisseurs de se concentrer sur les performances corrigées de l'inflation et, en même temps, d'inclure une protection du portefeuille par le biais de l'or ou des bons du Trésor américain. Toutefois, étant donné que les pressions sur les performances s'exercent des deux côtés (ralentissement de la croissance et inflation élevée), il est crucial de maintenir une position globalement active.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rester bien diversifié, exploiter la valeur relative



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Dans un contexte de visibilité limitée, nous restons bien diversifiés et confirmons notre position positive sur la duration, tout en procédant à quelques ajustements tactiques

La récession des bénéfiques, le resserrement des banques centrales (avec des divergences en termes de communication prospective) et l'inflation toujours élevée constituent les principales préoccupations du marché. La modération de l'inflation américaine a récemment été un développement positif, mais il faudra que cette baisse soit durable pour infléchir le positionnement de la Fed, condition clé pour nous permettre d'adopter un positionnement constructif sur les actifs risqués. Pour le moment, l'actualité du Covid en Chine, les tensions géopolitiques et les inquiétudes relatives aux bénéfiques ne nous permettent pas de revenir sur notre attitude prudente. Cependant, nous voyons des opportunités tactiques sur les actions, surtout en termes de valeur relative. **Cette approche doit être complétée par une meilleure diversification et une protection du portefeuille au moyen des matières premières (pétrole) et de l'or**, sur lesquels nous sommes constructifs afin d'améliorer les performances réelles et la couverture.

Des idées à conviction forte

Concernant les actions, nous avons modifié notre position tactique à neutre, en réduisant notre prudence vis-à-vis de l'Europe et en explorant la valeur relative aux États-Unis, avec une préférence pour les petites capitalisations par rapport aux valeurs de croissance chères. Nous nous tenons toutefois prêts à ajuster cette vue dans une direction plus prudente compte tenu de l'évolution des bénéfiques. La décote des petites capitalisations par rapport aux grandes capitalisations est à des niveaux extrêmes et leurs performances relatives commencent à s'améliorer. Cependant, l'Europe est confrontée à des risques stagflationnistes plus

élevés, de sorte que nous conservons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe, à l'égard de laquelle nous restons défensifs. Sur les marchés émergents, nous maintenons une exposition neutre aux actions chinoises, avant une possible amélioration des perspectives en 2023. **En ce qui concerne les obligations, nous confirmons notre positionnement constructif sur la duration américaine.** En effet, les marchés intègrent désormais un taux final plus élevé tandis que le resserrement abrupt de la Fed augmente le risque d'atterrissage brutal aux États-Unis, de sorte que les valorisations des obligations du Trésor américain semblent attractives. La Fed pourrait ralentir le rythme de ses hausses pour évaluer l'effet de celles qui ont déjà été réalisées. Quoi qu'il en soit, nous surveillons activement notre position afin de nous prémunir contre tout mouvement des rendements contraire à nos attentes. De manière générale, nous nous intéressons à toutes les zones géographiques, y compris le Royaume-Uni, où nous évaluons les opportunités liées aux dernières annonces budgétaires.

Concernant les marchés périphériques, nous avons ajusté notre position sur la courbe des taux italienne dans le contexte de la communication plus accommodante de la BCE. Nous conservons une opinion légèrement positive sur le *spread* BTP-Bund à 10 ans, le nouveau gouvernement italien assurant qu'il poursuivra sur la voie de la discipline budgétaire.

Nous maintenons notre opinion légèrement optimiste sur l'IG américain. Les fondamentaux et les bilans des entreprises sont robustes, leur liquidité est élevée avec un bon niveau de couverture des intérêts et le risque de refinancement de la dette est faible

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 évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes. *Nous avons adopté une exposition tactique neutre aux actions, tout en conservant une approche prudente dans un contexte économique fragile et en nous tenant prêts à réduire notre exposition globale. **Nous avons légèrement revu à la hausse notre exposition, sans impact significatif sur le niveau de conviction global.

GESTION
DIVERSIFIÉE

à court terme. Nous continuons également à penser que l'IG européen devrait surperformer le HY. Ce dernier serait plus vulnérable en cas de récession, notamment dans les segments de faible qualité si les taux de défaut (sous contrôle pour l'instant) augmentent. **Le dollar reste le pilier de notre stratégie en matière de devises des pays développés, mais nous constatons aujourd'hui certaines vulnérabilités dans l'équilibre risque/rendement du dollar.** Par conséquent, tout en restant positifs sur le billet vert, nous pensons qu'il convient de se diversifier en s'intéressant au yen et au franc suisse. La prudence reste en revanche de mise sur l'euro. Nous sommes actuellement défensifs sur la livre sterling par rapport au dollar et au franc suisse, en raison de l'affaiblissement de l'économie britannique. En revanche, nous maintenons nos positions sur les paires USD/EUR et NOK/CAD, car les économies cycliques et leurs devises respectives devraient rester sous pression à court terme. Dans les pays

émergents, nous ne sommes plus positifs sur la paire IDR/CNH, les aléas de la réouverture post-confinement en Chine pouvant générer de la volatilité. En Amérique latine, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire BRL/USD. Les marchés intègrent déjà beaucoup d'incertitude concernant l'action du nouveau gouvernement brésilien à un moment où le pays devrait bénéficier de l'amélioration de sa situation macro-économique.

Risques et couvertures

La couverture et la diversification sont des piliers essentiels de notre stratégie cross asset. Nous sommes à présent positifs sur le pétrole, compte tenu des difficultés pesant sur l'offre et de l'éventuelle interdiction du brut russe par l'UE. Par ailleurs, l'or pourrait offrir une protection efficace des portefeuilles, étant donné ses caractéristiques de valeur refuge et de couverture contre l'inflation. Il convient également de maintenir les couvertures sur le HY et les actions américaines.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Jouer le thème du « retour des obligations »
en misant sur la qualité



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Avant de modifier son attitude, la Fed attendra d'observer des signes concrets de modération de l'inflation, sans se contenter d'un chiffre montrant ponctuellement une baisse. **Cela implique le maintien d'une trajectoire de resserrement (même si la Fed a décidé de ralentir ses hausses de taux) et augmente les risques de récession à l'approche de l'année prochaine.** C'est pourquoi la communication prospective de la Fed et de la BCE est de plus en plus importante pour les anticipations d'inflation et les actifs risqués. Sur ce dernier point, si les taux restent en territoire restrictif et que la situation économique se dégrade, la volatilité des *spreads* pourrait augmenter malgré le récent resserrement. **Il est donc préférable de ne pas renforcer le risque et de saisir les opportunités dans les segments résilients du marché IG américain et de la dette émergente en devises fortes avec une sélection bottom-up rigoureuse.** À cet égard, nous surveillons la liquidité et les perspectives de défaut sur les marchés du crédit.

Obligations mondiales et européennes

Nous avons réduit notre exposition légèrement prudente sur la durée, qui intègre des positions défensives en Europe, au Royaume-Uni et au Japon. Toutefois, étant donné que l'approche de la BCE se construit de « réunion en réunion », nous restons flexibles pour nous y adapter et recherchons des opportunités sur l'ensemble des courbes. La dette chinoise continue d'offrir des atouts en termes de diversification. En ce qui concerne les points morts d'inflation, bien que nous soyons positifs aux États-Unis et

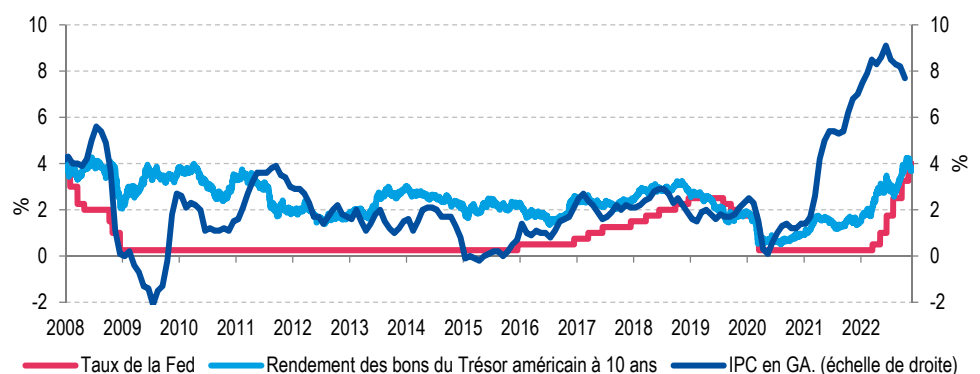
en Europe, nous avons légèrement réduit notre position aux États-Unis. **Les *spreads* de crédit se sont contractés récemment, mais il convient de conserver une exposition neutre/légèrement positive,** car la volatilité des *spreads* peut augmenter si la politique monétaire et les bénéfices deviennent défavorables. Ceci vaut en particulier pour les entreprises excessivement endettées. Nous continuons à privilégier le crédit de qualité supérieure (IG), à maturité courte avec de bonnes réserves de liquidités. Nous voyons d'un bon œil le secteur de l'automobile, mais surveillons la façon dont la hausse des taux pourrait affecter le secteur de l'immobilier.

Obligations américaines

Les récents mouvements du marché montrent de l'exubérance après la publication des chiffres d'inflation et les déclarations de la Fed, mais nous pensons que même si celle-ci ralentit le rythme de ses hausses de taux, cela n'implique pas un assouplissement de la politique monétaire ou des conditions financières. D'un autre côté, le climat de consommation se fragilise, comme le montrent les enquêtes auprès des consommateurs et les impayés de cartes de crédit. **Nous maintenons donc notre exposition neutre/légèrement constructive sur la durée dans le cadre d'une approche active,** avec un biais haussier en cas de remontée des rendements des obligations du Trésor américain. Il est important de ne pas négliger les risques de liquidité et de refinancement de la dette des entreprises. Nous recommandons donc de conserver une exposition au risque stable, avec une **préférence pour le crédit IG de**

Nous pensons qu'au lieu d'un ralentissement ponctuel de l'inflation, la Fed va probablement évaluer la tendance de l'inflation, les marchés du travail et le climat général de consommation avant de modifier sa ligne de conduite

La Fed continuera à surveiller la tendance de l'inflation



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 15 novembre 2022.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

qualité supérieure par rapport au HY. Dans la catégorie IG, nous privilégions les valeurs financières par rapport aux valeurs non financières, compte tenu de la valorisation relative des *spreads* et du niveau satisfaisant des fonds propres réglementaires des premières. Les produits de titrisation sont soutenus par les revenus des consommateurs qui restent bons, mais nous sommes sélectifs, car la volatilité reste élevée et la liquidité faible. Nous accordons une importance particulière aux collatéraux afin de minimiser les risques liés aux MBS.

Obligations des marchés émergents

Nous restons légèrement défensifs sur la duration, mais sommes attentifs à la stabilisation potentielle des taux américains. Nous **privilégions les obligations en devises**

fortes, car leurs *spreads* offrent un portage attractif mais, concernant les obligations en devises locales, nous sommes très sélectifs en raison des divergences régionales d'inflation. Au niveau des pays, l'Indonésie et le Brésil (tendance baissière de l'inflation) semblent attractifs. Nous sommes également constructifs sur les pays exportateurs de pétrole.

Devises

Nos vues stratégiques privilégiant l'USD et la prudence sur l'EUR et le GBP restent inchangées. En revanche, nous percevons des opportunités sur le BRL pour exploiter toute hausse de l'appétit pour le risque ou un éventuel changement de tendance du dollar américain. De plus, nous sommes positifs sur le MXN et le CLP, mais prudents sur l'EUR.

ACTIONS

Des opportunités sur fond de dispersion élevée



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Un déplacement vers les capitalisations boursières de plus petite taille pourrait permettre de découvrir des entreprises dont les valorisations et le potentiel de performance sont attractifs, mais nous restons très sélectifs

Évaluation globale

La hausse des taux et le ralentissement de la croissance mettent sous pression les bénéficiés des entreprises. Les résultats du troisième trimestre, en grande partie déjà publiés, ont en général montré une certaine résilience, mais les perspectives pour 2023 ne sont pas favorables. Nous anticipons une poursuite des révisions baissières des prévisions, déjà prise en compte dans les valorisations de nombreuses entreprises, mais avec une dispersion élevée jouant en faveur de la sélection de titres. Par ailleurs, les tensions sur l'approvisionnement, qui provoquaient jusqu'ici des pénuries, se manifestent désormais sur le front de la consommation. Au Royaume-Uni, par exemple, la hausse des prix de l'énergie affecte les dépenses discrétionnaires. **Nous privilégions donc l'analyse fondamentale, avec une préférence pour les valeurs décotées, la qualité et les entreprises à hauts dividendes.**

Actions européennes

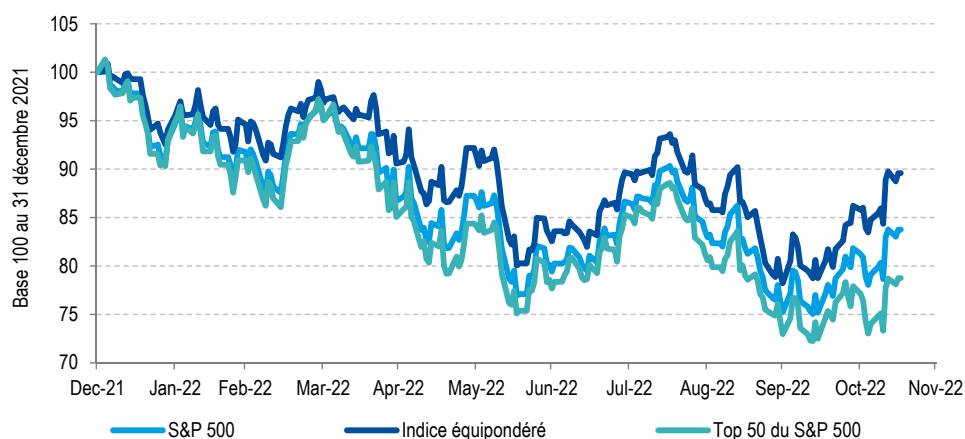
Nous maintenons notre approche équilibrée privilégiant, d'une part, la consommation non cyclique défensive, d'autre part, les cycliques de qualité. Nous continuons de nous intéresser aux entreprises présentant des bilans solides, un pouvoir de fixation des prix et une capacité à générer des flux de trésorerie. La robustesse face à la dégradation de la situation économique et au défi de l'inflation sera déterminante. De telles opportunités existent dans les secteurs défensifs et cycliques.

Nous considérons favorablement les banques de détail, car, contrairement à certaines autres valeurs cycliques, leurs marges nettes d'intérêts et leurs bénéfices profiteront de la hausse des taux. En outre, leurs prix actuels n'intègrent que des perspectives très faibles. Inversement, nous sommes relativement prudents sur les services aux collectivités, en raison du risque réglementaire, et sur le secteur technologique, car les valorisations sont excessives au vu du contexte macroéconomique. De manière générale, nous restons à l'affût d'opportunités titre par titre dans tous les secteurs

Actions américaines

Nous observons des zones de fragilité sur le marché et des écarts de valorisation dans les différents secteurs, les indices équilibrés surperformant le S&P 500 dont les plus grosses capitalisations ont un poids très important. **De plus, les prévisions de bénéfices pour 2023 restent insuffisamment prudentes et sont incompatibles avec notre vision d'un ralentissement de la croissance. Cet ensemble d'éléments forme une toile de fond intéressante pour la sélection de valeurs.** Nous sommes, en particulier, réservés à l'égard des entreprises de croissance coûteuses et non rentables, mais positifs vis-à-vis des entreprises décotées de qualité qui ont corrigé et conservent un potentiel de croissance des bénéficiés. Nous complétons cette démarche par une approche fondée sur les valorisations, qui nous permet d'être prudents à l'égard des valeurs défensives chères, des produits

Actions des É.-U. : Sous-performance des mégacapitalisations, opportunités dans les capitalisations de plus petite taille



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 16 novembre 2022.

ACTIONS

de base, des services aux collectivités, de l'immobilier et des grandes capitalisations. Nous sommes également défensifs concernant les méga-capitalisations. En revanche, les prix de certaines entreprises cycliques de qualité, deviennent attractifs après qu'elles ont été malmenées. Au niveau sectoriel, nous privilégions les banques, la santé et certains produits de consommation. Les banques présentent un bon potentiel de performance, mais, en cohérence avec notre approche *bottom-up*, nous sommes convaincus que le risque de crédit est un facteur de différenciation important dans ce segment.

Actions émergentes

Les valorisations des marchés émergents sont attractives et les prévisions de bénéfices s'améliorent, mais nous restons sélectifs dans cet univers fragmenté. Nos principales convictions pays sont le Brésil (révision à la hausse) et les Émirats arabes unis. En Asie, l'économie chinoise devrait rebondir après le réajustement de la politique zéro-Covid, mais davantage de visibilité est nécessaire sur ce front. Nous restons neutres et flexibles pour l'instant. Au niveau sectoriel, nous préférons la consommation discrétionnaire et l'immobilier, mais sommes prudents sur la santé et les valeurs financières chinoises.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		Nous observons un rebond des actions dans un marché à tendance baissière. Les investisseurs essaient d'anticiper un changement de cap de la Fed, qui dépend des perspectives d'inflation et de la vigueur de la consommation. Nous abordons cette phase avec une approche sélective, en faisant preuve de prudence vis-à-vis des méga-capitalisations et en nous concentrant sur les entreprises disposant de modèles économiques solides et capables de rémunérer leurs actionnaires minoritaires par le versement de dividendes.
	Actions US Value	+		Les actions décotées mais de bonne qualité sont à privilégier en période de ralentissement de la croissance économique. Cependant, dans notre recherche d'opportunités, nous évaluons toujours la résilience des bénéficiaires au regard des valorisations actuelles des actions.
	Actions US Croissance	-		Les valeurs de croissance ont continué à sous-performer cette année dans un contexte de resserrement de la politique monétaire. Nous nous intéressons toutefois à certaines valeurs technologiques qui ont corrigé cette année, tout en restant prudents sur les valeurs de croissance en tant que catégorie.
	Europe	-	▲	En Europe, les bénéficiaires des entreprises et les marchés d'actions seront affectés par la crise du coût de la vie. Un rebond à court terme est toutefois possible, un discours plus accommodant de la BC pouvant stimuler temporairement les marchés, même si nous maintenons un positionnement prudent. Des mesures concrètes de la BC et des révisions à la hausse des bénéficiaires seront nécessaires avant que nous soyons convaincus d'une évolution cyclique.
	Japon	=		Le marché japonais, orienté vers l'exportation, est tiré par les valeurs cycliques, notamment l'industrie et la consommation discrétionnaire qui pourraient être pénalisées par un ralentissement de la croissance économique mondiale. Cependant, les fluctuations du yen peuvent avoir une incidence sur ce point, et nous restons neutres.
	Chine	=		Les marchés évoluent en fonction de l'actualité du Covid. Nous attendons néanmoins davantage de précisions concernant la mise en œuvre de la politique sanitaire par le gouvernement à moyen terme. Pour l'heure, notre position reste neutre et nous évaluons l'évolution du pays vers un modèle de croissance axé sur la « prospérité commune » et la consommation intérieure ainsi que les risques géopolitiques.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les tensions géopolitiques, les risques idiosyncrasiques et la demande intérieure sont déterminants pour nos vues sur les pays émergents, qui restent un terrain propice à la sélection de titres. Nous considérons favorablement les pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et les Émirats arabes unis, mais restons prudents vis-à-vis de Taïwan et de certains pays d'Asie du Sud-Est, dont les Philippines et la Malaisie.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+	▲	La prise en compte par les marchés d'un taux terminal plus élevé qu'auparavant, les valorisations attractives des obligations du Trésor américaines et le risque de ralentissement de la croissance économique dressent un tableau constructif. Cependant, même si les derniers chiffres de l'inflation ont été inférieurs aux attentes, nous pensons que la Fed évaluera la tendance de l'inflation avant de modifier sa politique de resserrement. Nous restons très actifs. Les rendements réels deviennent également attractifs, notamment sur les maturités intermédiaires.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> IG seront probablement déterminés par les fondamentaux des entreprises, les rendements américains et les anticipations d'inflation. Les derniers mouvements de taux ont soutenu le resserrement des <i>spreads</i> , mais nous restons légèrement positifs sur le marché IG de haute qualité. Toutefois, nous pensons que la sélectivité reste de mise, les investisseurs devant être attentifs à d'éventuelles tensions sur le refinancement et la liquidité.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Face aux inquiétudes liées à la détérioration du contexte économique et des bénéficiaires, nous restons prudents sur le haut rendement, car les entreprises dont les bilans sont fragiles et les niveaux de trésorerie faibles seront plus durement touchés. Nous sommes attentifs au risque de liquidité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Les dernières hausses de taux de la BCE, bien que conformes à nos prévisions, ont été accompagnées par une communication plutôt accommodante. Cependant, une récession économique semble probable en Europe. Nous conservons donc une exposition quasi neutre sur la duration des pays du cœur de la zone euro. Sur les marchés périphériques comme l'Italie, l'engagement du nouveau gouvernement à respecter la discipline budgétaire est positif, mais nous restons vigilants.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Le ralentissement de la croissance économique et les tensions géopolitiques ne sont pas favorables au crédit et pourraient accroître la volatilité des <i>spreads</i> , même si les récents messages de la BCE ont soutenu les marchés IG. Pour nous, la soutenabilité des flux de trésorerie et la capacité des entreprises à gérer d'éventuelles difficultés de refinancement sont des points essentiels dans l'environnement économique actuel.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Les <i>spreads</i> du HY résistent bien, en raison de l'offre limitée et des bénéfices encore solides des entreprises, mais les risques de détérioration des fondamentaux demeurent. Nous sommes donc prudents vis-à-vis du HY, avec une attention particulière au coût du capital à la liquidité.
	Govies Chine	=/+		Nous nous attendons à ce que les obligations chinoises continuent à bénéficier du soutien de la politique monétaire et qu'elles conservent leur avantage en termes de diversification pour les investisseurs internationaux. Cette classe d'actifs devrait en outre bénéficier d'un éventuel ralentissement de la croissance en Chine.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Malgré le resserrement récent des <i>spreads</i> , les valorisations des obligations émergentes en devises fortes sont attractives d'un point de vue historique. La stabilisation des obligations du Trésor américaines, les prix élevés du pétrole et les différentiels de croissance favorables aux pays émergents par rapport aux pays développés devraient être positifs pour les obligations en devises fortes, parmi lesquelles nous préférons le segment HY au segment IG. Nous sommes prudemment optimistes concernant le Brésil (économie saine, inflation en baisse) et vigilants quant au risque de défaut.
	Émergents Dette en devise locale	=		Dans un contexte de divergences en matière d'inflation et, par conséquent, de différences dans le rythme de resserrement des politiques monétaires, nous restons très sélectifs en ce qui concerne la dette en devises locales et maintenons une position prudente sur les devises des pays émergents. À cet égard, nous surveillons les mouvements du dollar et tout signe de changement d'orientation de la Fed.
AUTRES	Matières premières			Les pressions sur l'offre et les tensions géopolitiques (Iran/Arabie saoudite, UE/Russie) devraient soutenir le pétrole, qui pourrait faire office de diversificateur à court terme. Nous sommes toutefois attentifs aux risques liés à un ralentissement économique. L'or a souffert cette année de la hausse des taux réels, mais nous pensons qu'il jouera désormais son rôle de valeur refuge si l'économie se dégrade. À l'horizon 2023, un éventuel changement de cap de la Fed sera également positif.
	Devises			Nous restons constructifs sur le dollar, mais pensons que les marchés vont maintenant tester la Fed en prévision d'un revirement accommodant. Nous maintenons notre vue négative sur la livre sterling.

LÉGENDE



Source : Amundi, au vendredi 27 novembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émergentes libellées en devise forte/devise 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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities Policies
Sovereign Bonds High Forecasts
Fixed Income Yield Real Estate

INFORMATION IMPORTANTE

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 30 novembre 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 décembre 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 - Charles O'Rear

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, C/O Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur Plateformes d'investissement

ZHAO Ethan, Analyste crédit

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

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

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication