

VUES DES CIO

Correction des valeurs technologiques et tentation obligataire



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Le deuxième trimestre de cette année est de plus en plus difficile pour les valeurs technologiques et fait resurgir le souvenir de l'éclatement de la bulle technologique des années 2000. La prise en compte dans les cours du durcissement de ton de la Fed a été brutale, les rendements réels ont augmenté (le taux des emprunts d'État indexés sur l'inflation à 10 ans est devenu positif pour la première fois depuis 2020) et sur le front des rendements nominaux, le 10 ans américain a temporairement atteint la barre des 3 %, avant de retomber près de 2,75 % en raison des inquiétudes sur la croissance économique. Les taux sont à présent à un niveau qui pourrait exiger un recalibrage des allocations d'actifs.

Les principaux thèmes à observer pour détecter les orientations à venir du marché sont les suivants :

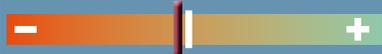
- 1. Risques de stagflation :** la lutte croissance-inflation évolue de manière inégale au niveau mondial, le thème principal étant le passage d'une inflation croissante associée à une croissance robuste à une croissance plus faible associée à une inflation élevée persistante. Pour tenir compte de cette évolution, notre scénario central intègre d'ores et déjà des divergences régionales (récession technique pour la zone euro vs croissance américaine inférieure au potentiel mais sans récession en 2022).
- 2. Perspectives économiques de la Chine :** nous tablons sur une croissance de 3,5 % en 2022, compte tenu du ralentissement généralisé de l'activité économique depuis mars, du confinement prolongé à Shanghai et de l'expansion des restrictions sanitaires à d'autres régions. Ces facteurs pèseront sur la croissance, en particulier au deuxième trimestre, mais nous anticipons un rebond au deuxième semestre, grâce à un soutien politique plus marqué.
- 3. Banques centrales :** dans leur lutte contre l'inflation et, surtout, pour préserver leur crédibilité, les banques centrales devront continuer à se concentrer sur la communication tout en restant de facto en retard sur l'inflation. Dans cette bataille, la BCE est confrontée à des difficultés plus importantes que les autres banques centrales, l'impact du conflit Russie-Ukraine et du resserrement des conditions financières étant inégal entre les pays. L'endettement élevé et les risques économiques plus importants dans les pays périphériques de l'euro pourraient avoir une incidence sur la marge de manœuvre de la BCE.
- 4. Marchés et prévisions de croissance des bénéficiaires :** nous pensons que les prévisions de bénéficiaires restent globalement trop ambitieuses. Nous tablons sur une croissance des BPA américains de l'ordre de 5 à 9 %, ceux-ci étant soutenus par les rachats d'actions (consensus à 9,8 %) et sur une éventuelle récession des bénéficiaires en Europe.

Ceci implique qu'on peut difficilement anticiper une fin prochaine de la faiblesse actuelle du marché. Il convient donc de réaliser quelques ajustements, tout en conservant une position globalement neutre sur le risque.

- **D'un point de vue multi-actifs, nous pensons qu'il faut diversifier davantage, mais sans pour autant augmenter le risque.** Pour ce faire, nous sommes désormais **légèrement plus prudents sur les actions** – en particulier en ce qui concerne l'Europe et bien que nous soyons **plus positifs sur le crédit investment grade américain**, nous maintenons notre préférence relative pour les actions américaines dans un contexte de prévisions de croissance plus résiliente de l'économie américaine et de potentiel de croissance des bénéficiaires plus élevé sur le marché des actions américaines. Nous sommes également **positifs sur le pétrole** à des fins de diversification et comme couverture contre le risque géopolitique qui reste élevé.
- **Côté obligations, nous avons encore réduit notre positionnement court sur la durée** – en Europe en particulier, mais aussi aux États-Unis, et nous pensons qu'**il faut tendre vers la neutralité**. Après les évolutions récentes, les risques sur les rendements nominaux sont maintenant plus symétriques, car d'un côté, l'inflation pose un risque à la hausse, tandis que de l'autre, l'incertitude géopolitique et économique favorise un mouvement à la baisse. En ce qui concerne le crédit, nous continuons à nous concentrer sur la qualité et nous sommes plus prudents sur les segments plus risqués en Europe. Nous maintenons notre opinion positive sur la dette émergente en devise forte compte tenu des valorisations attractives et de l'exposition aux exportateurs de matières premières qu'elle offre. En ce qui concerne les devises, nous conservons une opinion positive sur le dollar américain face à l'euro.
- **L'incertitude quant aux actions reste élevée, car les marchés sont en train de réévaluer la trajectoire à venir des bénéficiaires.** Sur le plan géographique, nous continuons à privilégier

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Nous adoptons un positionnement légèrement prudent sur le risque et renforçons notre diversification multi-actifs. Nous continuons à miser sur les actions américaines au détriment des européennes.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Vers un positionnement neutre sur la durée qui n'est plus que légèrement court.
- ▶ Approche plus constructive du crédit IG américain, mais prudente sur le crédit plus risqué.
- ▶ Considération du pétrole à des fins de diversification.

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

les États-Unis par rapport à l'Europe et restons neutres sur les marchés émergents. Nous conservons notre préférence pour le style *value*, mais **avec un biais renforcé pour la qualité**. Dans les marchés émergents, nous sommes devenus plus prudents vis-à-vis de l'Asie en raison des pressions inflationnistes et des valorisations chères, tandis que nous restons positifs sur le Brésil, les Émirats arabes unis et l'Indonésie. En Chine, la plupart des mauvaises nouvelles ont déjà été prises en compte : un rebond économique, associé à une réglementation plus souple, devrait ouvrir la voie à un rebond au second semestre.

La « grande réévaluation » des actions et des obligations n'est peut-être pas encore terminée, mais une pause et la poursuite de la rotation du marché sont probables dans l'attente de plus de clarté sur les perspectives d'inflation et de croissance. En ces temps incertains, il est conseillé de continuer à se concentrer sur une sélection *bottom-up* qui permettra de repérer les entreprises les plus résilientes, mais il faut également rechercher les opportunités sur les titres qui ont été exagérément pénalisés durant la phase de réévaluation.

AMUNDI INSTITUTE

Fin de la « grande coïncidence » du dosage macroéconomique



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Les banques centrales ont dû relever leurs taux et réduire les liquidités dans un contexte de stagflation imminente.

Elles auront néanmoins tendance à privilégier un certain laisser-faire et à laisser filer l'inflation pour préserver la croissance

La phase de « grande coïncidence » du dosage macroéconomique, arrivée à son terme, sera bientôt suivie de réductions des déficits budgétaires. Celles-ci s'accompagneront d'une diminution de l'épargne des ménages et d'une pression accrue sur les bénéfices des entreprises sur fond de négociations salariales. **La croyance largement répandue selon laquelle les dépenses budgétaires sont effectivement illimitées (une sorte de « cadeau budgétaire ») va être mise à rude épreuve. Sur le plan monétaire, nous assistons à la fin de l'argent ultra bon marché.** En effet, les banques centrales ont dû relever leurs taux et réduire les liquidités dans un contexte de stagflation imminente. Elles auront néanmoins tendance à privilégier un certain laisser-faire et à laisser filer l'inflation pour préserver la croissance. Et si le débat public s'est jusqu'ici concentré sur l'aspect monétaire, il faut examiner le dosage macroéconomique dans son ensemble pour comprendre le nouveau rôle de la politique monétaire. Je vois trois scénarios possibles pour l'avenir :

- 1. Poursuite de l'expansion budgétaire et normalisation monétaire.** Une telle évolution semble difficile, dans la mesure où la normalisation monétaire a un effet destructeur sur la marge de manœuvre budgétaire, rendant insoutenable le poids de la dette. De plus, les responsables politiques devront prévoir un filet de sécurité afin de pouvoir continuer à manœuvrer en cas de récession. Le principal risque dans ce scénario est le *timing* : les autorités monétaires fermant les robinets trop rapidement ou les autorités budgétaires intervenant trop tard. Pour les marchés, ce scénario suppose une nouvelle réévaluation (à la baisse) des actifs risqués, en particulier des actions sensibles aux taux d'intérêt.
- 2. Les banques centrales laissent filer l'inflation quelque temps pour permettre une nouvelle impulsion budgétaire.** Ce scénario permet d'optimiser le compromis entre croissance et inflation et de provoquer un ralentissement économique contrôlé. Dans ce scénario, les investisseurs devront chercher à contrer l'inflation au moyen d'actions à dividendes et d'actifs réels.
- 3. Expansion budgétaire et accommodation totale de la banque centrale bouleversant toutes les prévisions d'inflation avec des niveaux auxquels la plupart des gens n'avaient jamais été confrontés jusqu'ici.** Ce serait une sorte de régime des années 70, avec une inflation élevée, une croissance nominale, des corrections des taux nominaux induites par le marché, des ajustements de toutes les primes de risque et des valorisations à l'équilibre. À part les liquidités et les actifs réels, les investisseurs auraient peu d'endroits où trouver refuge.

L'opinion publique privilégie essentiellement la première option. La deuxième ou la troisième nous paraissent plus probables. **Les dépenses budgétaires doivent soutenir de nouveaux biens publics essentiels (transition énergétique, autonomie sociale et stratégique) et les banques centrales devront composer avec ces priorités.** Ceci vaut particulièrement pour l'Europe, où les autorités monétaires doivent combler le vide laissé par l'absence de règles budgétaires crédibles. Le scénario le plus défavorable serait celui d'une stagflation généralisée et si rien n'est fait sur le plan budgétaire, il y aura mécaniquement un resserrement du dosage macroéconomique, ce qui inversera la tendance de ces dernières années.

AMUNDI INSTITUTE

Expansion de l'OTAN : un tournant décisif pour l'ordre géopolitique



Didier BOROWSKI,
Responsible Global Views,
Amundi Institute

La Finlande et la Suède ont annoncé leur intention d'adhérer à l'OTAN, mettant fin à des décennies de neutralité/non-alignement. C'est là un véritable séisme, avec des conséquences majeures pour l'ordre géopolitique régional. Les deux pays ont immédiatement estimé que l'invasion russe de l'Ukraine pouvait menacer leur souveraineté. Les Suédois et les Finlandais ont toutefois pris soin de préciser que leur adhésion était défensive et visait avant tout à renforcer leur sécurité. Pour preuve, la Suède pose deux conditions à sa candidature : aucune base de l'OTAN et aucune arme nucléaire sur son territoire.

La Finlande et la Suède présentent un intérêt stratégique pour l'OTAN. Les équipements de haute technologie dont dispose la Suède permettent de recueillir des renseignements dans toute la région de la mer Baltique. Quant à la Finlande, elle compte près de 900 000 réservistes, qui pourraient constituer une force de défense importante pour l'OTAN. Pendant le processus d'adhésion, qui pourrait s'étendre sur une année entière, les deux pays candidats ne seront pas protégés par l'article 5 du traité de l'OTAN, qui prévoit l'assistance mutuelle des États membres en cas d'agression. C'est pourquoi **les États-Unis et le Royaume-Uni ont d'ores et déjà déclaré qu'ils soutiendraient les deux pays en cas d'attaque durant le processus d'adhésion.**

Le président Erdogan a menacé de mettre son veto à leur adhésion, sans doute pour tirer profit de l'absence de son veto. Selon toute vraisemblance, le président turc cherche à assurer la livraison d'équipements militaires américains à son pays. De plus, Erdogan demande aux deux pays candidats de renoncer à soutenir les rebelles du PKK, réfugiés sur leurs territoires.

La Russie a qualifié cette demande d'adhésion à l'OTAN de « grave erreur » aux « conséquences considérables ». La Russie a coupé les livraisons de gaz à la Finlande, mais n'a ni les moyens ni l'envie de se confronter à l'OTAN. Les mesures de représailles pourraient toutefois prendre de nombreuses autres formes (cyberattaques, mesures d'intimidation telles que des violations de l'espace aérien, etc.).

Notre opinion : l'invasion de l'Ukraine a perturbé les perspectives de croissance à moyen terme de la Suède et de la Finlande (choc d'incertitude). Leur adhésion contribuera à restaurer la confiance des acteurs économiques locaux et pourrait encourager les investissements étrangers. En outre, le processus de candidature devrait accélérer la réflexion sur la nécessité de renforcer la défense européenne.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rotation de l'allocation du risque des actions vers le crédit Investment Grade



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Les préoccupations croissantes sur les perspectives économiques exigent une réallocation du risque des actions vers le crédit de qualité, qui semble plus attractif après la récente réévaluation

Les inquiétudes croissantes en matière d'inflation, ainsi que les tensions géopolitiques, le resserrement quantitatif (QT) et les restrictions sanitaires en Chine engendrent deux grands risques. Le premier concerne l'assèchement de la liquidité provoqué par le QT et le second la compression des marges des entreprises, ce qui sous-entend qu'il ne faut pas négliger le risque de récession des bénéficiaires qui n'est actuellement pas pris en compte par les marchés. Sur une note plus positive, la consommation reste vigoureuse, les marchés du travail sont tendus et les bilans des entreprises sont sains, en particulier aux États-Unis.

Par conséquent, **il convient de jouer la résilience relative des États-Unis, en investissant notamment dans le crédit IG américain, tout en se montrant plus prudent vis-à-vis des actions cycliques, en particulier en Europe.** Nous continuons de miser sur les matières premières à des fins de diversification et sommes **désormais positifs sur le pétrole**, dont l'offre restreinte continuera de soutenir le marché haussier, malgré le fléchissement de la demande imputable au ralentissement économique.

Nos idées fortes

Notre position est défensive sur les actions des pays développés, où nous sommes prudents vis-à-vis de l'Europe et où nous misons sur une préférence relative pour les actions américaines contre les actions européennes. Cette position résulte d'une volonté de réduire l'exposition cyclique en cette phase de ralentissement et d'éviter les zones les plus exposées aux répercussions de la guerre Russie-Ukraine. Nous sommes neutres sur les actions des pays émergents, mais sommes conscients de l'impact des

restrictions sanitaires sur la croissance chinoise et restons vigilants sur ce point.

Pour ce qui est de la durée, nous maintenons une position légèrement prudente aux États-Unis et, dans le reste du monde, continuons d'explorer les opportunités au niveau des pays et des courbes de rendement. En Europe, nous maintenons notre préférence relative pour l'Italie par rapport à l'Allemagne sur l'échéance à 10 ans et avons abandonné notre position positive sur la France par rapport à l'Allemagne, la prime de risque politique s'étant estompée après l'élection présidentielle. Nous anticipons une pentification de la courbe de rendement britannique du segment de 2 à 10 ans, car la BoE a manifesté un biais légèrement accommodant face à la détérioration des perspectives. Les rendements à 2 ans intègrent actuellement un durcissement radical, mais pourraient baisser. Les rendements à 10 ans devraient remonter sous l'effet du QT.

Nous avons abandonné notre biais positif pour le 10 ans australien face à celui du Royaume-Uni, car la hausse de taux surprise de la Banque de réserve d'Australie face aux pressions inflationnistes implique un ton plus agressif que celui de la BoE.

Après avoir adopté une attitude constructive sur l'EMBI le mois dernier, **nous continuons à renforcer notre préférence pour le crédit et les obligations des pays émergents en adoptant une position positive sur l'IG américain.** Ce choix s'appuie sur la solidité du contexte macroéconomique des États-Unis, sur les fondamentaux positifs des entreprises (bilans solides avec des niveaux de liquidité et des ratios de couverture élevés), sur le faible risque de refinancement de la dette à court terme et sur la stabilité de l'endettement. Les valorisations semblent également plus

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

attractives suite à l'élargissement récent des *spreads*. Le sentiment reste prudent sur les actifs risqués, mais en cas d'élargissement, les titres IG américains seraient d'après nous les plus résilients.

Nous continuons à rechercher des opportunités sur le marché des devises, car les divergences entre les profils économiques et inflationnistes et les politiques monétaires offrent des thèmes intéressants à jouer. Nous continuons notamment à être prudents sur l'euro face au yen et au dollar et compte tenu des pressions inflationnistes actuelles, les valorisations de l'euro sont moins attractives face au billet vert. Nous conservons notre opinion positive sur la paire CHF/EUR et notre biais pour l'USD face au CAD, ce dernier étant une monnaie cyclique qui pourrait être mise à mal dans

un environnement de ralentissement de la croissance. Nous ne sommes plus constructifs sur l'USD face au NZD, car la dépréciation du NZD laisse désormais place à un rebond technique. Parmi les devises des pays émergents, nous pensons que le BRL dispose d'un potentiel de surperformance.

Risques et couvertures

La montée des risques stagflationnistes et les tensions géopolitiques qui perdurent incitent les investisseurs à maintenir, voire à renforcer, leurs couvertures. Nous pensons donc qu'il convient de maintenir les protections sur le crédit tout en réajustant les couvertures sur les marchés d'actions américaines à la recherche d'options moins coûteuses susceptibles d'améliorer leur protection globale.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

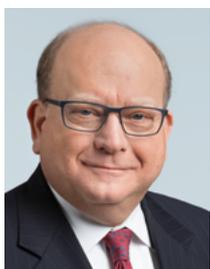
Les obligations désormais sélectivement plus attractives



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les difficultés économiques qui s'annoncent appellent une évolution vers la neutralité sur la durée et davantage de sélectivité sur le crédit, dans un contexte de réduction de la liquidité

L'inflation et les perspectives de croissance économique restent les principaux thèmes pour les investisseurs obligataires. Les banques centrales ont commencé à agir pour maîtriser l'inflation. La Fed s'est engagée à tenir ses promesses, mais reste dépendante des données pour éviter un atterrissage brutal de l'économie. Pour la BCE, la tâche sera un peu plus difficile, car la région est directement impactée par la poursuite de la guerre et notamment par la hausse des prix de l'énergie et le risque de sanctions supplémentaires qui pourraient encore aggraver l'inflation. **Après la grande réévaluation des obligations d'État, nous avons renforcé notre position sur la durée dans une optique de neutralité et nous restons prudents sur les segments plus risqués du crédit.**

Obligations mondiales et européennes

Nous continuons d'ajuster notre positionnement sur la durée pour tendre vers la neutralité, tout en tenant compte des spécificités géographiques. Nous estimons notamment que la BCE pourrait opérer un durcissement moins important que la Fed en raison du risque plus élevé de récession en Europe. Par conséquent, **nous sommes moins prudents qu'auparavant sur la durée au Royaume-Uni et dans la zone euro**, où nous adoptons une position de légèrement courte à neutre, alors que nous conservons notre position courte sur la durée aux États-Unis. Nous conservons également, à des fins de diversification, une **vision positive sur la durée de la Chine et d'obligations sélectionnées des pays émergents.** Nous

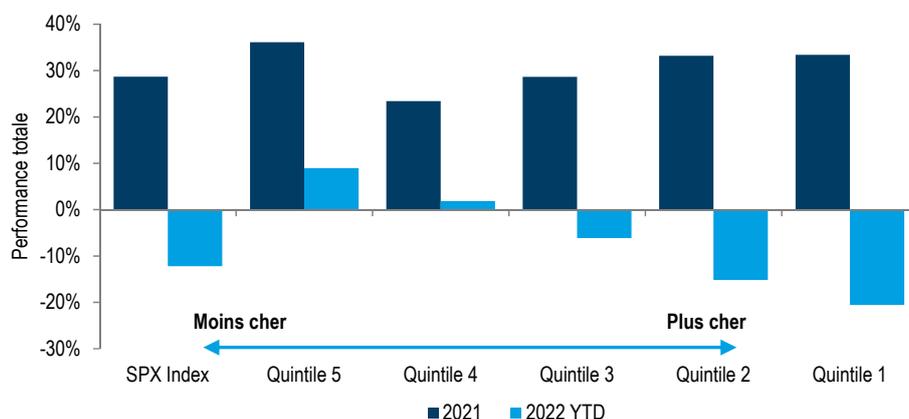
continuons également à exploiter les opportunités de courbe au niveau mondial, en particulier sur les courbes de rendement de la zone euro, du Canada et de l'Australie.

Le grand débat en matière de crédit d'entreprise est de savoir si les risques liés aux bénéficiaires, à la hausse des taux et à l'inflation sont correctement répercutés dans les prix. Nous pensons que tous les segments ne tiennent pas suffisamment compte de ces facteurs. C'est pourquoi nous réduisons notre positionnement sur le risque de crédit, en étant plus prudents sur les segments plus risqués du marché du crédit, comme les titres d'entreprise hybrides et en privilégiant les crédits de qualité supérieure avec des échéances à court et moyen terme. **Sur le plan géographique, nous sommes plus constructifs sur le crédit IG américain qu'europpéen**, compte tenu des meilleurs fondamentaux aux États-Unis.

Obligations américaines

Compte tenu de l'ampleur du resserrement intégré dans les cours, en particulier sur le segment court terme de la courbe et des fortes incertitudes géopolitiques et économiques, nous pensons qu'**il est prudent de revenir à la neutralité sur la durée**, tout en privilégiant une approche tactique, car la volatilité du marché reste élevée. **Les marchés du crédit offrent des opportunités**, car les fondamentaux des entreprises sont solides. Nous sommes sélectifs sur cette classe d'actifs, **en privilégiant les financières par rapport aux industrielles.** Nous surveillons également de près les nouvelles émissions,

Rendement de l'Indice Barclays Global Aggregate



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 25 mai 2022.

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, QT = resserrement quantitatif

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

car elles sont assorties de concessions significatives, mais là aussi, nous recherchons des opportunités *bottom-up* idiosyncrasiques. Nous pensons que pour ajuster tactiquement son allocation au crédit, il convient de recourir à des couvertures sous forme de produits dérivés plus liquides, car la liquidité du marché du crédit est plus faible en raison de l'environnement plus volatil. **Nous continuons à chercher de la valeur dans les actifs titrisés**, car le « consommateur » reste dynamique, grâce à des revenus et à une épargne solides. **Nous cherchons de la valeur dans les MBS d'agences**, car ils sont susceptibles de mieux performer que d'autres segments de crédit, compte tenu des inquiétudes relatives à la croissance économique.

Obligations des marchés émergents

Nous restons globalement prudents dans l'univers d'investissement des obligations

émergentes. **Nous conservons un biais de duration courte**, mais sommes légèrement moins défensifs qu'auparavant. **Nous privilégions les obligations en devises fortes** et estimons que les valorisations du HY sont plus attractives que celles de l'IG, mais avec une approche sélective. Les prix plus élevés des matières premières sont favorables aux pays exportateurs et, à cet égard, l'Amérique latine s'est avérée plus résiliente, car elle est économiquement et géographiquement éloignée de la guerre qui sévit en Ukraine.

Devises

Nous conservons une **opinion positive du dollar** et sommes prudents sur l'euro, le yen et le yuan. Côté émergents, **nous sommes constructifs sur une sélection de devises d'Amérique latine** (MXN, CLP), mais prudents sur les devises d'Europe de l'Est comme le HUF.

ACTIONS

Attention aux valorisations excessives et aux risques cycliques



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il convient, tout en tenant compte des valorisations, de surpondérer les « durations courtes » (actions value, banques) qui peuvent rémunérer les actionnaires par le biais de dividendes en sous-pondérant les secteurs à « duration longue » comme les technologies de l'information

Évaluation globale

L'inflation élevée, le conflit qui se poursuit en Ukraine, le ralentissement de la dynamique économique et les confinements en Chine provoquent la volatilité des marchés. Or, ceci intervient à un moment où les multiples de bénéfices prévisionnels se sont contractés par rapport aux niveaux de l'an dernier, dans un contexte de hausse de l'inflation et des anticipations de taux.

De manière générale, il est essentiel de continuer à mettre l'accent sur les valorisations, car les segments plus chers du marché resteront sous pression. Il faut s'intéresser aux segments value moins cycliques et de qualité pour trouver de la résilience. De manière générale, notre démarche continue de privilégier la sélection, en mettant l'accent sur la durabilité des bénéfices au-delà du court terme pendant que sur le plan géographique, nous continuons de privilégier les États-Unis dans le monde développé.

Actions européennes

Les marchés européens restent confrontés à des difficultés. La hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance exercent une pression sur les bénéfices des entreprises, pendant que la hausse des taux exerce une pression sur les multiples de bénéfices. Nous pensons que les valorisations actuelles n'intègrent pas le risque de récession générale qui menace effectivement la zone euro.

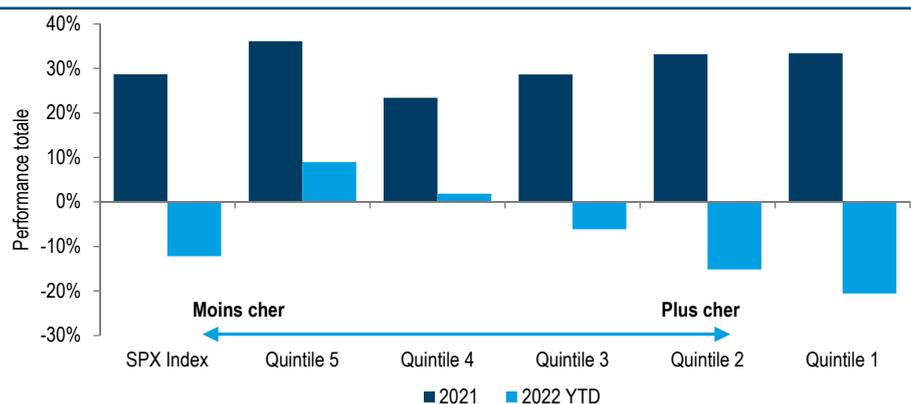
Dans ce contexte, où l'éventail des évolutions économiques possibles est large et où la dispersion des valorisations est importante, nous pensons que les titres value, moins

cycliques, de qualité élevée et défensifs constituent de bonnes options. Nous suivons donc une stratégie de type *barbell*. D'une part, **nous privilégions les entreprises défensives dans les secteurs de la santé et de la consommation non cyclique** (renforcement de notre biais). **D'autre part, nous explorons de manière sélective les valeurs cycliques de qualité dans les secteurs des matériaux et de l'industrie.** Ce faisant, nous gardons à l'esprit les obstacles économiques et restons concentrés sur les modèles économiques non perturbés. Nous restons également prudents sur les secteurs des technologies de l'information et des services aux collectivités.

Actions américaines

Malgré la faiblesse récente des statistiques de croissance économique, notre scénario central ne prévoit pas de récession, car les marchés du travail et la situation financière des ménages restent solides. Pourtant, vu le contexte de hausse des taux, les pressions sur les multiples de valorisation persisteront. Nous conservons donc **notre biais pour la qualité et les titres value non cycliques et restons prudents sur les facteurs momentum et croissance.** Nous restons prudents vis-à-vis des mégacapitalisations et sommes très attentifs dans notre sélection avec un biais pour les entreprises présentant une efficacité opérationnelle élevée, qui restituent des liquidités aux actionnaires via des rachats et des dividendes et qui peuvent préserver la croissance de leurs bénéfices. Nous recherchons les opportunités dans les secteurs de l'énergie et des matériaux et apprécions également les banques qui enregistrent une rentabilité élevée de leurs fonds propres ainsi que certaines

Réévaluation, dictée par les valorisations, des actions US : performances du S&P 500 par quintile de PER



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 25 mai 2022.

ACTIONS

valeurs de consommation. Nous pensons que la réouverture devrait stimuler les dépenses de consommation, mais surveillons la disponibilité de la main-d'œuvre et l'augmentation des coûts supportés par les entreprises et comment ceux-ci pourraient affecter leurs marges et leur production. On notera qu'après la récente correction, certaines valeurs technologiques sont devenues attractives, mais nous conservons une approche *bottom-up* et évaluons chaque valeur en fonction de la qualité de ses bénéficiaires. Nous sous-pondérons en revanche les mégacapitalisations et évitons les valeurs de croissance non rentables et les titres en difficulté.

Actions émergentes

Malgré la forte incertitude qui règne sur les marchés, les valorisations des marchés émergents sont certainement devenues plus attractives, révélant un potentiel de performances intéressantes malgré d'importantes divergences. Nous sommes donc sélectifs et privilégions les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU) et les pays bénéficiant d'une consommation intérieure dynamique (Indonésie). Nous devenons plus prudents en Asie en raison de la cherté des valorisations et de la recrudescence des pressions inflationnistes.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

La zone euro ne sera viable qu'à la condition d'innover sur les règles budgétaires et monétaires

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Et les objectifs dévolus à la politique économique sont de plus en plus ambitieux, que ce soit sur le plan budgétaire ou sur le plan monétaire. La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et la BCE. Les « vieilles règles », que ce soit la règle de Taylor pour la BCE ou les règles du pacte de stabilité et de croissance sont incomplètes voire obsolètes. Mais l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Seules de « nouvelles règles », qu'il reste à inventer, permettront à la politique monétaire et à la politique budgétaire de relever les nouveaux défis. En priorité, il revient aux États de définir, de façon concertée, les grandes orientations stratégiques.

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Au premier rang des préoccupations en zone euro, on trouve l'épineuse question budgétaire, qui demeure le talon d'Achille de la construction européenne. La zone euro est une union monétaire incomplète : la combinaison d'une politique monétaire unique et de politiques budgétaires indépendantes, et trop souvent non coordonnées, est notoirement sous-optimale. Et c'est naturellement dans les périodes de crise que l'on constate à quel point le cadre institutionnel est inefficace.

Parallèlement les objectifs dévolus à l'action publique sont de plus en plus ambitieux. On attend des gouvernements qu'ils financent la transition énergétique, qu'ils assurent des investissements dans les infrastructures, l'éducation et la santé et qu'ils jouent un rôle stabilisateur dans les récessions. Et l'on attend des banques centrales qu'elles assurent la stabilité des prix et la stabilité financière mais aussi qu'elles limitent la fragmentation financière, tout en contribuant à financer la transition énergétique.

C'est la quadrature du cercle : trop d'objectifs pour un nombre limités d'instruments, avec en face des contraintes de plus en plus dures (assurer la stabilité des prix et la soutenabilité des dettes). La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et les banques centrales. La combinaison de chocs d'offre exogènes et de « chocs d'incertitude » pèse sur les perspectives économiques de la zone euro, qui pour la première fois de son histoire doit face à des pressions stagflationnistes.

Sur le plan monétaire, un large consensus s'était dégagé au cours des dernières décennies autour du suivi de règles prédéterminées. La règle de Taylor s'était progressivement imposée. Mais cette dernière

semble inadaptée ou incomplète. Rien ne sert de relever (agressivement) les taux d'intérêt pour juguler les pressions sur les prix résultant d'un choc d'offre, sauf à considérer que les effets de diffusion sur les salaires et le niveau général des prix sont inévitables.

Sur le plan budgétaire, les règles du pacte de stabilité et de croissance sont obsolètes. Les seuils numériques identiques pour chaque pays en matière de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB) n'ont pas de vrai fondement. Ces règles se sont révélées procycliques par le passé. Et les sanctions n'ont pas fonctionné.

Toutefois, l'erreur serait de conclure qu'une action purement discrétionnaire conduit à de meilleures décisions publiques. Car l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Il demeure essentiel d'ancrer les anticipations des marchés. Oui, mais comment ? La normalisation monétaire ne peut se faire que si une approche coordonnée est adoptée sur le plan budgétaire (pour absorber les chocs). La déconnexion stricte entre les règles de politique budgétaire et la règle monétaire est inopérante. On a connu, par « chance », une période de coordination implicite lors de la crise du Covid. En effet avec la désinflation induite, la BCE a pu assouplir sa politique monétaire, ce qui a diminué le coût des emprunts, et permis à la politique budgétaire d'absorber le choc. Il est urgent désormais de réfléchir aux modalités d'une coordination plus explicite.

À défaut de pouvoir proposer ici une solution clés en main, certaines pistes méritent d'être considérées. L'indépendance de la BCE ne peut naturellement pas être remise en cause. Mais rien ne lui interdit d'interpréter différemment son mandat. D'une part, elle pourrait tenir compte plus explicitement de l'origine du choc inflationniste (offre ou demande) dans une

La BCE devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

règle de Taylor « augmentée ». D'autre part, et surtout, elle devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs.

Mais pour ce faire, il faut revoir en amont l'interprétation du pacte de stabilité et de croissance. Les pays de l'UE peuvent s'accorder en premier lieu sur quelques objectifs-clé (existentiels) et sur le fait qu'il y a plus à perdre collectivement à ne pas les atteindre qu'à accroître la dette à l'échelle de l'Europe. Et pour garantir la soutenabilité des dettes nationales, l'examen du solde primaire, des charges de la dette, du niveau initial de la dette et du ratio des dépenses publiques au PIB devraient jouer un rôle

dans l'analyse des efforts requis. Cela signifie que des règles spécifiques à chaque pays seraient en définitive plus appropriées (et plus contraignantes) qu'une règle unique basée sur le déficit. Il faudrait en outre établir à l'échelle nationale des plans de dépense pluriannuels qui engagent les gouvernements à faire croître les dépenses de fonctionnement à un rythme inférieur à la croissance du PIB en volume, tout en protégeant les dépenses d'investissement. L'accent doit être mis sur des agrégats que les gouvernements contrôlent et qui sont mesurés sans ambiguïté. Seule une approche pragmatique, coordonnée et novatrice des gouvernements et de la BCE leur permettra de relever les défis.

Achévé de rédiger le 20 mai 2022

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La vigueur des dépenses de consommation et des marchés du travail soutiendra la demande globale, ce qui nous permet de penser qu'une récession est peu probable, tandis que l'économie devrait ralentir pour tendre vers sa croissance potentielle. Nous privilégions les titres value de qualité et non cycliques et sommes extrêmement prudents vis-à-vis de titres de croissance non rentables et chers ainsi que des mégacapitalisations.
	Actions US Value	+		L'incertitude entourant la hausse des coûts implique qu'il faut se concentrer sur les entreprises value de haute qualité, qui sont moins cycliques et qui sont capables d'assurer une croissance durable des bénéfices. La dynamique privilégiant le style value pourrait subir des revers à court terme, mais la rotation vers ce style devrait se poursuivre à long terme. Le point essentiel ici est de privilégier la sélection par rapport à la direction du marché.
	Actions US Croissance	-		La valorisation de la croissance à long terme en tant que secteur reste élevée, avec une forte dispersion. Les réévaluations dans le secteur technologique pourraient offrir des opportunités sélectives et nous restons concentrés sur le potentiel de croissance à long terme des bénéfices.
	Europe	-/=		Les risques accrus de stagflation en Europe mettent sous pression la croissance des bénéfices et pourraient entraîner une nouvelle réévaluation du marché. Nous privilégions donc les valeurs défensives d'une part et les valeurs cycliques de qualité dans les secteurs de l'industrie et des matériaux d'autre part.
	Japon	=		Une légère dégradation de la dynamique économique nous incite à rester vigilants sur les bénéfices. D'un autre côté, la dévaluation du yen agit comme un soutien pour le marché. Nous conservons donc globalement un biais neutre.
	Chine	=		La politique du zéro Covid continue de peser sur les perspectives économiques de la Chine, malgré les mesures de relance supplémentaires prises récemment. Nous percevons une marge d'amélioration au second semestre avec le rebond économique anticipé par les marchés.
	Marchés émergents	=		Après la récente évolution des prix, les actions des marchés émergents deviennent plus attractives, mais les disparités sont importantes. Nous voyons d'un bon œil les exportateurs de matières premières tels que le Brésil et les Émirats arabes unis, ainsi que les pays où la demande intérieure est forte, mais nous sommes prudents à l'égard des émergents d'Asie qui sont plus chers.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=	▲	Les risques sur les rendements nominaux sont à la fois baissiers et haussiers, car l'environnement d'inflation plus élevée s'accompagne d'une hausse des incertitudes en matière de croissance économique. Nous privilégions donc désormais la neutralité, avec une position encore légèrement négative sur la duration. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est minimale.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+	▲	Après le récent élargissement des spreads, nous devenons plus constructifs sur l'IG américain compte tenu du contexte macroéconomique solide aux États-Unis, des bons fondamentaux des entreprises (bilans solides avec des niveaux de liquidité et des ratios de couverture élevés), du faible risque de refinancement de la dette à court terme et de la stabilité de l'endettement.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous restons neutres et sélectifs sur le HY. D'une part, le secteur est soutenu par les prix élevés de l'énergie, mais d'autre part, les valorisations doivent être surveillées, d'autant que la diminution des liquidités résultant du QT pourrait provoquer un durcissement des conditions financières.
	Govies Europe	=	▲	Si l'évolution à long terme vers des taux de référence plus élevés reste d'actualité, les tensions géopolitiques et le stress du marché exercent une pression baissière sur les rendements. Ceci, associé à l'approche de la BCE qui repose sur les données et selon laquelle les taux d'intérêt augmenteront « quelque temps » après la fin de l'assouplissement quantitatif, souligne l'importance d'une approche agile sur la duration. Nous sommes un peu moins défensifs (qu'auparavant) sur la duration des pays du cœur de la zone euro, car nous tendons vers la neutralité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Euro Obligations d'entreprise IG	=		En matière de crédit, nous préférons les titres de qualité supérieure et les échéances courtes à moyennes. Nous restons sélectifs (les bilans des entreprises sont solides) en raison des prix élevés des producteurs et du risque de pressions sur les marges. Nous pensons qu'il convient d'envisager de passer des segments/titres à bêta élevé aux segments/titres à bêta faible en adoptant une approche reposant sur l'analyse fondamentale.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les inquiétudes concernant la croissance économique et l'inflation en Europe pourraient peser sur les bénéfices des entreprises, bien que les spreads soient inférieurs aux niveaux observés début mars, ce qui témoigne de la vigueur des fondamentaux des entreprises. Pour l'avenir, les marchés différencieront les titres de crédit en fonction de la qualité et des risques de liquidité, ce qui nous amènera à être très sélectifs sur le marché.
	Govies Chine	=/+		Nous conservons une opinion légèrement positive des obligations d'État Chinoises, car, à moyen terme cette classe d'actifs offre de sérieux avantages en termes de diversification.
	Émergents Dette en devise forte	+		Nous sommes légèrement constructifs sur la dette émergente en devise forte, notamment sur les cas idiosyncrasiques en phase avec notre important biais bottom-up. Dans ce cadre, nous privilégions le HY à l'IG compte tenu des anticipations de resserrement des spreads du HY.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons constructifs sur la durée de la dette émergente en devises locales et pensons qu'une réallocation vers les devises exportatrices de matières premières est à envisager, même si nous restons légèrement prudents sur les devises émergentes en tant que classe d'actifs. La forte fragmentation des pays émergents nous permet d'être très sélectifs.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières constituent toujours un actif clé pour la diversification et la protection contre l'inflation. Nous sommes constructifs sur le pétrole, en raison de la faiblesse de l'offre (faibles dépenses d'investissement ces dernières années) et des stocks, malgré la baisse continue de la demande.
	Devises			Le durcissement de ton de la BCE a permis à la paire EURUSD de s'éloigner de son plus bas en 20 ans qu'elle avait atteint dernièrement. Tout en reconnaissant que la fin des taux négatifs pourrait soutenir l'euro à moyen terme, nous considérons que le contexte (croissance et taux à court terme) reste relativement positif pour le dollar à court terme.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 26 mai 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 = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, 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
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

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 31 mai 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: 1 juin 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 - MirageC

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'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*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

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

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

TONIATO Joao, *Stratégiste Recherche Actions*

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*