

VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Revements rapides et brutaux des marchés

Le mois de janvier a été marqué par d'importants revirements de marché, les rendements nominaux et réels s'inscrivant en forte hausse et entraînant une rotation importante des actions de croissance vers les actions décotées. La réévaluation des primes d'inflation sur fond de valorisations exigeantes a entraîné une forte correction des primes de risque. **Cet environnement plus incertain et volatil devrait se prolonger à mesure que le marché évalue quatre thèmes :** (1) l'évolution du variant Omicron, qui pourrait avoir un impact négatif sur la croissance et exacerber les goulets d'étranglement de l'offre, (2) l'incertitude quant aux réactions des banques centrales aux chiffres élevés de l'inflation (États-Unis et Europe), dans un contexte de ralentissement de la croissance et de résurgence de la dimension psychologique de l'inflation, avec la possibilité d'une spirale inflationniste salaires/croissance, (3) le retour du risque géopolitique, avec le Kazakhstan et l'Ukraine dans l'actualité et le rôle de la Russie et de la Chine dans la région. Les marchés de l'énergie et des matières premières sont tendus, volatils et extrêmement exposés au risque politique. En Europe, l'agenda politique se charge avec les élections italiennes et françaises, tandis que de nouvelles règles budgétaires sont mises en place et que le plan Next Generation EU est déployé, et enfin (4) les problèmes persistants dans le secteur immobilier chinois. Les politiques deviennent favorables, mais les investisseurs doivent faire une croix sur les chiffres de croissance élevés du passé. **Dans ce contexte, nous voyons trois thèmes principaux pour les investisseurs :**

- **Confirmation du positionnement prudent pour l'allocation des risques à court terme.** L'heure n'est pas au renforcement du risque, mais au maintien des convictions fondamentales (position défensive sur la durée, préférence pour les valeurs décotées, protection contre l'inflation). **Il est trop tôt pour considérer la récente correction comme un point d'entrée.** D'un point de vue stratégique, dans un monde caractérisé par des rendements prévisionnels peu élevés, il est primordial d'assurer la diversification, en incluant des allocations pertinentes, par exemple, aux marchés asiatiques tels que la Chine et l'Inde et aux actifs réels susceptibles de bénéficier d'un environnement inflationniste. Les stratégies faiblement corrélées ciblant des performances absolues ou réelles doivent également être privilégiées, car avec la hausse des taux et de l'inflation, la dynamique de corrélation traditionnelle entre obligations et actions tend à s'estomper. Les stratégies alternatives liquides pourraient également contribuer à diversifier les portefeuilles et les solutions à faible coût seront de plus en plus importantes dans un contexte de faiblesse des rendements. L'allocation tactique sera également essentielle pour saisir les opportunités. À l'approche du second semestre, l'inflation devrait légèrement ralentir et la dynamique de croissance s'améliorer (plus positive pour les actions).
- **Haussage de la volatilité des actions qui restera élevée pendant que les marchés réévaluent la trajectoire de l'inflation et les réponses des banques centrales. La croissance économique convenable et les conditions financières raisonnablement accommodantes devraient néanmoins permettre d'éviter tout effondrement radical des marchés.** Notre scénario central prévoit des performances actions inférieures à 10 % en 2022. Au niveau régional, nous préférons l'Europe, le Japon et certains pays émergents, comme l'Inde et la Chine, où les valorisations sont plus attractives. **Le marché américain pourrait terminer l'année quasiment à l'horizontale, mais avec d'importants écarts qui offriront des opportunités de valeur relative.** Les prix ne tiennent pas encore compte du niveau structurellement élevé de l'inflation et le marché anticipe un coût peu élevé du capital pour encore longtemps. Une petite réévaluation du risque d'inflation (et des taux) pourrait avoir un impact important sur les actions en termes de performance et de composition (le S&P 500 est, pour l'essentiel, un marché de croissance). **La grande rotation au sein des indices et entre les marchés décotés/de croissance sera le thème principal pour les investisseurs en actions cette année. Il convient donc de privilégier les valeurs décotées aux valeurs de croissance sur le marché américain et plus encore au niveau mondial. La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt pèsera sur les bénéfices des actions et sera difficilement supportable pour les valeurs de croissance dont le prix est élevé.** Les actions décotées seront préférées aux valeurs de croissance technologiques. Nous sommes également plus prudents vis-à-vis des grandes entreprises surévaluées et préférons celles disposant d'un pouvoir de fixation des prix élevé.
- **Côté obligations, la flexibilité et un biais pour les durations courtes sont recommandés.** Les indices obligataires traditionnels sont confrontés au défi posé par les durations élevées et les rendements faibles. Si les taux montent, ces indices subiront des pertes. Il convient donc de privilégier une approche flexible des marchés obligataires, afin d'exploiter les opportunités

Sentiment de risque global



Rester neutre, éviter la tentation d'ajouter des actifs fondamentalement faibles, les conditions financières étant faciles, mais les valorisations exigeantes.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Confirmation de la rotation vers les valeurs décotées.
- ▶ Ajustement de l'allocation actions en gestion diversifiée, risque globalement neutre.
- ▶ Plus constructif sur les actifs chinois.
- ▶ Ajuster les devises au regard des risques géopolitiques.

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

offertes par les disparités de dynamique des banques centrales et des devises. Les obligations ne sont pas hors-jeu, mais la valeur relative sera la règle. Les opportunités entre courbes de taux et régions, ainsi que dans les actifs à haut rendement tels que les obligations des pays émergents, seront cruciales pour extraire de la valeur supplémentaire dans un contexte de rendements réels négatifs. Les investisseurs pourraient tirer parti des dislocations en augmentant leur exposition aux titres obligataires dès lors qu'une partie de la réévaluation des rendements sera derrière nous. Le crédit offre également des opportunités, par exemple dans le domaine du HY, mais sur ce segment il convient d'éviter les signatures surendettées qui pourraient souffrir d'une baisse de la liquidité.

Après des décennies de silence, le grand retour de l'inflation va obliger les investisseurs à changer de mentalité et à oublier les rendements nominaux pour se concentrer sur les rendements réels. **Il sera primordial de jouer les revirements des marchés pour générer des performances dont les rendements réels seront le principal moteur.**

VUES DE LA
RECHERCHE

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

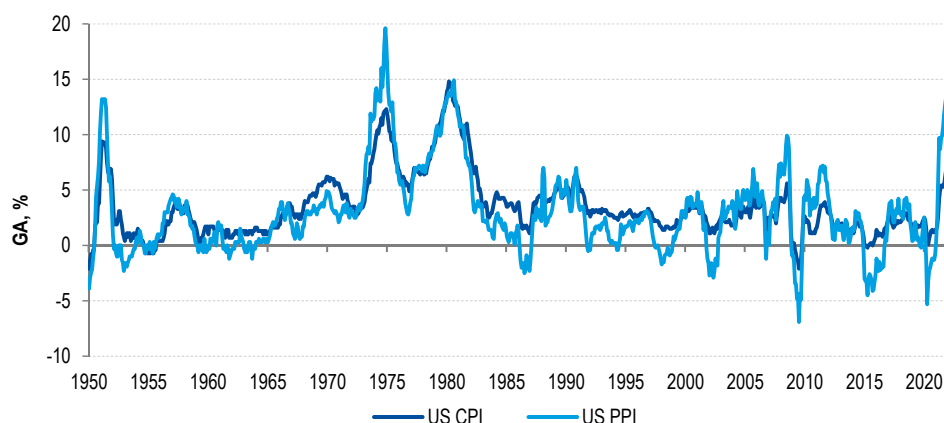
Le durcissement de ton de la Fed, sur fond de ralentissement de la croissance et de persistance de l'inflation, augure d'une forte volatilité sur les marchés, ce qui conforte notre positionnement prudent sur la duration et la nécessité d'une sélection rigoureuse des actifs risqués

Croissance, inflation et politique monétaire

Depuis que nous avons publié nos perspectives à la mi-novembre 2021, nous avons été témoins d'évolutions significatives des principaux thèmes autour de nos convictions, à savoir **(1) l'équilibre croissance/inflation et (2) l'enchaînement des politiques monétaires. Croissance et inflation.** Nous avons constaté une dégradation générale de l'équilibre croissance/inflation. Nous confirmons le ralentissement de la dynamique économique et pensons que la croissance ralentira progressivement pour revenir à la tendance en 2022. En Chine, l'épidémie d'Omicron complique la trajectoire de reprise au premier trimestre. S'en tenant à une politique de tolérance zéro face au Covid, les gouvernements locaux ont renforcé les règles de distanciation sociale avant le Nouvel An chinois, ce qui pèsera à nouveau sur la mobilité et la consommation de services. **En parallèle, le marché du travail américain a enregistré une amélioration généralisée, tant en termes de niveaux que de composition, une surprise positive qui a encouragé la Fed à durcir le ton.** Dans ce domaine, il est essentiel de surveiller la croissance des salaires et les dépenses d'investissement. Nous partons du principe que les salaires vont plafonner, réduisant ainsi leur contribution à l'inflation et aux pressions sur les marges des entreprises. Aux États-Unis, nous anticipons un profil de consommation plus modéré, un ralentissement de l'épargne et une reconstitution des stocks. Comme nous l'avons souvent indiqué, nous nous attendons à une tendance plus durable de l'inflation au niveau mondial. La dynamique

des prix continue d'évoluer en fonction de facteurs échappant au contrôle des banques centrales, ce qui atténue l'efficacité de leurs interventions. Depuis décembre, la Fed, la BoE et la BCE se sont repositionnées pour contrôler l'inflation. La BCE, en particulier, a surpris par son durcissement de ton, même si elle reste relativement accommodante par rapport aux autres banques centrales. Nous pensons qu'il faudra un certain temps pour que les hausses de taux tempèrent la dynamique des prix. Nous sommes en revanche préoccupés par les conséquences du resserrement quantitatif sur les conditions de financement (accommodantes pour le moment) et sur l'économie réelle. Nous nous attendons à ce que les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement se prolongent jusqu'au second semestre 2022 et nous surveillons de près l'écart entre l'IPP et l'IPC afin de détecter au plus tôt toute pression sur les prix au niveau mondial. Ce risque mérite d'être pris en considération, car il n'est pas encore intégré par les marchés. La saison de publication des résultats à venir devrait apporter plus de précisions sur les éventuelles compressions de marges, avec peut-être à la clé quelques déceptions sur les bénéfices. Toutefois, si la transmission de l'inflation des producteurs aux consommateurs a commencé, cela constituera un autre facteur de hausse de l'IPC. **D'autre part, la dynamique de l'inflation en Chine suit une trajectoire différente**, les chiffres ayant globalement surpris à la baisse en raison d'un recul inhabituel des prix des denrées alimentaires avant le Nouvel An chinois et d'une forte chute

Déconnexion entre l'IPP et l'IPC américain



Source : Amundi, Bloomberg données au 20 janvier 2022

IPP - Indice des prix à la production : mesure de l'inflation au niveau des entreprises. IPC - Inflation des prix à la consommation : mesure de l'inflation à laquelle sont confrontés les consommateurs finaux.

VUES DE LA
RECHERCHE

de l'IPP. Nous nous attendons à ce que l'IPC de la Chine reste contenu en 2022 et que l'IPP chute fortement, en raison d'effets de base élevés et d'un ralentissement de la hausse des prix des matières premières. Les matières premières mondiales ont encore une marge de progression grâce aux déséquilibres entre l'offre et la demande qu'alimente la transition écologique. Cette dynamique repose sur un paramètre politique, la transition vers le « net zéro » qui peut être retardée.

Enchaînement des politiques monétaires

Nous restons convaincus que la Fed, la BoE et la BCE devront agir pour contrôler l'inflation. Une Fed (et une BCE) qui durcit le ton, dans un contexte d'inflation élevée et de décélération de la croissance est négative pour les actifs risqués, et expose les autorités à un risque de réputation et d'instabilité financière. Alors que le profil de croissance des États-Unis devrait flirter avec les niveaux tendanciels, nous restons sceptiques quant à la capacité de la croissance de la zone euro à se montrer suffisamment forte

pour justifier la fin de l'assouplissement quantitatif en 2023. La PBoC, au contraire, a adopté une position plus accommodante pour contrôler les fluctuations des taux de change et soutenir l'économie. À ce stade, si la croissance continue de décevoir ou en cas de nouvelle flambée épidémique, un nouvel assouplissement monétaire est probable (mais n'est pas, pour l'heure, notre scénario central). Tout ceci se traduit par une plus grande volatilité obligataire impactant les segments à court terme des courbes de rendement. Nous envisageons la saison de publication des résultats comme un éventuel déclencheur de réévaluation des actions qui pourrait peser sur les spreads de crédit. Nous restons défensifs sur la duration et neutres sur les actions, en mettant l'accent sur les actions décotées. **Pour déclencher un changement de positionnement, nous attendons une stabilisation (ou une amélioration) du couple croissance/inflation qui se répercute sur la dynamique des taux d'intérêt réels.**

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rotation du risque actions favorable à la Chine et à l'Europe



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Les risques, tels que l'inflation, nous dissuadent de modifier notre positionnement neutre, même si nous sommes devenus marginalement positifs sur les actions européennes et plus constructifs sur les actifs chinois

L'année débute avec des pressions inflationnistes qui semblent s'installer et une forte hausse des taux et du risque géopolitique. D'autre part, le contexte économique reste constructif, grâce à un impact plus faible qu'attendu du variant Omicron. À cela s'ajoutent de bonnes prévisions de bénéfices pour les 12 prochains mois, ce qui continue de favoriser les actifs risqués. Toutefois, la volatilité et les valorisations dans certains segments appellent une position de risque neutre. **Nous pensons qu'il convient de résister à la tentation d'entrer sur les marchés sans évaluer soigneusement les fondamentaux** et qu'il faut, au contraire, ajuster minutieusement les expositions, en équilibrant les opportunités à long terme et tactiques avec les valorisations. Nous recommandons en outre de maintenir les couvertures en place et d'explorer un large éventail d'actifs mondiaux et diversifiés afin de dégager des rendements réels de sources multiples.

Des idées à conviction forte

Nous sommes neutres sur les actions des pays développés et émergents. Notre approche sélective a été confortée par l'évolution récente de certains segments plus chers, qui ont été pénalisés par l'inflation. **Il est recommandé aux investisseurs d'envisager une rotation de leur exposition afin de tirer parti du récent mouvement sans augmenter leur risque d'ensemble.** Nous pouvons ainsi être légèrement positifs sur l'Europe (tout en restant globalement neutres sur les actions), compte tenu des perspectives de reprise économique robuste et de croissance des bénéfices, des valorisations relatives attractives

et du biais régional pour les valeurs décotées. De même en Chine, les actions cotées à Hong Kong semblent désormais attractives, la visibilité politique s'étant améliorée et les valorisations peu chères du moment intégrant déjà l'incertitude future. **Concernant le marché obligataire, nous maintenons notre prudence sur la durée** et confirmons notre position défensive sur le Bund à 5 ans. Ce point de vue est cohérent avec le contexte général d'inflation élevée, de durcissement du ton des banques centrales (Fed, BoE) et d'éventuelle réduction progressive de l'assouplissement quantitatif par la BCE, qui s'est montrée moins accommodante que prévu, mais ne semble pas pressée de relever ses taux directeurs. Nous surveillons néanmoins la situation politique dans les pays périphériques de la zone euro, comme l'Italie. En Asie, nous sommes plus optimistes sur la dette des administrations locales chinoises en raison de ses avantages en termes de diversification, du contexte favorable d'affaiblissement de la croissance et de l'assouplissement monétaire ciblé. Nous suivons le ton plus accommodant de la politique de la PBoC et la faible dynamique de croissance dans ce pays. Nous maintenons notre positionnement neutre sur le reste de la dette émergente. **Nous sommes en revanche optimistes quant aux titres EUR IG et HY dans un contexte de quête continue de rendements réels.** Malgré un léger fléchissement, la dynamique économique reste favorable. De plus, les facteurs techniques, la demande raisonnablement forte de la BCE (bien que légèrement réduite) et les faibles taux de défaut du HY plaident en faveur du crédit européen. Pour autant, il ne faut pas perdre de vue

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 3 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, FX = devises, IG = investment grade, HY = high yield, CBS = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

les risques asymétriques, les effets négatifs de la hausse des taux réels et le risque de durcissement des conditions financières (qui n'est pas un risque immédiat). Nous restons donc vigilants dans un contexte de resserrement des spreads IG. **Le marché des changes reste un terrain de jeu où nous pouvons exprimer nos opinions dans une optique géopolitique et de valeur relative.** Dans les pays développés, nous sommes constructifs sur le potentiel de portage du panier GBP/CHF, mais prudents sur la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar. Nous sommes conscients que le ralentissement de l'économie mondiale et la hausse de l'inflation sont moins favorables à une opinion négative sur les devises refuges telles que le franc suisse, mais nous pensons que celui-ci fait partie des devises les plus surévaluées de l'univers du G10, tandis que la livre sterling devrait être soutenue par l'impact moins grave (que

prévu) du variant Omicron sur la croissance du pays. Dans les pays émergents, nous continuons de penser que les ambitions de la Chine de devenir une superpuissance mondiale et son importance géopolitique dans le commerce asiatique soutiendront les actifs chinois, y compris le CNH. En revanche, nous pensons désormais que l'environnement international autour de la Russie pourrait peser sur le rouble malgré la solidité de la balance courante du pays et les valorisations attractives de la monnaie.

Risques et couvertures

L'inflation et les erreurs de politique sont quelques-uns des principaux risques susceptibles d'avoir un impact fort sur les marchés. De manière générale, il est recommandé d'utiliser des dérivés pour protéger son exposition aux actions et au crédit des pays développés (HY US) contre les risques de perte et la volatilité

MARCHÉS
OBLIGATAIRESCrédit soutenu par les conditions financières
souples

Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Bien que les cours intègrent de multiples hausses des taux de la Fed cette année, les conditions financières restent accommodantes et seront déterminantes pour les prix des actifs risqués et le sentiment à leur égard

L'évolution récente des rendements est similaire à celle observée au début de l'année dernière, mais le rythme de la hausse et l'orientation des politiques monétaires sont bien différents. La Fed semble désormais craindre que l'inflation ne s'installe durablement si elle n'agit pas. Pour l'instant, la BCE, en accord avec le marché, estime que l'inflation n'est pas un problème aussi important qu'aux États-Unis. Le régulateur maintient donc le *statu quo* sur les hausses de taux. Certaines surprises sont néanmoins possibles, dans la mesure où l'inflation sera également structurelle en Europe, en raison des prix des matières premières, des goulets d'étranglement de l'offre et du nouvel élan de la demande. **Il convient donc de rester vigilant et prudent sur la duration en gardant un œil sur les conditions financières.** Le crédit, les obligations périphériques et les actifs émergents offrent des opportunités de portage, mais il convient de se concentrer sur les zones capables de résister à la hausse des taux réels.

Obligations mondiales et européennes

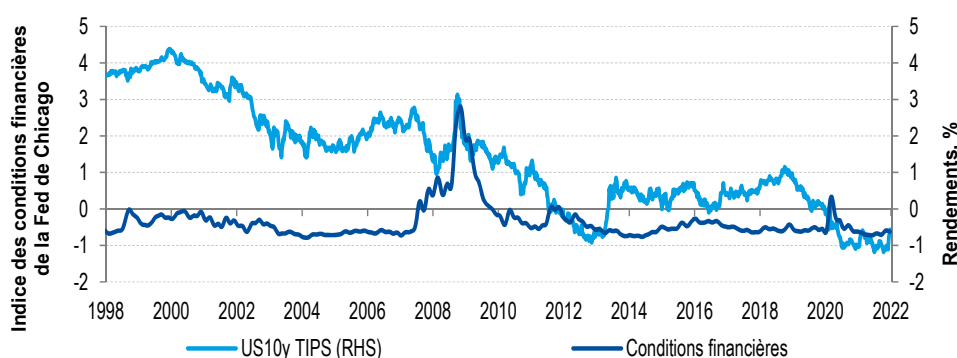
L'évolution actuelle du marché est en phase avec notre position prudente sur la duration aux États-Unis et dans les pays du cœur de la zone euro. Nous restons néanmoins flexibles et gérons la situation dans une perspective à la fois de long et de court terme afin de tirer parti des mouvements des courbes de rendement. Nous sommes positifs sur la Chine et la dette des pays périphériques de l'euro comme l'Italie, mais nous suivons de près

les événements politiques. Les points morts d'inflation offrent quelques opportunités, mais les valorisations sont de plus en plus serrées. Les options de rendement étant limitées dans les segments traditionnels, nous recherchons le revenu dans le crédit HY et IG. **Nous nous concentrons davantage sur la sélection et préférons les prêts et les échéances à court terme.** Nous pensons également qu'il est nécessaire d'être sélectif afin d'identifier les gagnants et les perdants en se concentrant sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises et de rester à l'écart des entreprises dont les modèles économiques ne sont pas durables et qui ont tendance à augmenter leur endettement. Nous apprécions en outre les titres BB, car leurs *spreads* sont susceptibles de se resserrer par rapport aux titres BBB. D'un point de vue sectoriel, nous privilégions la dette subordonnée, les banques et les compagnies d'assurances, ainsi que les entreprises du secteur de l'énergie. Nous évitons en revanche les secteurs de la consommation, des transports et des services aux collectivités. Les banques, en particulier, devraient faire l'objet de consolidations en Europe et nous suivons toute opportunité qui pourrait se présenter.

Obligations américaines

La Fed pourrait être poussée à agir sur l'inflation (excès d'épargne, pressions sur les salaires), malgré le ralentissement de la dynamique économique. Les hausses de taux récemment évoquées vont dans ce sens et ont déjà entraîné un mouvement de hausse des rendements. **Nous pensons**

Conditions financières encore souples



Source : Amundi, Bloomberg, vendredi 21 janvier 2022. Indice des conditions financières = Une valeur positive indique que les conditions financières sont plus dures que la moyenne, tandis qu'une valeur inférieure à zéro indique que les conditions sont plus souples que la moyenne.

HY = haut rendement, IG = Investment Grade, EUR = eur.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

toutefois que la Fed conservera un certain degré de liberté face à l'inflation et que les conditions financières resteront accommodantes. Nous restons prudents sur les bons du Trésor américain en conservant un positionnement actif. En revanche, nous recherchons les revenus dans le crédit titrisé, notamment les MBS d'agences, qui présentent des opportunités sélectives qui compensent le risque d'élargissement des *spreads*. Nous explorons également les marchés de consommation où la demande, les bénéfices et l'épargne restent vigoureux. Toutefois, l'impact de la fin du soutien budgétaire et de la persistance de l'inflation doit être surveillé. Le crédit d'entreprises est un autre domaine où nous restons modérément positifs vu les valorisations attractives, mais il convient de limiter le bêta et l'IG de durée longue et de privilégier les risques idiosyncrasiques. À mesure que les primes des nouvelles émissions augmentent, nous restons attentifs à sélectionner les crédits de qualité élevée.

Obligations émergentes

Les marchés émergents forment un univers hétérogène dans lequel la méconnaissance

de la fragmentation inhérente peut masquer les principaux avantages pour un portefeuille international: inflation (faible inflation en Chine), demande intérieure et thèmes de valorisation des devises (bien rémunérées pour le risque de dépréciation). Si nous restons globalement vigilants, nous continuons à privilégier le HY par rapport à l'IG. Nous sommes plus sélectifs sur la dette en devises locales. Nous continuons à privilégier les pays tirés par les matières premières et apprécions notamment l'Indonésie, mais nous sommes prudents vis-à-vis du Kazakhstan, du Brésil et de la Turquie.

Devises

Nous sommes constructifs sur le dollar américain dans la perspective d'un durcissement de la politique américaine et prudents sur les monnaies à faible rendement (yen et franc suisse). Nous sommes par ailleurs optimistes vis-à-vis des monnaies émergentes à bêta élevé, notamment la roupie indonésienne, le peso mexicain et vigilants vis-à-vis du rouble, compte tenu des risques géopolitiques.

ACTIONS

Jouer le thème value, mais attention au risque de concentration



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Moment de vérité pour les valeurs de croissance. La rotation vers les actions décotées, ainsi que la sélection d'entreprises résistantes au risque d'inflation, reste un thème pluriannuel pour les investisseurs

Évaluation globale

Les variations brutales des rendements core ont entraîné une forte rotation depuis le début de l'année qui, selon nous, devrait se poursuivre, mais pas de manière linéaire. La question est maintenant de savoir dans quelle mesure les futures hausses de taux et les craintes d'inflation affecteront la croissance économique. Du côté de la demande, nous pensons qu'il y a suffisamment de surplus d'épargne, de demande insatisfaite et de conditions financières accommodantes pour soutenir la reprise économique. Cependant, à mesure que les taux augmentent, il est raisonnable d'anticiper une contraction des multiples de valorisation, en particulier pour les entreprises non rentables et les valeurs de croissance chères, qui présentent également un risque de concentration. **Il convient donc de rester sélectif et attentif à la croissance des bénéfiques et aux valorisations.** De manière générale, la solidité des modèles économiques et des bilans reste un facteur clé pour nous.

Actions européennes

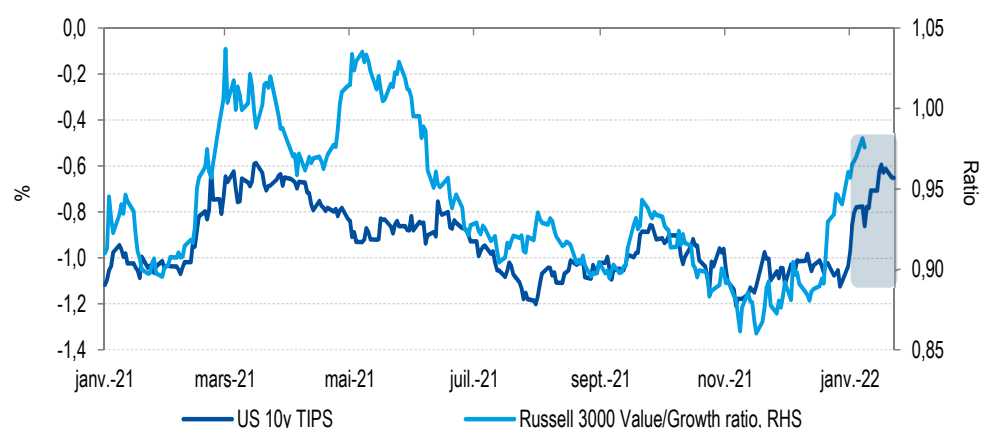
Dans le contexte actuel de normalisation, nous nous concentrons sur la manière dont l'inflation est susceptible d'affecter les bénéfiques, car, jusqu'ici, les entreprises n'ont pas eu de difficulté à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Nous évaluons toutefois l'impact que cela pourrait avoir sur les volumes, ce critère étant important dans notre processus de sélection. Les entreprises capables de maintenir la croissance de leurs bénéfiques devraient être en mesure d'offrir des dividendes attractifs dans le contexte actuel de pénurie de rendements réels. Au niveau

sectoriel, nous pensons que les bénéfiques augmenteront dans les secteurs sensibles aux taux, par exemple le secteur financier, les secteurs décotés et les autres secteurs liés au redémarrage économique. À cet égard, nous restons positifs sur les secteurs de l'industrie (davantage) et de la banque, compte tenu des valorisations et du potentiel durable de rendement élevé du capital. En revanche, nous restons méfiants vis-à-vis des technologies de l'information et des produits discrétionnaires, bien que nous ayons réduit notre degré de prudence à l'égard de ces derniers. À l'autre extrémité de notre stratégie « barbell », nous misons sur les valeurs défensives attractives de secteurs comme la santé. De manière générale, nous recherchons des entreprises de qualité ayant un potentiel d'amélioration de leur profil ESG.

Actions américaines

Les valorisations de certaines valeurs de croissance sont élevées et les indices boursiers présentent des risques de concentration. Ce phénomène est aggravé par les pénuries de main-d'œuvre (dues à l'évolution de la situation de Covid) dans un contexte de hausse des salaires qui pourrait alimenter la boucle salaire-inflation. Nous pensons qu'il faut rester attentifs à ces risques et adopter une approche très sélective. Nous nous intéressons donc aux valeurs décotées, cycliques et de grande qualité, d'entreprises disposant de compétences clés, d'un pouvoir de fixation des prix durable et d'un potentiel de croissance des bénéfiques à long terme. Les facteurs propres aux entreprises restent plus importants que la directionnalité et nous recherchons des opportunités de valeur

Rotation value dopée par la hausse des rendements cette année



Source : Amundi, Bloomberg, données au 20 janvier 2022.

ACTIONS

relative attractives. D'autre part, les valeurs de croissance, qui ont été dopées par les taux bas et les flux engendrés par l'assouplissement quantitatif l'an dernier pourraient se voir pénalisées. Nous sommes prudents vis-à-vis des valeurs de croissance à fort momentum et à durée longue. Au niveau sectoriel, nous préférons les financières (principalement les banques), les matériaux et l'énergie sur le segment cyclique. Nous constatons également que certains segments défensifs, tels que la santé, les produits de base et les télécommunications, deviennent attractifs en termes de valorisation. De manière plus générale, nous restons actifs sur les marchés où les segments chers côtoient les segments attractifs de croissance structurelle à long terme.

Actions émergentes

Malgré certains obstacles dans les marchés émergents, nous conservons une approche constructive à moyen terme compte tenu des valorisations attractives. Nous pensons notamment que les craintes au sujet de la Chine, qui est une composante clé de l'univers émergent, sont exagérées. Les facteurs cycliques (assouplissement de l'orientation) et structurels (source de diversification et de rendements réels positifs) devraient en effet jouer en faveur du pays, même si certains risques subsistent. De plus, nous privilégions les pays bénéficiant d'un contexte positif en matière de consommation, d'énergie et de matières premières, tels que l'Inde, la Russie et la Hongrie, tout en surveillant de près le risque géopolitique.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les facteurs propres aux entreprises seront de plus en plus déterminants dans l'allocation, puisque les pressions inflationnistes affecteront chaque entreprise de manière différente, en fonction de leur capacité à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. D'autre part, les défis opérationnels tels que les pénuries des chaînes d'approvisionnement et les problèmes de main-d'œuvre persistent. Nous recherchons donc de façon sélective la valeur relative et les opportunités de rotation.
	Actions US Value	+		L'année a commencé par une forte rotation en faveur des valeurs décotées dans un contexte de hausse des rendements core. Nous pensons que cette rotation va se poursuivre, mais de manière non linéaire. Il sera donc essentiel, pour préserver les rendements à long terme, de détenir des actions décotées d'entreprises disposant de moteurs de croissance structurels et d'un potentiel de croissance durable des bénéfices en dépit de l'inflation élevée.
	Actions US Croissance	--		Les flux générés par l'assouplissement quantitatif l'an dernier devraient diminuer et les valeurs de croissance chères qui s'éloignent de leurs fondamentaux seront pénalisées. Nous sommes défensifs vis-à-vis des entreprises à forte croissance qui ne sont pas en phase avec leurs fondamentaux.
	Europe	=/+		Dans un contexte d'impact économique plus faible du variant Omicron, il convient de se concentrer sur la croissance des bénéfiques et sur la manière de tirer parti des rotations qui favorisent les segments décotés et cycliques du marché. À cet effet, les éléments clés sont la sélection et le pouvoir de fixation des prix des entreprises que nous évaluons au regard de leur portefeuille de marques et de la solidité de leur bilan.
	Japon	=		Le Japon devrait bénéficier de l'amélioration de la dynamique des bénéfices, de valorisations attractives par rapport au reste du monde développé et de l'affaiblissement du yen. L'amélioration de la demande extérieure est également un élément positif pour l'économie japonaise orientée vers l'export.
	Chine	=/+		Nous percevons des risques à court terme liés aux politiques « zéro-covid » et aux mesures de confinement qui en découlent, ainsi qu'aux faiblesses de la consommation et du secteur de l'immobilier. Toutefois, nous restons attentifs aux opportunités sélectives dans un contexte de politique plus accommodante et de transition à long terme du pays vers un modèle de croissance équilibrée avec un objectif de « prospérité commune ».
	Marchés émergents	=		Si les valorisations des actions émergentes sont attractives d'un point de vue global, nous restons attentifs aux risques géopolitiques. Il convient de noter que la fragmentation observée parmi les pays émergents (taux réels, valorisation des devises, géopolitique, profil de croissance) masque parfois les avantages de diversification géographique et thématique pour les portefeuilles internationaux. Il faut donc se concentrer sur le profile risque/rendement de chaque pays, sans pour autant le confondre avec l'absence d'opportunités.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les risques d'inflation à moyen terme ont amené la Fed à communiquer sur ses plans de resserrement quantitatif, qui, selon nous, dépendront de la vigueur de la reprise économique. La Fed devra toutefois trouver un équilibre entre la nécessité de relever les taux et la dette publique élevée ou encore la croissance incertaine. Nous restons prudents et flexibles sur la durée et seulement légèrement optimistes vis-à-vis des TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation).
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Compte tenu du contexte de hausse des rendements core, nous évitons l'IG de longue durée et estimons qu'il faut de limiter le bêta des portefeuilles. Il convient en revanche de rechercher sélectivement des entreprises capables de résister aux pressions haussières sur les rendements et qui présentent un bon équilibre entre valorisation et fondamentaux. En outre, les revenus des consommateurs étant élevés, des opportunités existent sur les marchés titrisés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les bénéfiques et les fondamentaux progressent côté HY, mais nous surveillons l'effet de la hausse des salaires (sur les marges) et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Nous restons à l'écart des entreprises qui ont tendance à s'endetter pour financer des fusions-acquisitions improductives.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Les pressions inflationnistes découlant de la reprise de la demande (prix de l'énergie, entre autres) ont provoqué une hausse des rendements core et ont amené la BCE à évoquer une possible réduction de son soutien à l'économie, malgré un ton qui reste relativement accommodant. Nous restons donc prudents sur la durée et actifs sur les courbes de rendement. Nous surveillons également les élections en France et en Italie, ainsi que l'implémentation du plan Next Gen EU.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous recherchons du revenu dans l'IG (dette subordonnée) en nous concentrant davantage sur la sélection bottom-up, ce qui limite le rôle de l'allocation sectorielle. La croissance économique nous paraît solide et la demande de la BCE reste soutenue, même si le régulateur prévoit de réduire ses achats d'actifs. Il n'en est pas moins important d'identifier les signatures capables de résister à la hausse des rendements.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux du crédit s'améliorent, mais nous évitons les entreprises dont les valorisations sont trop élevées par rapport à leur niveau d'endettement. Le segment BB est attractif pour miser sur les étoiles montantes, mais la sélection est cruciale dans un contexte de hausse des taux core.
	Govies Chine	=/+		La dette chinoise présente des opportunités de portage attractives et pourrait être soutenue par les risques liés à la nouvelle flambée de Covid et aux afflux structurels. Les pressions à court terme sur le CNY persistent. Nous restons donc neutres/positifs au vu de l'attitude accommodante de la PBoC.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Dans un contexte de rendements bas, les obligations des pays émergents devraient offrir des rendements positifs. Toutefois, certaines considérations essentielles doivent être prises en compte, notamment le durcissement de ton de la Fed, le variant Omicron, l'inflation et la Chine. Nous privilégions la dette en devises fortes et maintenons un biais en faveur du HY par rapport à l'IG.
	Émergents Dette en devise locale	=		La dette en devises locales présente des poches de valeur sélective, mais nous restons prudents sur les devises des pays émergents. Les spreads des obligations d'entreprises émergentes semblent attractifs par rapport aux options alternatives. Sur le plan géographique, le Brésil pourrait connaître une certaine volatilité à l'approche des élections, nous restons donc sélectifs. Nous sommes prudents vis-à-vis du Kazakhstan et surveillons de près les tensions entre la Russie et l'Ukraine.
AUTRES	Matières premières			Nous sommes constructifs sur les matières premières mondiales (hausse potentielle de 6 % d'ici fin 2022), en particulier sur les métaux de base, au vu des goulets d'étranglement de l'offre et des faibles stocks de métaux liés à la transition verte. En ce qui concerne l'énergie, nous confirmons notre fourchette cible de 65 à 75 \$/baril pour le WTI d'ici la fin de l'année. Les fluctuations récentes sont pour l'essentiel liées aux tensions géopolitiques. L'or pourrait être affecté au premier semestre par les pressions sur les taux.
	Devises			Le marché semble déjà intégrer une intervention de la Fed en 2022, mais nous ne voyons que très peu d'informations intégrées pour 2023 et 2024, surtout si l'on tient compte des gains de productivité aux États-Unis. Ceci devrait globalement continuer à soutenir le dollar américain.

LÉGENDE



Source : Amundi, au lundi 24 janvier 2022, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « high yield ». Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 1^{er} février 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 février 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 - Yellow Dog Productions - jianguifang

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean Baptiste, Stratégiste

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, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

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

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurelien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit