

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## Le casse-tête entre atterrissage brutal et atterrissage en douceur à l'automne

La saison estivale a représenté une embellie temporaire pour les investisseurs, les principaux marchés d'actions ayant rebondi jusqu'à mi-août. Cette tendance a été soutenue par une série d'hypothèses sur les thèmes clés du marché : l'inflation était supposée avoir atteint son pic et commencer à s'atténuer ; la croissance était supposée être sur la voie d'un atterrissage en douceur ; et les banques centrales devaient avoir fait l'essentiel en guidant les marchés vers des hausses de taux directeurs.

En juin, nous pensions qu'un rebond était en vue, car le marché avait été survendu dans un contexte d'économie américaine encore résiliente, ce qui a étayé notre préférence pour le marché d'actions américaines dans le cadre d'une allocation globale prudente sur les actions. Le principal soutien du marché au cours de la période estivale a été l'attente d'un éventuel changement de cap de la part de la Fed, après des mesures plus intransigeantes que prévu jusqu'à présent. Dans un scénario où « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », les chiffres négatifs du PIB trimestriel américain ont soutenu ce scénario. La saison des résultats du deuxième trimestre montrant toujours des tendances positives, l'environnement de marché porteur s'est traduit par un assouplissement des conditions financières, compliquant encore la tâche des banques centrales. Maintenant que la Fed a réaffirmé sa posture intransigente, nous commençons à voir de nouveaux mouvements baissiers, qui pourraient se poursuivre, les marchés devant encore intégrer la hausse des taux réels. À l'heure actuelle, nous ne voyons aucun élément déclencheur positif permettant au rebond de se poursuivre, alors que les risques augmentent à l'approche de l'automne, dans un contexte économique plus morose. Pour faire face à cet environnement, nous pensons que les investisseurs doivent ajuster leurs positions d'allocation d'actifs. En particulier :

- **Il est temps de réduire l'exposition aux actions et de se positionner de manière plus défensive.** Bien qu'une récession mondiale puisse être évitée, après le rebond récent, aucun élément n'invite à une position positive sur les marchés d'actions alors que les risques augmentent. Compte tenu des facteurs susceptibles d'engendrer de la volatilité à court terme (communication des banques centrales, actualité liée à la crise énergétique, faiblesse macroéconomique mondiale), nous avons commencé à adopter un **positionnement plus prudent vis-à-vis des actions**.
- **Au sein des actions, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe ainsi que pour la Chine. Cependant notre préférence pour la Chine est moins marquée qu'auparavant, en raison de la volatilité due aux restrictions liées à la pandémie de Covid et à la faiblesse du secteur immobilier.** Même si l'économie américaine décélère, elle demeure beaucoup plus résiliente que l'Europe. Du fait de la contraction des marges, des consommateurs en difficulté et du ralentissement de l'activité économique, le pouvoir de fixation des prix et la croissance du chiffre d'affaires des entreprises s'en trouvent limités. Alors que les résultats des entreprises au troisième trimestre devraient être résilients, nous pourrions voir les bénéfices entrer en territoire négatif en 2023. Par conséquent, **nous sommes globalement plus défensifs qu'auparavant et particulièrement sélectifs**.
- **Les obligations sont de retour, mais une approche active est primordiale compte tenu de l'incertitude toujours élevée.** Après l'importante revalorisation du premier semestre et alors que nous nous dirigeons vers un environnement où le risque de récession est plus élevé, les emprunts d'État méritent qu'on s'y intéresse car les rendements sont désormais plus attractifs. Nous recommandons ici une approche tactique de la gestion de la durée, étant donné que les marchés sont guidés à la fois par les attentes en matière d'inflation et de croissance, ce qui pousse les rendements dans des directions différentes en fonction de la situation qui prévaut. Dans le domaine du crédit, nous demeurons prudents, notamment sur le segment du haut rendement. Nous privilégions le segment *investment grade* et les États-Unis par rapport à la zone euro, car les fondamentaux américains présentent moins de risque de dégradation grâce à une économie plus résiliente. Nous insistons sur le fait qu'une approche de gestion active des obligations est essentielle à ce stade, compte tenu des risques d'une nouvelle accélération de l'inflation due aux prix de l'énergie et aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, ce qui pourrait conduire à un durcissement de ton de la Fed plus marqué que celui actuellement intégré par le marché.
- **Les marchés émergents (ME) offrent certaines opportunités.** Malgré les facteurs macroéconomiques défavorables, nous ne prévoyons pas de risques systémiques pour les

### Sentiment de risque global



L'aggravation des scénarios de stagflation nous incite à plus de prudence à la marge, avec un positionnement diversifié et sélectif.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Légèrement plus prudent à l'égard des actions, en particulier en Europe.
- ▶ Positif sur la durée américaine en multi-actifs.
- ▶ Moins positif sur la Chine.

*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

marchés émergents, même si nous pensons que la probabilité d'une crise idiosyncrasique est plus élevée, d'où la nécessité d'une approche très sélective sur ces marchés. Les révisions à la baisse ont été plus modérées pour les marchés émergents que pour les marchés développés, confirmant le différentiel de croissance en faveur des pays émergents malgré la révision à la baisse de la Chine. En termes d'opportunités d'investissement, les actions des pays émergents semblent globalement bon marché et les prévisions de bénéfices se stabilisent. Nous sommes à la recherche d'opportunités en Amérique latine (Brésil), mais nous nous montrons prudents à l'égard de certains pays d'Europe de l'Est (Hongrie et Pologne). Le segment de la dette émergente offre quelques opportunités de revenus intéressantes et notre préférence va aux obligations libellées en devise forte, en particulier celles à haut rendement.

Pour l'avenir, la probabilité de risques baissiers reste élevée alors que l'environnement inflationniste se confirme. Une nouvelle dégradation des fondamentaux pourrait déclencher une nouvelle correction, les effets secondaires de la politique monétaire sur l'économie étant le catalyseur potentiel de la réduction du risque. **Le moment est donc venu d'adopter une attitude prudente et d'être vigilant quant à l'évolution de l'environnement économique.**

AMUNDI INSTITUTE

Vue d'ensemble en bref



Monica DEFEND,  
Directrice d'Amundi Institute

La dernière mise à jour des prévisions macroéconomiques confirme que le scénario de stagflation gagne du terrain et touche toutes les zones géographiques, mais avec une intensité différente

Trois questions cruciales pour les investisseurs

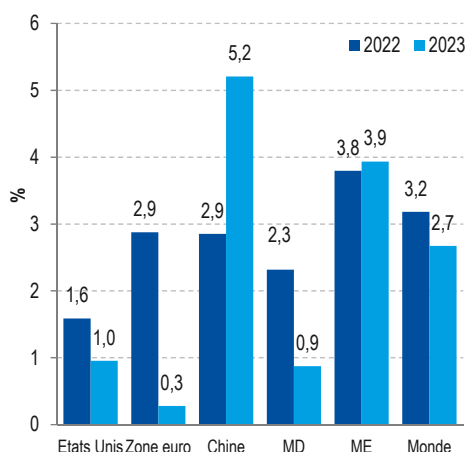
Allons-nous vers une récession mondiale ?

Les perspectives de croissance se sont clairement assombries au cours de l'été, avec en ligne de mire le risque de rationnement du gaz en Europe, un ralentissement de la Chine et une récession technique aux États-Unis. Notre scénario principal est désormais plus pessimiste, avec des révisions à la baisse de nos prévisions de PIB pour les États-Unis, la zone euro, le Royaume-Uni et la Chine. En Europe, le choc stagflationniste semble inévitable, et les difficultés croissantes sur le front du gaz impliquent qu'il devrait se prolonger. Il faut donc s'attendre à une contraction du PIB au dernier trimestre de cette année et au premier trimestre 2023. Aux États-Unis, un atterrissage en douceur semble encore possible, mais les risques de récession pour mi-2023 se sont accrus. La détérioration de l'activité économique américaine n'est pas encore le résultat du resserrement actuel de la politique monétaire de la Fed, et le marché du travail reste solide, même s'il commence à se fragiliser. Les chiffres du PIB pour le deuxième trimestre ont indiqué une récession technique, mais les estimations les plus récentes de celui-ci et du revenu intérieur brut indiquent toujours que l'économie est en expansion. Ces incohérences dans les données complexifient encore davantage l'exercice l'évaluation de la situation économique américaine. Concernant la Chine, la croissance a encore été revue à la baisse. La reprise du secteur du logement devrait être beaucoup plus faible qu'attendu, cependant nous tablons toujours sur une reprise de l'économie. Pour le reste de l'année, nous pensons que la poursuite de la réouverture post-Covid et le soutien de l'ensemble des politiques publiques seront les principaux moteurs du rebond économique, mais les investisseurs seraient bien avisés de garder un œil sur le risque de récession en Chine, car des difficultés à court terme persistent.

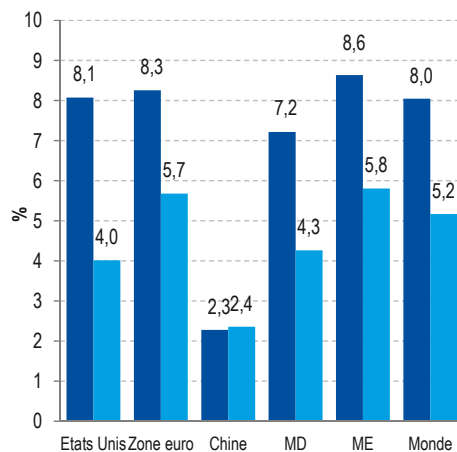
L'inflation ralentit-elle ?

L'inflation demeure élevée, avec un IPC en glissement annuel de 8,5 % aux États-Unis (contre 9,1 % en juin) et de 8,9 % dans la zone euro (contre 8,6 % en juin). Avec la décélération de l'économie mondiale, les goulets d'étranglement et les pressions sur les prix s'atténuent, mais restent importants. Cela devrait faire baisser l'inflation des biens, mais celle des services continue d'augmenter, maintenant une pression inflationniste globale élevée. L'inflation s'atténue à des vitesses différentes à travers le monde, l'évolution des prix de l'énergie étant la principale source de ces divergences. La zone euro est actuellement confrontée aux difficultés les plus importantes. L'inflation devrait atteindre un pic proche de 10 % en hiver, puis décélérer à partir de 2023. La hausse des factures de gaz naturel (le prix du gaz naturel est plus de sept fois plus élevé par rapport à l'année précédente) pourrait être suivie d'autres augmentations. Globalement, les chiffres de l'inflation devraient rester volatils, ce qui devrait compliquer encore l'évaluation par les banques centrales de l'efficacité de leurs mesures.

Croissance du PIB réel



Croissance de l'IPC en GA



Source : Institut Amundi, DataStream, Bloomberg. Données au 31 août 2022. Le graphique ci-dessus présente les prévisions de l'Institut Amundi, au 31 août 2022. IPC : indice des prix à la consommation. MD : marchés développés. ME : marchés émergents.

## AMUNDI INSTITUTE

**Que devons-nous attendre des banques centrales ?**

Les banques centrales restent déterminées à lutter contre l'inflation, comme elles l'ont récemment réaffirmé lors de la réunion de Jackson Hole, où le message belliciste envoyé au marché était que la maîtrise de l'inflation est la priorité absolue. Toutefois, comme l'histoire l'a montré, les banques centrales ne doivent pas crier victoire trop tôt. Avec une croissance soutenue des salaires, loin du niveau souhaité, et une inflation élevée, bien que ralentie, la Fed devrait relever ses taux au-delà du niveau neutre et nous prévoyons maintenant une hausse de 75 pb en septembre, puis de 25 pb lors de chacune des trois réunions suivantes du FOMC, soit un taux final de 4 %. La BCE devrait également lutter contre l'inflation et risque de relever les taux de manière excessive. La décision prise en juillet de relever les taux de 50 pb au lieu des 25 pb annoncés précédemment, d'abandonner ses prévisions et de devenir complètement dépendante des données allait dans ce sens, à savoir concentrer ses efforts sur le début de la période et utiliser au mieux la fenêtre d'opportunité limitée qui se présente avant que la croissance ne soit compromise. L'annonce de l'instrument de protection de la transmission (IPT) soutient indirectement cette stratégie plus active. Selon nous, le taux final devrait atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année. Un relèvement de 0,75 % se profile maintenant pour septembre.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Réduire le risque dans un contexte de forte incertitude



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



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

*Dans l'attente d'une plus grande clarté sur le cycle économique, la visibilité sur les bénéfices devrait être limitée et, par conséquent, nous avons opté pour plus de prudence vis-à-vis des actions, en augmentant la durée*

Les marchés se sont récemment repliés malgré des bénéfices supérieurs aux attentes au deuxième trimestre, les entreprises ayant publié des prévisions peu encourageantes. Les anticipations de bénéfices du marché sont trop optimistes selon nous, même après les récentes révisions à la baisse. Par conséquent, nous nous montrons **plus prudents à l'égard des actifs risqués**, mais nous ne pensons pas que le moment soit venu de procéder à une réduction structurelle du risque. Les investisseurs devraient plutôt ajuster leur exposition en ajoutant des garanties à la lumière de l'environnement de récession, en particulier en Europe. Nous sommes de ce fait également **plus vigilants vis-à-vis des actions européennes** et légèrement moins positifs sur la Chine. D'un autre côté, il est possible de tirer parti des différents contextes économiques qui prévalent dans les pays émergents. Globalement, les investisseurs devraient explorer un large éventail d'actifs afin de conserver un positionnement diversifié (matières premières, devises), ainsi que des couvertures suffisantes.

### Des Idées à conviction forte

**Nous sommes globalement prudents concernant les actions, même si nous dégradons tactiquement l'Europe** car la région est plus exposée (que les États-Unis) à l'aggravation des risques de stagflation. Par conséquent, nous maintenons notre préférence relative pour les États-Unis par rapport à l'Europe. En effet, le pays offre une stabilisation des rendements réels, ainsi que des valorisations attractives et un meilleur environnement pour les marchés de qualité/croissance, ce qui favorise les États-Unis par rapport à l'Europe. Dans les pays émergents, nous sommes optimistes à l'égard de la Chine, mais nous pensons que la politique de

tolérance zéro à l'égard du Covid et le malaise dans le secteur du logement devraient peser sur les actions à court terme.

**Dans le segment obligataire, nous sommes désormais légèrement positifs en duration à travers les États-Unis** (après que les rendements américains à 10 ans ont dépassé 3,0 %) mais nous sommes neutres sur les pays core de l'Europe. À ce stade, la politique intransigeante de la Fed soutient une inversion de la courbe, ce qui devrait se traduire par des rendements à court terme plus élevés et exercer simultanément des pressions à la baisse sur la courbe à long terme. Toutefois, cela ne signifie pas que nous anticipons une récession aux États-Unis. Dans les pays core de l'Europe, les mesures prises par la BCE sont un peu plus ambiguës. Outre le contrôle de l'inflation, la BCE cherche à éviter toute fragmentation au sein de la zone euro, par exemple en Italie. Nous pensons que la BCE devrait maintenir son soutien aux marchés périphériques, notamment les BTP, ce qui nous permet de rester légèrement optimistes, tout en surveillant l'actualité politique. Au Royaume-Uni, nous avons une opinion positive à l'égard des taux réels à 5 ans. Nous sommes toujours d'avis que les relèvements de taux de la BoE prévus par le marché sont excessifs compte tenu de la faiblesse de l'économie, allégeant ainsi la pression sur l'ampleur de la hausse des taux réels. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, nous sommes neutres.

**Le segment des obligations d'entreprise comporte des situations très contrastées et, même si nous préférons les obligations américaines IG à leurs homologues européennes, nous avons opté pour un biais globalement neutre.** Malgré les signes de confiance de la part des investisseurs en

### Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions			■					
Crédit	↘				■			
Duration	↘					■		
Pétrole	↗				■			
Or					■			

Source : Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de trois à six mois, basée sur les opinions exprimées lors du comité d'investissement mondial le plus récent. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation des classes d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et le niveau de conviction (+/+/++/+). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée. CGB = emprunts d'État chinois, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, FX = forex/marché des changes, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice des obligations émergentes, QT = resserrement quantitatif.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

Europe, nous demeurons prudents sur le crédit européen, mais gardons un œil actif sur les segments de grande qualité. D'autre part, le marché américain IG présente des fondamentaux d'entreprise solides, de meilleures perspectives économiques (par rapport à l'Europe), des valorisations attrayantes et devrait potentiellement rester résilient en cas de nouvelle détérioration du sentiment de crédit. Toutefois, il est important de surveiller les effets de l'inflation et de la politique de la Banque centrale sur les marchés.

**Les divergences à travers le monde et les tensions géopolitiques (fuite vers les valeurs refuges) créent des opportunités relatives dans l'univers des devises.** Dans les pays émergents, nous sommes désormais optimistes sur l'IDR par rapport au CNH, car la roupie pourrait profiter du cycle de relèvement des taux en Indonésie et des flux entrants sur le marché obligataire national, compte tenu de l'amélioration de la situation budgétaire du pays. Nous restons positifs concernant le réal brésilien par rapport à certains pays importateurs de matières premières d'Europe

de l'Est (Pologne et Hongrie). Dans les pays développés, nous sommes positifs (mais moins) sur le CHF par rapport à l'EUR du fait de risques géopolitiques persistants, et sur l'USD par rapport au CAD et à l'EUR. Quant à la NOK, qui a bénéficié d'une politique étonnamment rigoureuse de la part de la banque centrale norvégienne, notre opinion demeure positive à son égard par rapport au CAD. Mais nous suivons cette première devise car il s'agit d'une monnaie cyclique qui pourrait être pénalisée en cas de correction des actifs risqués.

**Risques et couverture**

Les risques entourant la croissance économique et les bénéfices du troisième trimestre s'accroissent. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de conserver l'ensemble de leurs couvertures du risque actions sur leurs expositions européennes et américaines. De plus, le dollar devrait s'apprécier à court terme, soutenu par la politique intransigeante de la Fed. Les couvertures des investisseurs aux États-Unis doivent donc en tenir compte.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

La conviction du marché tablant sur des « taux plus élevés pour plus longtemps » et leur effet ultérieur sur la croissance économique créent des pressions opposées sur les rendements, ce qui exige un positionnement agile

## Plus optimistes à l'égard des obligations, mais sélectifs sur le crédit

L'inflation élevée, les politiques agressives de la Fed et de la BCE, ainsi que les anticipations du marché tirent les rendements et les actifs risqués à la hausse. Alors que l'idée que l'inflation pourrait être maîtrisée avait suscité une certaine modération, les récents commentaires bellicistes des responsables politiques ont exercé une pression à la hausse sur les rendements. Le fléchissement de la croissance économique, notamment en Europe, complique encore la situation. Il est donc important à l'heure actuelle de comprendre dans quelle mesure, le cas échéant, les banques centrales peuvent revoir leurs postures intransigeantes pour aider les économies à surmonter les craintes de récession à venir.

**Cela se traduit par une préférence pour une approche agile, et un accent sur la liquidité et la qualité dans l'univers des actifs risqués.**

Les obligations des pays émergents offrent des opportunités, mais nous vous recommandons d'être sélectifs.

les opportunités au Royaume-Uni, où nous sommes neutres, et au Japon (positionnement prudent), mais nous voyons des possibilités de diversification dans la dette publique chinoise. En ce qui concerne les seuils de rentabilité, nous avons légèrement revu notre opinion à la hausse sur les États-Unis et la zone euro.

**Du côté des obligations d'entreprise,** nous sommes attentifs au risque de décompression des spreads et suggérons aux investisseurs de rester neutres. En outre, nous privilégions la qualité (IG supérieur) et la dette moins risquée plus haut dans la structure du capital. Même dans le segment HY, nous privilégions la dette subordonnée des émetteurs IG. Nous pensons également qu'il existe des opportunités intéressantes sur les marchés primaires, à savoir le secteur financier en Europe, mais les investisseurs doivent être sélectifs et conscients des risques de liquidité. Sur le plan sectoriel, nous apprécions la finance de manière sélective.

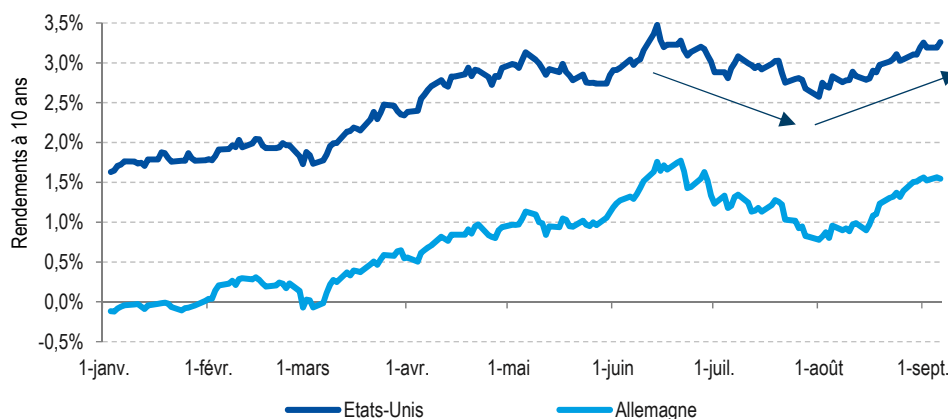
### Obligations mondiales et européennes

**Nous avons un point de vue proche de la neutralité sur la durée, mais nous conservons la possibilité de modifier ce positionnement.** Ainsi, nous réduisons légèrement notre position prudente sur les États-Unis et restons neutres/légèrement défensifs sur les pays core de l'Europe. Dans les pays semi-core et périphériques, les spreads sont contenus, mais nous préférons rester neutres/prudents sur la dette périphérique pour le moment. Ailleurs, nous explorons

### Obligations américaines

Les marchés oscillent entre les scénarios d'une économie en décélération et d'une Fed intransigente ayant réussi à restaurer une certaine crédibilité en matière de lutte contre l'inflation. De plus, les conditions financières se sont assouplies malgré les annonces de resserrement de la Fed. Ainsi, si nous restons neutres en durée, nous sommes très actifs et tactiques pour ajuster/renforcer notre position en fonction de l'ampleur des variations de rendement. Nous surveillons également les rendements réels

### Les rendements évoluent entre les politiques intransigeantes des banques centrales et les inquiétudes entourant la croissance



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 1<sup>er</sup> septembre 2022

GFI = obligations mondiales, FX ME/MEM = devises des marchés émergents, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, CRE = immobilier commercial, QT = resserrement quantitatif.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

- après leur récent rebond - afin d'évaluer les meilleurs points d'entrée sur les TIPS. Dans le crédit, les spreads des MBS d'agences sont désormais revenus à leur juste valeur et nous pensons donc que les investisseurs pourraient envisager de réduire leur durée de *spread*. Nous restons sélectifs en matière de crédit et nous surveillons le récent rebond des titres IG et HY, dont les valorisations sont désormais proches de leurs moyennes à long terme. Si nous sommes optimistes à l'égard du segment IG, nous sommes prudents sur le segment HY en raison des inquiétudes entourant les fondamentaux et les bénéfiques. Dans l'ensemble, nous gardons une position agile dans un contexte de visibilité limitée.

**Obligations des marchés émergents**

Nous sommes prudents vis-à-vis de la durée des marchés émergents, mais nous reconnaissons que la normalisation de la politique monétaire dans ces pays est plus avancée que dans les pays développés,

créant des opportunités dans le segment libellé en devise forte (nous préférons le HY au IG). Concernant les titres libellés en devise locale, nous sommes très sélectifs du fait des incertitudes liées à l'inflation et des différences de rythme de resserrement entre les pays, mais nous apprécions les pays offrant un portage élevé, comme l'Afrique du Sud et le Brésil. En Chine, nous surveillons la décélération de la croissance, les risques géopolitiques et les politiques gouvernementales.

**Devises**

L'évolution de la croissance chinoise et les tensions géopolitiques en Europe créent un environnement compliqué pour les devises. L'USD devrait continuer à bénéficier des incertitudes mondiales à court terme, tandis que l'EUR, la GBP, le CNH et d'autres devises cycliques devraient rester faibles. Sur les marchés émergents, nous apprécions le MXN et le CLP.



ACTIONS

## La qualité et la résilience des bénéficiés en point de mire



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Cette année a été marquée par une dégradation des multiples en anticipation d'un ralentissement, ce qui se reflète dans la faiblesse des indicateurs avancés. Nous restons donc sélectifs et donnons la priorité à la solidité des bilans

### Évaluation globale

L'inflation élevée (aggravée par les prix du gaz / des matières premières) et le moral en berne des consommateurs affectent les revenus réels et, par conséquent, les dépenses discrétionnaires. Les marchés semblent toutefois croire à un scénario idéal dans lequel les banques centrales parviendraient à maîtriser l'inflation sans provoquer de récession significative. Nous pourrions observer une certaine stabilité à court terme des multiples si les rendements se stabilisent, mais les bénéficiés devraient continuer de déterminer l'orientation du marché à moyen terme et c'est là que des fragilités pourraient apparaître. **Par conséquent, notre priorité est de compléter la sélection de titres par une approche axée sur la qualité et la valeur afin d'identifier les entreprises qui récompensent les actionnaires.** Nous sommes convaincus de la résilience relative des États-Unis et de la Chine, mais nous sommes conscients des facteurs géopolitiques et économiques défavorables auxquels cette dernière est confrontée.

### Actions européennes

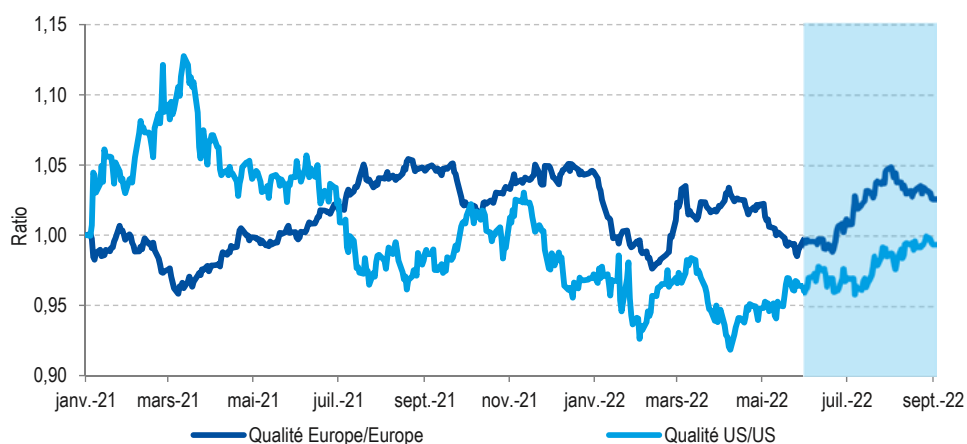
**Nous sommes un peu plus sélectifs aujourd'hui, car les bénéficiés de cette année et de l'année prochaine pourraient être affectés en raison du manque de visibilité.** Dans cet environnement, les investisseurs doivent conserver une approche équilibrée, en se concentrant sur des caractéristiques, telles que le pouvoir de fixation des prix des entreprises, leurs atouts individuels par rapport à leurs concurrents et la

différenciation des produits. Nous pensons également que le moment est venu de donner la priorité à la solidité des bilans. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs défensives de la consommation de base et de l'industrie. Mais les facteurs communs à l'ensemble de nos portefeuilles sont la correspondance entre les valorisations et la capacité de bénéficiés d'une entreprise, ainsi que la qualité de ceux-ci. En revanche, nous avons renforcé notre position prudente sur les technologies de l'information et restons défensifs sur l'énergie. Globalement, nous pensons que les investisseurs doivent s'en tenir aux fondamentaux et regarder au-delà du court terme.

### Actions américaines

La Fed a clairement indiqué sa volonté de contrôler l'inflation, même si cela implique de freiner l'économie. Par ailleurs, les estimations de bénéficiés semblent encore trop optimistes et seront révisées à la baisse, mais pas assez tôt car, habituellement, ces révisions ne permettent pas d'anticiper un ralentissement. **Nous pensons que dans cet environnement, les investisseurs doivent continuer à se concentrer sur les bénéficiés et les valorisations.** Sur ce dernier point, nous constatons que les secteurs défensifs traditionnels sont onéreux et offrent peu de valeur en termes de rendement à long terme. Nous n'aimons pas ces actions surévaluées et celles dont la croissance n'est pas rentable. En général, nous nous concentrons sur les sociétés dont les activités sont résilientes et qui ont la réputation de récompenser leurs actionnaires

### Performance des actions de qualité par rapport aux marchés



Source : Institut Amundi, Bloomberg, au 1<sup>er</sup> septembre 2022. Europe = MSCI Europe Quality et MSCI Europe. États-Unis = Russell 2000 Quality Factor et S&P 500.

## ACTIONS

par des dividendes/rachats d'actions, même en période de récession. Toutefois, les valeurs cycliques, qui sont généralement affectées en cas de ralentissement de l'économie, ont été malmenées. Cela est particulièrement vrai pour les secteurs de marché davantage axés sur la qualité, qui semblent aujourd'hui attractifs. Ces valorisations font l'objet d'un grand débat en interne, alors que nous évaluons l'ampleur de l'impact de la récession en restant patients et sélectifs.

**Actions émergentes**

Nous sommes prudents vis-à-vis des marchés émergents en raison des risques géopolitiques

(Chine/Taiwan/États-Unis), du cycle actuel de resserrement macroéconomique et de la poursuite de la guerre en Ukraine. Des valorisations attractives et d'importantes divergences persistent cependant. Nos principales convictions sur le plan sectoriel concernent la consommation discrétionnaire et l'immobilier, avec une préférence pour l'énergie. Nous privilégions des pays tels que le Brésil et les EAU à un moment où nous sommes légèrement moins positifs sur la Chine en raison d'incertitudes à court terme. Enfin, nous renforçons notre confiance à l'égard des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.

**ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI**

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La consommation globale est solide, mais des signes précurseurs de faiblesse sont apparus. Dans ce contexte, la croissance des bénéfiques (cette année et en 2023) devrait stimuler les marchés. Nous restons donc attentifs à tout signe de fléchissement de la demande et, dans le même temps, nous sommes en quête de sociétés qui présentent un fort potentiel de bénéfices et qui ont l'habitude de récompenser leurs actionnaires.
	Actions US Value	+		Les actions sous-évaluées ont surperformé cette année, mais cette surperformance n'a pas été linéaire, pénalisée par l'émergence d'inquiétudes concernant la croissance. Nous pensons que les investisseurs devraient compléter leurs positions value par des titres de qualité moins cycliques, capables de mieux résister à la pression sur les bénéfiques et d'offrir des valorisations attractives. D'autre part, nous évitons les actions sous-évaluées onéreuses et en difficulté, et demeurons sélectifs.
	Actions US Croissance	-		Étant donné que la Fed semble déterminée à relever les taux afin de maîtriser l'inflation, nous pensons que cela pourrait exercer une pression supplémentaire sur les valeurs de croissance, en particulier celles qui sont chères et non rentables. Certaines valeurs de croissance de qualité affichent des valorisations raisonnables, mais nous continuons à nous concentrer sur le potentiel de bénéfiques.
	Europe	--	▼	L'inflation élevée pourrait bien causer une récession dans la région, car, en augmentant le coût de la vie, elle finira par peser sur la demande des consommateurs. Nous anticipons des risques à court terme sur les bénéfiques et adoptons un biais légèrement plus prudent. Nous continuons cependant à nous concentrer sur la sélection des titres, la solidité des bilans et les sociétés capables de dégager des bénéfices durables.
	Japon	=		Le ralentissement de la croissance mondiale pourrait s'avérer défavorable pour les marchés japonais axés sur les exportations, mais les valorisations relativement attrayantes et l'affaiblissement du yen les soutiennent.
	Chine	=/+	▼	Le soutien politique, la réouverture de l'économie et l'évolution vers un modèle de croissance plus équilibré sont autant d'éléments positifs. Cependant, les confinements ponctuels liés au Covid et la faiblesse du secteur du logement sont susceptibles de peser sur la croissance économique à court terme.
	Marchés émergents	=		Même si des divergences continuent de prévaloir parmi les ME, le différentiel de croissance entre ces derniers et les MD évolue en faveur de ces derniers. Cela souligne la nécessité d'être sélectif et attentif aux risques géopolitiques et à l'impact des matières premières / de l'inflation sur la demande intérieure. Nous apprécions le Brésil et les EAU (exportateurs de matières premières) mais sommes prudents à l'égard de la Thaïlande.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		Les rendements oscillent dans des directions opposées, en fonction des attentes du marché en matière d'inflation, de croissance économique et de réponse politique de la Fed. Bien qu'aux États-Unis, un « atterrissage en douceur » semble possible, l'inflation reste élevée et, par conséquent, la Fed conserve sa posture intransigeante. Nous restons donc neutres mais très actifs. Nous évaluons également le marché des TIPS après la récente hausse des rendements réels.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		La classe d'actifs offre un portage intéressant, affiche des fondamentaux solides et devrait bénéficier de la résilience de l'économie américaine. La visibilité sur les bénéfiques est toutefois limitée en raison de certaines pressions sur la demande des consommateurs. En outre, les valorisations sont proches de leurs moyennes à long terme, et nous restons donc sélectifs.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Dans un environnement de croissance modérée, nous pensons que les investisseurs doivent être attentifs aux perspectives de défaut et à la manière dont la faiblesse des bénéfiques pourrait affecter les capacités de génération de flux de trésorerie et les fondamentaux, qui demeurent solides pour l'instant. Nous nous concentrons sur la liquidité à la lumière du resserrement de la politique de la Fed et de la persistance de l'inflation.

**ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI**

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		La BCE s'est engagée à contrôler l'inflation et elle pourrait procéder à un relèvement de taux plus important que prévu. Elle doit cependant trouver un équilibre en considérant la nécessité d'éviter toute fragmentation. Nous sommes neutres sur les pays core de l'Europe mais flexibles sur l'ensemble des courbes. Même pour la dette périphérique, nous sommes neutres, face aux pressions potentielles de l'actualité politique, malgré le soutien de la BCE.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les perspectives de récession à court terme, l'inflation élevée et la politique intransigeante de la BCE sont autant de pressions potentielles sur les bénéfiques et les spreads. Ainsi, tout en privilégiant la qualité au sein de nos portefeuilles, nous surveillons les risques de décompression et nous vérifions si les fondamentaux sont susceptibles de se détériorer en raison des pressions sur la demande de consommation.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes vigilants en ce qui concerne le HY européen et nous surveillons les perspectives de défaut, qui sont solides pour l'instant. Mais si les conditions financières se durcissent et que les marchés subissent des pressions, la liquidité pourrait s'assécher, en particulier dans les secteurs surendettés, pour lesquels nous avons opté pour la prudence.
	Govies Chine	=/+		La Chine continue d'offrir un avantage en termes de diversification et le recul de la croissance du pays, ainsi que sa politique accommodante, devraient être favorables aux obligations. Toutefois, nous surveillons l'évolution du secteur immobilier.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Avec une préférence pour les obligations HY (malgré le récent rebond induit par les flux entrants) par rapport à leurs homologues IG, nous pensons que les obligations libellées en DF offrent des opportunités intéressantes mais nous restons sélectifs. À court terme, certaines émissions du marché primaire pourraient être disponibles avec une décote.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes prudents et très sélectifs en raison de l'inflation et préférons les carry trades élevés (notamment Afrique du Sud et Brésil). Les devises des ME pourraient être mises à mal à court terme, le dollar se renforçant, et nous privilégions donc les opérations de valeur relative.
AUTRES	Matières premières			La décélération de la croissance mondiale et de la demande chinoise pourrait plafonner les prix du pétrole et d'autres matières premières cycliques. Toutefois, les risques de baisse semblent limités compte tenu de la persistance des problèmes d'approvisionnement et de l'incertitude géopolitique. Notre objectif à 3 mois pour le WTI est de 100 USD/baril. Les fondamentaux de l'or sont un peu compliqués. Le resserrement de la politique monétaire de la Fed et la hausse des taux réels ne sont pas favorables à court terme.
	Devises			L'USD devrait bénéficier de la hausse des taux aux États-Unis et des pressions sur la croissance mondiale. Notre objectif à 6 mois pour l'EUR/USD est de 1,0 et la monnaie européenne pourrait même passer sous la parité à court terme. Cependant, si la Fed devient accommodante (ce qui ne correspond pas à notre scénario central à moyen terme), cela mettrait le billet vert sous pression.

**LÉGENDE**



Source : Amundi, au vendredi 2 septembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émergentes libellées en devise forte/devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://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 02 septembre 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: 12 septembre 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs 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*

**DELBO'Debora**, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PERRIER Tristan**, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**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*

**MC CONWAY Nick**, *Responsable des actions Asie hors Japon*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*

**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *Spécialiste communication*

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