

VUES DES CIO

Des divergences et une grande réévaluation des actifs



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Nous constatons des divergences importantes dans les perspectives économiques et dans les performances des marchés (nous avons revu à la baisse les perspectives économiques pour l'Union européenne et la Chine par rapport à celles de l'économie américaine, plus résiliente). En particulier :

(1) Anticipations d'inflation - pic à court terme vs hausse à long terme : l'inflation à court terme pourrait commencer à décroître, mais les perspectives à plus long terme font état d'une inflation persistante (notamment, l'inflation liée au logement) qui reste élevée (plus difficile à inverser), compte tenu des risques géopolitiques et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans le contexte du confinement de Shanghai.

(2) Risques de récession : l'économie des États-Unis reste solide, alors que la zone euro est la plus exposée au risque de stagflation. A minima, nous traverserons très probablement une récession de courte durée au second semestre, celle-ci étant déclenchée par l'Allemagne et l'Italie, tandis que la France et l'Espagne pourraient faire preuve d'une certaine résilience. Pour ce qui est de la Chine, nous pensons que l'objectif officiel de 5,5 % de croissance pour 2022 sera difficile à atteindre.

(3) Trajectoires divergentes pour les banques centrales : la Fed pourrait rejoindre le club des banques centrales qui relèvent leurs taux par tranches de 50 points de base afin de passer le plus rapidement possible à une politique neutre, tandis que la BCE restera plus dépendante des données. La BoJ maintient son positionnement accommodant pendant qu'en Chine, la PBoC reste prête à abaisser son taux directeur.

(4) Bénéfices - les anticipations restent soutenues (malgré des disparités régionales) tandis que le sentiment des consommateurs est faible. L'actuelle saison de publication des résultats devra être surveillée de près, car tout signal fort de la part des entreprises annonçant une nouvelle poussée inflationniste pourrait pousser la Fed à intervenir. En Europe, durant cette saison de publication des résultats, il sera essentiel de se concentrer sur les orientations prospectives, car une récession des bénéfices causée par les répercussions de la guerre est de plus en plus probable, bien que celle-ci ne soit probablement pas encore perceptible dans les chiffres.

Du point de vue des investissements, il convient de conserver une position neutre sur le risque, pour autant il est possible de miser sur certaines divergences entre les classes d'actifs :

- **En ce qui concerne les obligations, le marché a rapidement intégré le durcissement de position de la Fed.** Les ajustements ont d'abord concerné le segment à court terme de la courbe, mais plus récemment, le segment à 10 ans a lui aussi amorcé une nouvelle hausse, le rendement à 10 ans atteignant 2,9 %. **À long terme, la trajectoire des taux reste haussière, mais compte tenu des derniers mouvements du marché, maintenir un positionnement aussi court, comme nous avons pu le faire dernièrement n'a plus de sens,** en particulier sur le segment court terme de la courbe. C'est pourquoi nous ajustons tactiquement notre positionnement sur la duration. Il y a encore moyen de jouer les opportunités tactiques de valeur relative et les opportunités de courbe en Australie, au Canada, ainsi qu'en France, où l'incertitude entourant les résultats de l'élection présidentielle a fait grimper les *spreads*.
- **Sur le marché des changes, la hausse des prix des matières premières devrait profiter au réal brésilien face au dollar américain,** tandis que le conflit Russie-Ukraine continue de profiter au franc suisse face à l'euro. Nous privilégions également le dollar face à l'euro.
- **Les actions conservent leur avantage vis-à-vis du crédit à ce stade, mais la sélection reste néanmoins primordiale sur les marchés d'actions.** La saison de publication des résultats qui se profile s'annonce plus délicate en Europe, où nous conservons un biais relatif court par rapport aux États-Unis, qui devraient se montrer plus résistants. Nous continuons de penser qu'une combinaison de titres value et de qualité (avec un biais moins cyclique et davantage axé sur les financières et les actions value plus défensives) est le meilleur moyen de trouver des opportunités dans des entreprises dont les bénéfices pourraient s'avérer moins volatils et moins sensibles à la hausse des taux. Le réajustement à la baisse des valeurs de croissance, en particulier des titres les plus chers, n'est, selon nous, pas encore terminé.
- **Dans le domaine du crédit, nous restons prudents en nous orientant davantage vers des titres moins risqués dans nos allocations obligataires. Dans notre quête de revenu, nous**

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Chercher la valeur relative entre les actifs, privilégier les zones plus résilientes, mais sans augmenter le risque, car la directionnalité des marchés est faible.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Vers un positionnement plus neutre sur la duration.
- ▶ Optimisme accru sur les obligations des ME.
- ▶ Position tactique positive sur l'USD vs EUR.
- ▶ Couvertures renforcées sur le crédit et les actions.

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

voyons l'indice EM bonds d'un œil de plus en plus favorable, car celui-ci, avec la hausse récente des rendements, devrait être soutenu par la stabilisation du 10 ans américain, la baisse progressive du pétrole et l'amélioration de l'écart entre marchés émergents (ME) et marchés développés (MD). La composition de l'indice EM Bonds, qui privilégie l'Amérique latine et les exportateurs de matières premières, est également un facteur positif.

- **La diversification reste primordiale.** Nous pensons que renforcer l'exposition aux actifs réels dans des segments de marché plus résistants à l'inflation (infrastructures, prêts à taux variable et immobilier) et le recours à des stratégies peu corrélées aux classes d'actifs traditionnelles pourrait aider à faire face à cet environnement de marché hostile.

Pour conclure, à mesure que la grande réévaluation des actifs se poursuit, il faudra se tenir prêt à ajuster ses allocations pour composer avec l'inflation. Jusqu'à présent, l'essentiel de la réévaluation a concerné les obligations. **Mais nous nous attendons à ce que celle-ci s'étende au segment à plus long terme de la courbe et aux marchés d'actions les plus fragiles, ceux où les risques de récession sont en hausse (notamment les actions européennes). Pour autant, les disparités au sein des marchés offriront des opportunités de calibrage tactique du risque vers les zones les plus résilientes.**



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

À mesure que la Fed s'efforce d'équilibrer l'inflation et la croissance, il convient de garder à l'esprit qu'une réévaluation des taux aura des répercussions à la fois sur les portefeuilles d'obligations et d'actions

La Fed laisse-t-elle filer l'inflation ?

À en juger par le contexte actuel aux États-Unis, selon toute mesure raisonnable de l'inflation, la Fed a pris « du retard dans la normalisation de sa politique monétaire ». L'inflation galopante se situe bien au-delà de l'objectif de 2 % de sorte que le FOMC (Comité de politique monétaire) devrait relever ses taux plus rapidement afin d'enrayer la hausse des prix. Concernant la notion selon laquelle la Fed aurait pris « du retard dans la normalisation de sa politique monétaire », le président de la Fed de Saint-Louis, James Bullard, propose deux interprétations :

- Dans le cadre d'une politique monétaire en conformité avec la Règle de Taylor, la Fed serait en retard d'environ 300 points de base.
- D'un autre côté, le rendement des bons du Trésor à deux ans est à 2,47 %, ce qui indique que l'écart n'est pas si important. Pour autant, la banque centrale doit encore relever ses taux pour rester en phase avec ses orientations prospectives.

Depuis les années 1960, l'inflation sous-jacente (core PCE) n'a été aussi élevée qu'aujourd'hui qu'à deux reprises. La première fois en 1974. À l'époque, la Fed avait minimisé les facteurs monétaires qui contribuaient à la hausse des prix et avait maintenu son taux directeur à un niveau relativement bas. C'est ainsi qu'elle *prit du retard*, provoquant de la volatilité dans l'économie réelle, une inflation plus élevée et de multiples récessions.

En 1983, elle ne voulut pas répéter son erreur et maintint ses taux élevés en dépit de la baisse de l'inflation, ce qui conduisit finalement à la récession de 1990-1991. Le scénario actuel ressemble davantage à celui de 1974, qui se caractérise par une inflation élevée, persistante et auto-entretenu, un taux directeur réel ex post faible et des taux nominaux orientés à la hausse, sans aucun moyen de stabiliser la volatilité de l'économie réelle. On notera que la normalisation de la politique monétaire comporte également un risque élevé de récession. **La Fed doit choisir entre juguler l'inflation au risque de déclencher une récession maintenant, ou gagner du temps pour que la croissance nominale augmente, moyennant un prix élevé à payer plus tard. Il est probable qu'elle penche vers la seconde option.**

Convictions

Pour ce qui est des répercussions en matière d'investissement, on assiste actuellement à une réévaluation mondiale du risque. Bien que celle-ci ait commencé sur le segment court terme, la dernière étape impactera le segment long terme, avec une pentification de la courbe des taux, marquant un point d'inflexion pour les actifs risqués. Les performances des actions et des obligations se détérioreront, voire s'inverseront, provoquant une sous-performance généralisée. **Le point de réévaluation des actions devrait être marqué par un biais pour les titres value et la qualité, ce qui laisse entrevoir une surperformance de ces secteurs.**

La poursuite de la réévaluation des actions et du crédit, signalée par un plafonnement du segment à 10 ans de la courbe, donnerait le top départ d'une reprise du risque.

AMUNDI INSTITUTE

Resserrement quantitatif de la Fed (QT) et valorisations cross-asset



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche Cross Asset

Le premier trimestre a radicalement modifié la politique monétaire et les orientations prospectives de la Fed. Les données macroéconomiques montrent que la demande reste très forte. Dans ce contexte, la Banque centrale a été contrainte de durcir le ton sur les hausses de taux et la réduction de son bilan. À l'avenir, les prix à la consommation forceront la Fed à agir et, éventuellement, à contenir l'atterrissage en douceur induit par la demande afin de prévenir les anticipations d'inflation structurellement plus élevée à long terme. L'effet secondaire de cette nouvelle politique sera l'assèchement des liquidités dans le régime actuel de reflation des actifs, ce qui créera un environnement moins favorable pour les marchés financiers.

La conséquence logique se traduira par un réajustement du niveau des marchés financiers au nouveau cadre, ce qui entraînera une réévaluation des multiples et des indicateurs de valorisation à des niveaux inférieurs. Auparavant, l'expansion du bilan de la Fed à 9 000 milliards de dollars avait comprimé la partie longue de la courbe et poussé les PER à la hausse. Les 3 400 milliards de dollars injectés pendant le confinement et la reprise post-Covid n'étaient que la dernière étape d'un processus pluriannuel.

Anticipation des répercussions sur les marchés (voir également le tableau ci-dessous)

- La normalisation de la politique monétaire (retour du bilan de la Fed à son niveau d'avant la crise) entraînera une contraction des multiples de valorisation et portera le 10 ans américain au-dessus de 3 %.
- Vu sous l'angle des différents indicateurs et outils, l'environnement financier poussera les actions et les titres obligataires à des niveaux de prix élevés, avec des corrections probables dans les deux classes d'actifs.
- En définitive, la réaction des marchés dépendra du degré de réussite de la Fed dans la gestion du ralentissement de la croissance et du cycle des bénéfices. En tout état de cause, les perspectives actuelles ne sont pas propices à une réévaluation des ratios cours/bénéfices.

| Horizon du QT | Réduction annuelle du bilan (1 000 milliards de dollars) | Réduction cumulée du bilan (1 000 milliards de dollars) | Contraction des PER ¹ | Bilan de la Fed/ dette publique US | 10 ans US ² |
|---------------|--|---|----------------------------------|------------------------------------|------------------------|
| Dans 1 an | 1,14 | 1,14 | 5,1 % | 25,8 % | 2,90 % |
| Dans 2 ans | 1,14 | 2,28 | 18,9 % | 22,1 % | 3,11 % |
| Dans 3 ans | 1,14 | 3,42 | 32,7 % | 18,3 % | 3,40 % |

Source: Amundi Institute, 19 avril 2022.

¹ Cours/bénéfices ajustés en fonction de l'expansion du bilan: distance par rapport à la moyenne en tenant compte du retour à la moyenne.

² Objectif de cours pour le 10 ans US en fonction du modèle Macro Nelson-Siegel d'Amundi et des niveaux d'endettement actuels.

**GESTION
DIVERSIFIÉE**

Jouer la valeur relative de la dette des ME et des actions US vs UE



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Dans un contexte de ralentissement de la dynamique économique, nous restons neutres sur le risque et attendons que la situation se clarifie avant de renforcer la directionnalité

Les révisions à la hausse de l'inflation poussent les banques centrales à accélérer leurs programmes de resserrement. La BCE se montre prudente en raison du niveau élevé des incertitudes en matière de croissance, tandis que la Fed semble vouloir atteindre au plus vite un taux directeur neutre. La géopolitique ajoute une nouvelle couche d'incertitude sur les marchés qui ressentent déjà l'impact de la stagflation causée par la pression à la hausse sur les matières premières.

Les disparités de l'action politique découlant des particularités de chaque région permettent aux investisseurs d'exploiter des opportunités de valeur relative sur la durée et les devises. Ceci implique également qu'il est important de ne pas augmenter le risque et d'être attentif aux valorisations pour identifier les paris intéressants, y compris dans les pays émergents. Il convient enfin de chercher à renforcer les couvertures sur le crédit et les actions et de maintenir un positionnement bien diversifié.

Des idées à conviction forte

Notre positionnement est neutre sur les actions, mais nous recherchons les opportunités de valeur relative en privilégiant les États-Unis par rapport à l'Europe en raison de la résilience de la demande des consommateurs et de la solidité des marchés du travail outre-Atlantique. De plus, en Europe, à mesure que la saison de publication des résultats progresse, nous constatons un risque accru lié à la hausse des prix à la production et aux pressions sur les marges. La volatilité ayant diminué récemment, nous pensons que les investisseurs pourraient exploiter cette opportunité de valeur relative au moyen d'options. En ce qui concerne les

marchés émergents, nous sommes neutres, mais nous évaluons attentivement la capacité du positionnement plus accommodant du gouvernement chinois à compenser les effets des nouveaux confinements liés au Covid.

Concernant la durée, nous sommes prudents sur les bons du Trésor américain (UST), car nous continuons de croire en la tendance haussière des rendements malgré la récente hausse. Notre approche flexible et active nous permet également d'explorer des opportunités sur les courbes de rendement d'autres régions. Nous sommes notamment constructifs en ce moment sur le 10 ans français (OAT) par rapport aux obligations d'État allemandes (Bund) en raison du portage attractif et des valorisations bon marché des OAT d'un point de vue historique. De même, nous restons optimistes sur les BTP italiens par rapport aux Bunds, mais estimons que les échéances plus longues présentent désormais une plus grande marge de resserrement des *spreads*. Nous sommes également positifs sur le 10 ans australien vis-à-vis du 10 ans britannique, car l'inflation australienne a jusqu'à présent été contenue par rapport à celle du Royaume-Uni, ce qui limite la pression sur la Banque de réserve d'Australie pour qu'elle relève ses taux directeurs. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, nous pensons qu'à court terme le CNY est confronté aux vents contraires résultant des tensions géopolitiques avec les États-Unis (qui provoquent des sorties de capitaux) et de la détérioration des perspectives économiques. C'est pourquoi nous ne voyons plus d'un bon œil la dette des administrations locales. Nous sommes en revanche optimistes quant au reste de l'indice EM Bonds, en raison de son portage élevé, de ses valorisations attractives et de son biais pour l'Amérique latine et les exportateurs de matières premières. Nous

| 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

continuons néanmoins de surveiller le risque lié aux taux de défaut dans les pays à haut rendement. Le crédit d'entreprises, tant aux États-Unis qu'en Europe, sera probablement affecté par la hausse des principaux taux et leur impact sur les bénéficiaires. Nous restons globalement neutres pour l'instant, avec une perspective légèrement positive sur l'IG par rapport au HY, compte tenu des préoccupations relatives aux valorisations du HY, notamment aux États-Unis. **Notre opinion sur les devises est le reflet de nos projections économiques** et de leur impact sur les devises respectives. Nous sommes actuellement prudents sur l'EUR face à l'USD et au JPY. Le différentiel de taux d'intérêt US/UE et les pressions inflationnistes en Europe pourraient peser sur l'euro. Deuxièmement, nous sommes positifs sur l'USD par rapport au CAD et au NZD, puisque le billet vert devrait

bénéficier d'une hausse des rendements réels américains. Enfin, nous maintenons notre avis sur la paire CHF/EUR en raison du statut de valeur refuge du franc et restons prudents sur la paire GBP/EUR. Dans les marchés émergents, nous sommes maintenant positifs sur la paire BRL/USD, car le réal devrait être soutenu par la vigueur des matières premières.

Risques et couvertures

Les tensions économiques et les risques géopolitiques invitent à renforcer les couvertures. Nous pensons qu'il convient de maintenir les couvertures sur le HY américain et de renforcer celles sur le crédit européen. Une protection des expositions aux actions européennes et américaines pourrait également se justifier, compte tenu des risques liés au durcissement de ton de la Fed.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les conditions financières ne se sont pas encore resserrées, mais les choses se corseront pour les actifs risqués lorsque l'augmentation des rendements réels s'accompagnera de pressions sur les bénéfices des entreprises

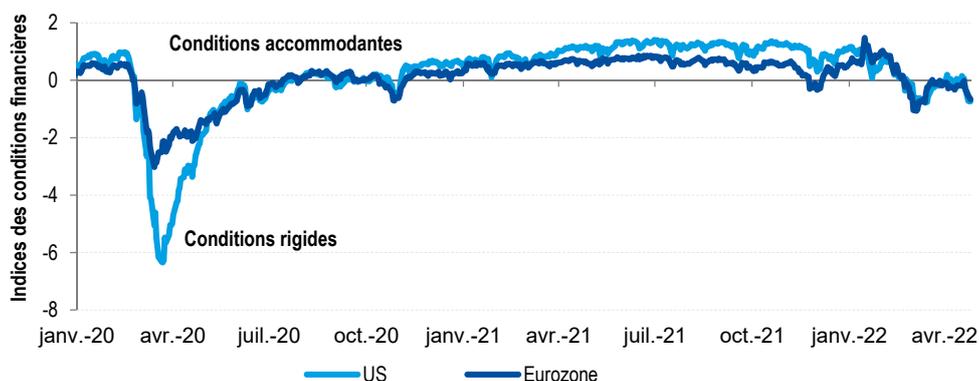
Durcissement des conditions financières : vigilance sur le crédit

L'inflation actuelle, particulièrement élevée est la conséquence de facteurs multiples, dont des années de sous-investissement dans le capital physique (infrastructures, capacités de production, etc.), le phénomène mondial de relocalisation et la répression financière dans le monde développé. Les banques centrales réagissent aux pressions inflationnistes, mais la Fed et la BCE semblent toutes deux avoir pris du retard dans la normalisation de leur politique monétaire, malgré leur orientation plus restrictive. À ce jour, les conditions financières ne se sont pas resserrées de manière significative, mais cela pourrait arriver si les banques centrales sont suffisamment agressives pour juguler l'inflation. **Une approche bottom-up vigilante sur le crédit est donc nécessaire pour se préparer aux disparités à venir. En ce qui concerne les emprunts d'État, les investisseurs doivent rester agiles, car ils apportent un soutien en période de stress, bien que l'orientation à long terme des taux soit à la hausse.**

Obligations mondiales et européennes

Nous avons adopté un positionnement moins prudent sur la durée dans les pays du cœur de la zone euro et aux États-Unis, car l'environnement économique incertain crée un afflux vers les actifs refuges. En outre, **nous recherchons les opportunités tactiques sur l'ensemble des courbes et des zones géographiques**, ce qui nous permet aujourd'hui d'être positifs sur la Belgique, neutres sur la dette périphérique et défensifs sur la durée britannique. Dans une perspective de long terme, nous privilégions une diversification de l'exposition

Indices des conditions financières



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 22 avril 2022. Les valeurs positives correspondent à des conditions financières accommodantes.

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

Nous recherchons également des opportunités sélectionnées dans l'immobilier non résidentiel et commercial. Les valorisations du crédit d'entreprise se situent dans leurs moyennes à long terme, mais nous préférons les risques idiosyncrasiques et pensons qu'il n'y a pas lieu d'être trop pessimiste, car les fondamentaux des émetteurs sont encore solides. En revanche, nous maintenons des couvertures et sommes attentifs au risque de liquidité.

Obligations des marchés émergents

L'inflation élevée augmente la probabilité de poursuite du durcissement des politiques monétaires dans les marchés émergents, la dispersion élevée entre les pays renforçant le besoin de sélection. Nous restons défensifs sur la durée, mais sommes un peu moins prudents. Nous anticipons un certain resserrement des *spreads* sur les émissions en

devises fortes, principalement sur le segment HY. En ce qui concerne la dette en devises locales, nous privilégions les exportateurs de matières premières, qu'il s'agisse de titres d'entreprises ou souverains, d'Amérique latine et d'Afrique du Sud, qui pourraient bénéficier de la tendance haussière actuelle des matières premières, mais nous restons sélectifs.

FX

Le repli du marché sur les valeurs de qualité nous incite à être positifs sur le dollar, mais prudents sur l'euro. Les prévisions actuelles du marché, qui tablent sur deux ou trois hausses des taux en EUR cette année, semblent excessives. En ce qui concerne les marchés émergents, nous sommes constructifs sur certaines devises sélectionnées d'Amérique latine (MXN, CLP) et d'Asie (THB), mais prudents sur le HUF.

ACTIONS

Fortunes disparates sur fond de réévaluation des bénéfiques



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

La hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance économique (invasion russe, perturbations de l'offre chinoise) sont susceptibles de peser sur les bénéfiques des entreprises. Par conséquent, durant cette saison de publication des résultats, **nous accorderons une attention particulière au pilotage des anticipations sur les tendances de la demande et le pouvoir de fixation des prix.** À l'heure actuelle, nous considérons le pouvoir de fixation des prix, la résilience des modèles économiques et la solidité des bilans comme des éléments essentiels. Le pouvoir de fixation des prix peut découler des marques, de la propriété intellectuelle et d'autres formes de différenciation des produits. Le risque concerne toujours les valorisations et, à cet égard, une approche de valeur relative est essentielle. **De manière générale, nous privilégions les titres value (moins cycliques) par rapport aux titres de croissance et, au niveau régional, les titres américains par rapport aux titres européens, en raison du faible impact sur les bénéfices des premiers.**

Actions européennes

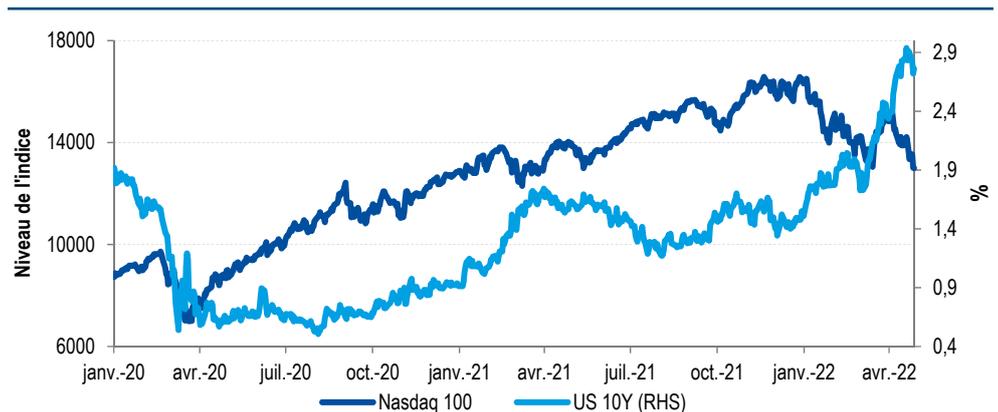
La dispersion actuelle des valorisations est élevée, ce qui nous incite à être sélectifs tout en restant équilibrés compte tenu des perspectives de risque. **Certains segments de marché, comme les actions value restent attractifs, même si nous nous concentrons désormais davantage sur les segments moins cycliques et défensifs en raison du ralentissement manifeste de l'économie.** Le secteur des banques, qui est cyclique, mais

qu'à ce stade nous continuons d'apprécier, constitue une exception. Nous apprécions également les valeurs défensives attractives des secteurs de la santé et des biens de consommation non-cyclique. De manière générale, il convient de délaissier les secteurs défensifs de faible qualité au profit de segments de haute qualité. Les technologies de l'information restent globalement moins attractives, compte tenu des difficultés importantes en matière de valorisation, en raison notamment des perspectives de hausse des taux d'intérêt. Nous craignons, en outre, que certains risques fondamentaux tels que les contraintes réglementaires et les marges bénéficiaires très élevées ne soient pas suffisamment pris en compte par le marché. De manière générale, nous restons très sélectifs en nous appuyant sur une approche bottom-up pour identifier les entreprises susceptibles de générer des rendements durables à long terme.

Actions américaines

La reprise américaine devrait être portée par la vigueur du marché du travail et la solidité de la situation financière des ménages, mais l'inflation pourrait affecter les revenus disponibles. On notera que les bénéfiques sont susceptibles d'augmenter avec l'inflation, mais qu'en cas de hausse des taux, ces bénéfiques seront actualisés pour tenir compte du coût plus élevé du capital. Nous anticipons donc une certaine pression sur les multiples de valorisation. Dès lors, **dans le cadre de notre biais pour la qualité et le style value, nous nous intéressons aux sociétés présentant une forte efficacité opérationnelle et des modèles économiques résistants aux**

La hausse des rendements impacte les valorisations des technologies de l'information



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 26 avril 2022

ACTIONS

risques géopolitiques, ainsi que celles qui ont tendance à rémunérer les actionnaires en leur restituant leur surplus de liquidités (dividendes, rachats). Il faudra toutefois éviter les entreprises présentant un bilan fragile. En termes sectoriels, nous sommes constructifs sur l'énergie, les matériaux, les banques et la santé. Les banques américaines affichent une rentabilité élevée et stable de leurs fonds propres et investissent dans des technologies qui devraient leur permettre de gagner des parts de marché à long terme, un aspect que, selon nous, les marchés ne valorisent pas correctement. Par ailleurs, certaines entreprises du secteur de la santé se montrent très innovantes, ce qui rend certains segments de ce secteur particulièrement attractifs. Un processus de sélection rigoureux permettant de repérer les valeurs les plus intéressantes reste toutefois une priorité pour nous.

Actions émergentes

Bien que la visibilité soit faible en ce moment, les valorisations des marchés émergents laissent entrevoir un potentiel haussier sur les 12 prochains mois, mais les disparités entre pays sont fortes et nous sommes sélectifs. Nous pensons que les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU) et les pays portés par leur consommation intérieure (Inde) pourraient tirer leur épingle du jeu. En Chine, nous observons le renforcement des mesures de relance prises par les autorités et gardons un positionnement plus prudent à court terme, étant donné que les restrictions sanitaires récentes sont susceptibles d'avoir un impact sur l'activité économique. Pour autant, le scénario de croissance à long terme reste intact. Au niveau sectoriel nous privilégions la consommation discrétionnaire, l'immobilier et le style value.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|--|---------|------------------|--|
| PLATEFORME ACTIONS | États-Unis | =/+ | | La vigueur des dépenses de consommation et du marché du travail soutiendra la demande globale, ce qui nous permet de penser qu'une récession est peu probable, même si la croissance économique pourrait subir quelques pressions. Les rendements réels étant presque positifs et les rendements nominaux en hausse, nous surveillons leur impact sur les marchés d'actions. Nous restons sélectifs, en privilégiant les entreprises (notamment les banques) qui rémunèrent les actionnaires par des rachats et celles qui peuvent maintenir une efficacité opérationnelle élevée. |
| | Actions US Value | + | | L'incertitude entourant la hausse des coûts implique qu'il faut se concentrer sur les entreprises value de haute qualité, moins cycliques et 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 | - | | Malgré la sous-performance récente des valeurs de croissance par rapport aux titres value, la valorisation à long terme de la croissance en tant que secteur reste élevée. Nous constatons également que certains segments deviennent attractifs, mais nous pensons que la hausse des taux pourrait peser sur les valorisations. |
| | Europe | -/= | | Le ralentissement de la croissance économique et la persistance des pressions sur les coûts sont susceptibles de freiner les dépenses de consommation et partant, les bénéfices des entreprises. Nous sommes à l'affût de signes montrant que les entreprises sont capables de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs et cherchons à comprendre comment cela pourrait affecter l'inflation globale. Nous conservons donc une position équilibrée et notre biais pour la qualité, le style value et les dividendes, en nous appuyant sur une sélection rigoureuse. |
| | Japon | = | | Une légère dégradation de la dynamique économique nous incite à rester vigilants sur les bénéfices. La bonne gouvernance d'entreprise, les mesures de relance et les gains de productivité devraient être favorables aux marchés. |
| | Chine | = | | La politique du zéro Covid risque de peser sur la croissance économique (et les chaînes d'approvisionnement) et nous pensons que l'objectif de 5,5 % sera difficile à atteindre, ce qui nous incite à un peu plus de prudence à court terme. Toutefois, les opportunités sélectives à long terme subsistent dans un contexte de soutien politique (monétaire et budgétaire) à mesure que le pays passe à un modèle de croissance économique plus équilibré. |
| | Marchés émergents | = | | La guerre en Ukraine n'est pas de bon augure pour la croissance et l'inflation mondiales et les marchés émergents seront donc affectés. Toutefois, les divergences entre pays émergents sont profondes, ce qui rend la sélection importante. Nous sommes positifs sur les pays exportateurs de matières premières, tels que le Brésil et les Émirats arabes unis et sur les pays portés par une demande intérieure vigoureuse, comme l'Inde. Nous restons en revanche prudents à l'égard des pays plus proches de la crise (Hongrie). |
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies États-Unis | -/= | ▲ | La Fed continuant de muscler son discours et l'inflation se montrant tenace (en particulier la partie plus persistante de l'inflation) nous sommes prudents sur la durée, mais gérons notre exposition de manière tactique en tenant compte de la fuite vers la qualité et des récents mouvements du marché. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est minimale. |
| | États-Unis Obligations d'entreprise IG | = | | Compte tenu des fondamentaux encore solides des entreprises, nous conservons une position stable sur le risque IG, mais nous préférons les risques idiosyncrasiques et maintenons des couvertures étendues. Nous évaluons également la façon dont le secteur réagit au resserrement quantitatif de la Fed et à la hausse des rendements core. À cet égard, nous percevons des opportunités de valeur relative dans les actifs titrisés tels que les MBS d'agences. |

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|--|---------|------------------|---|
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | 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 sur la duration dans les pays du cœur de la zone euro et recherchons activement des opportunités sur l'ensemble des courbes et des régions de la zone, comme en Belgique. |
| | Euro Obligations d'entreprise IG | = | | Nous surveillons les effets de la fin du programme d'achat d'actifs de la BCE et les risques de récession sur les spreads IG, malgré la solidité des bilans des entreprises et les prix à la production élevés (qui entraînent des 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 | =/+ | | Les valorisations des titres de dette des administrations locales chinoises, les confinements en lien avec le Covid-19 et les tensions géopolitiques avec les États-Unis (pressions sur les devises) constituent autant de préoccupations à court terme. À moyen terme, en revanche, la classe d'actifs offre un sérieux atout de diversification. |
| | Émergents Dette en devise forte | + | ▲ | Nous sommes légèrement constructifs sur la dette en devise forte, notamment sur les cas idiosyncrasiques à bêta élevé ce qui justifie 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 duration 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 réservés 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 | | | La poursuite de la guerre en Ukraine (problèmes de sous-approvisionnement, notamment en gaz naturel), la transition verte et les déséquilibres structurels entre l'offre et la demande de certains métaux de base essentiels nous permettent de rester constructifs sur les matières premières. |
| | Devises | | | Le ralentissement du contexte économique en Europe devrait peser sur l'EUR/USD et nous estimons que les prévisions du consensus sont trop optimistes. Nous avons donc revu à la baisse notre objectif à six mois, à 1,02. Nous restons positifs sur le CHF compte tenu de son statut de valeur refuge. |

LÉGENDE



Source : Amundi, au mardi 26 avril 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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
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 3 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: 3 mai 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 - AndreyPopov

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*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

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*