

VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Gagner du temps face à la montée des risques

Ces derniers temps, les marchés financiers ont dû digérer des signaux contradictoires en provenance de l'économie américaine (chiffres de l'emploi et des ventes au détail pour août, dernier IPC). La Fed a annoncé une possible réduction de ses dispositifs de soutien, mais celle-ci sera progressive et le thème de la « croissance insuffisante » restera dominant. Nous percevons deux risques croissants en arrière-plan. Le premier concerne la Chine avec la propagation durant l'été du variant delta, la nouvelle vague de réglementation et la saga Evergrande. Le ralentissement du cycle chinois déclenchera des mesures d'adaptation budgétaires et monétaires, comme la dernière mesure de la PBoC pour éviter une pénurie de liquidités. Le deuxième porte sur l'inflation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La question de la hausse des prix de l'énergie est devenue brûlante en Europe, où les prix du gaz ont atteint des niveaux records. De même, dans les pays émergents, la flambée des prix des denrées alimentaires est un problème de première importance.

Ces deux sujets revêtent une grande importance en ce qui concerne l'évolution des scénarios d'inflation et les engagements à long terme des gouvernements pour relever le défi climatique. Dans ce contexte, nous devons réévaluer certaines convictions clés et voir si elles restent valables avec le début du quatrième trimestre.

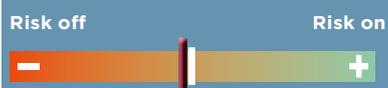
Le moment est-il venu de modifier l'allocation des risques pour devenir plus défensif ? Compte tenu de la hausse du risque d'inflation et de l'affaiblissement de la dynamique économique, le risque de stagflation augmente. Pourtant, les banques centrales accommodantes et le manque d'alternatives aux actions font, une fois de plus, qu'une capitulation du marché dans un avenir proche semble peu probable. Néanmoins, compte tenu des performances impressionnantes depuis le début de l'année et du risque que l'inflation continue de faire les gros titres, nous recommandons de rester neutre en termes d'allocation du risque et de maintenir quelques couvertures. Nous restons constructifs sur le crédit et compte tenu des *spreads* serrés, les investisseurs devront rechercher les zones susceptibles de performer en cas de hausse des taux et de réouverture des économies ou les segments de marché dont le risque de durée est moindre (dette subordonnée, haut rendement).

Les paris *value* sur les actions sont-ils toujours d'actualité ? La préférence pour les actions décotées face aux actions de croissance a été un pari clé depuis le début du mouvement de reflation initié par le lancement des campagnes de vaccination. Mais les craintes de flambées épidémiques liées au variant delta entraîneront une pause dans cette tendance au cours de l'été. Toutefois, nous pensons que ce thème conserve un certain potentiel, tant aux États-Unis qu'en Europe, où l'écart de valorisation entre les titres de croissance et les titres décotés reste important par rapport au passé. Plus nous avançons sur la piste des valeurs décotées, plus nous voyons apparaître des thèmes spécifiques. Aux États-Unis, l'univers des actions décotées est composé de situations intéressantes liées à l'innovation dans le domaine des énergies renouvelables, qui pourraient bénéficier d'un nouvel élan grâce aux politiques économiques en cours de discussion au sein de l'administration Biden. En Europe, les secteurs de la finance et l'industrie proposent des actions de qualité intéressantes. Dans ce domaine, il sera essentiel d'évaluer au cas par cas l'impact sur les marges de la hausse des prix de l'énergie.

Compte tenu de l'imminence d'un durcissement aux États-Unis et d'une inflation qui pourrait s'avérer persistante, que doivent faire les investisseurs de leur allocation obligatoire ? Les obligations peuvent sembler être une classe d'actifs moribonde, mais ce n'est pas le cas, elles font en quelque sorte l'objet d'une restructuration. La classe d'actifs reste une composante essentielle des portefeuilles des investisseurs, tant pour des raisons de diversification par rapport aux actions que pour des questions de revenu. Le plus important est de se positionner sur des durées courtes. Il convient donc de renoncer aux approches statiques fondées sur des indices de référence (risque de durée élevée) et d'opter pour une allocation plus flexible dans la quête de revenu. Des poches de valeur existent dans l'ensemble des marchés titrisés aux États-Unis, dans les obligations périphériques en Europe et via la sélection dans les obligations des pays émergents. À l'approche de la phase de réduction des dispositifs de soutien, les investisseurs devront s'assurer que leur allocation core aux obligations soit en mesure de supporter un environnement plus difficile.

Les marchés émergents sont-ils en panne ou présentent-ils encore des opportunités pour les investisseurs ? Jusqu'à présent, en 2021, les actions des pays émergents ont nettement

Sentiment de risque global



Positionnement quasi neutre/
prudent sur les actifs risqués
sur fond de ralentissement de la
croissance par rapport au pic et de
ton moins accommodant des BC.

Changements par rapport au
mois dernier

- ▶ Prudence à court terme sur les actions chinoises
- ▶ Ajustement tactique sur la durée Europe-core, dette périphérique
- ▶ Plus d'attention aux risques asymétriques dans le crédit américain

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

sous-performé celles des pays développés. Une part importante de cette sous-performance est imputable à la Chine. L'autre raison est la trajectoire divergente empruntée par l'activité économique dans un contexte de campagnes de vaccination plus lentes dans les pays émergents. Bien que certains obstacles subsistent, comme le faible moral à court terme des investisseurs en Chine, les tensions politiques en Amérique latine et en Turquie et le fait que la situation du Covid ne se soit pas encore normalisée en Asie, les perspectives s'améliorent. Récemment, la dynamique économique a commencé à s'améliorer dans les pays émergents, où les surprises économiques ont dépassé celles des pays développés à partir de juin. L'allocation aux pays émergents pourrait augmenter à partir de positions généralement sous-pondérées, il est toutefois possible qu'une telle accélération ne se concrétise qu'en fin d'année, avec un possible allègement des difficultés liées aux réglementations en Chine et une clarification de la situation épidémique des pays émergents. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, les perspectives sont déjà plus constructives, notamment pour le crédit en devises fortes et le haut rendement. Les rendements étant globalement faibles et le durcissement de la Fed très progressif, cet espace est attractif pour les investisseurs en quête de revenus.

En ce début de quatrième trimestre, nous voyons trois thèmes principaux que les investisseurs devront surveiller : l'évolution du thème de la stagflation, les progrès sur le front de l'écologie après la COP26 et la vague réglementaire en Chine. Dans l'ensemble, compte tenu de la forte performance des actifs risqués depuis le début de l'année et des risques qui se profilent, il semble préférable de rester prudent : ne pas céder à l'euphorie, mais rechercher des opportunités de rotation de l'allocation vers des zones moins tendues.

VUES DE LA
RECHERCHE

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

À l'heure où les banques centrales cherchent à trouver un équilibre entre le pic de croissance économique et la hausse des prix, il convient de s'intéresser aux marchés du travail, aux dépenses de consommation et aux données relatives à l'inflation avant de déterminer son allocation d'actifs

Les banques centrales à la croisée des chemins

L'essentiel :

- Les principales banques centrales des économies occidentales s'orientent vers un durcissement.
- Ce mouvement n'est pas uniforme et l'asynchronie devrait persister, l'objectif étant de modérer le compromis croissance/inflation.
- Sur ce dernier point, la voie reste incertaine et nous nous attendons à ce que le thème de la « croissance insuffisante » reste dominant.

Septembre a été un mois important en termes de réunions des banques centrales. Le régulateur norvégien a été la première grande banque centrale occidentale à augmenter ses taux après l'urgence pandémique. La Norges Bank a relevé ses taux de 0,25 % pour tenir compte de la reprise économique et de l'augmentation des déséquilibres financiers. La Fed et la BoE se sont toutes deux montrées plus sévères qu'attendu, laissant entrevoir des changements et provoquant une vague de cessions sur le marché obligataire mondial. Les marchés d'actions, à l'inverse, se sont montrés assez résilients, attendant probablement la prochaine saison de publication des résultats des entreprises pour tester la qualité de la croissance.

La Fed a annoncé un ralentissement plus rapide que prévu de ses achats, qui débutera en novembre, à raison de 15 milliards de dollars par mois (10 milliards de dollars en bons du Trésor et 5 milliards de dollars en MBS (*titres adossés à des créances hypothécaires*)), avec une fin potentielle des achats d'obligations liés à la pandémie en juin 2022. Les projections de taux de la Fed (dots) ont évolué à la hausse, annonçant une augmentation des taux vers la fin 2022/début 2023, au rythme de trois à quatre hausses par an. **L'inflation sera le facteur déterminant des hausses de taux.** Si l'inflation sous-jacente surprend à la hausse par rapport à la prévision de 2,3 % pour 2022, la première hausse de taux pourrait avoir lieu fin 2022.

Lors de la réunion du Comité de politique monétaire de la BoE, les membres ont voté à 7 contre 2 en faveur du maintien du programme complet des achats de QE à réaliser avant la fin de l'année, confirmant le maintien du programme de QE existant. Pourtant, en parallèle, le procès-verbal de la réunion a surpris les marchés et le consensus par le ton sévère du pilotage des anticipations de taux, laissant entrevoir un durcissement plus rapide qu'attendu. L'évolution du marché du travail compte tenu de la fin des programmes de soutien sera déterminante pour fixer le calendrier des hausses de taux.

Le chemin que la BCE entend emprunter est plus prudent et commence par un recalibrage

du programme d'urgence flexible (l'enveloppe actuelle du PEPP est de 1 850 milliards d'euros). Nous nous attendons à ce que la BCE achète en moyenne 70 milliards d'euros par mois entre septembre et fin mars 2022. La BCE sera alors face à un casse-tête explicite, car elle devra maintenir un coût de financement de la dette publique stable aussi longtemps que la fragmentation économique persistera dans la zone euro. En effet, la politique budgétaire ne peut être efficace que si les rendements souverains restent bas et stables malgré le creusement des déficits. En l'absence d'augmentation significative des prévisions de croissance, la BCE sera seule pour tenter d'éviter la fragmentation financière. La réunion de décembre sera importante pour apporter des éclaircissements sur le pilotage des anticipations.

Tous ces facteurs interviennent à un moment où il faut trouver un compromis entre l'inflation (plus persistante que prévu, ce qui tire les attentes des intervenants du marché à la hausse) et la croissance économique (qui se normalise après le redémarrage post-pandémie, mais qui présente encore des risques liés aux variants du virus, aux goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et aux fragilités que suggère le maintien du soutien des pouvoirs publics).

La tendance au durcissement n'est pas uniforme et les disparités devraient se poursuivre. Comme anticipé, la BoJ a maintenu ses politiques inchangées lors de la réunion de septembre, notant que les exportations et la production avaient été affectées par des contraintes liées à l'offre. Nous pensons que la BoJ maintiendra le *statu quo*, car il est encore trop tôt pour qu'elle ouvre le débat sur une normalisation de sa politique, la reprise économique du Japon ayant été plus lente que celle des autres pays développés et l'inflation étant toujours négative. Cette dernière devrait progressivement s'accélérer à moyen terme, mais reste encore bien loin de l'objectif de 2 %.

Pour la Chine, le principe du « premier entré, premier sorti » reste valable et le pays se

VUES DE LA
RECHERCHE

trouve aujourd'hui face à un nouveau point d'inflexion. L'opinion selon laquelle « la croissance de 2021 devrait de toute façon être supérieure à 8 % » explique pourquoi Pékin ne s'interdit pas de durcir le ton, malgré une injection ponctuelle de liquidités pour préserver la stabilité financière dans le contexte de l'affaire Evergrande. Les chiffres de la croissance ont largement surpris à la baisse au troisième trimestre, la seule exception étant l'export. Le durcissement politique, les restrictions volontaires (tolérance zéro face au Covid-19, dé-carbonisation, réduction de la production/rationnement de l'électricité) et les pénuries mondiales de semi-conducteurs ont contribué à ce ralentissement. Si les perspectives à long terme continuent de résister, nous voyons plus de catalyseurs négatifs que positifs dans les six mois à venir et un retour rapide à une politique d'accommodations pourrait s'avérer nécessaire. Le gouvernement chinois a surpris

au fil des ans par son habileté à négocier les crises, mais cette fois-ci, nous craignons que les autorités ne soient en retard dans leur démarche d'assouplissement.

Pour les investisseurs, si les marchés de l'emploi, les dépenses de consommation et l'inflation sont les principaux indicateurs à surveiller, les asynchronies actuelles offrent **des opportunités dans les marchés obligataires et des changes.** Concernant les actifs risqués, nous ne sommes pas encore tentés d'acheter, en effet, la dynamique économique s'est affaiblie au cours de l'été, mais les prévisions de bénéfices n'ont été que légèrement revues à la baisse. La saison de publication des rapports, qui aura lieu à la mi-octobre, permettra de savoir dans quelle mesure les avertissements sur résultats ont déjà été pris en compte et nous pourrions être amenés à réviser notre positionnement en matière de risque à ce moment-là.

GESTION
DIVERSIFIÉE



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Dans un contexte de liquidité abondante et de soutien des banques centrales, nous recommandons de rester neutre sur les actions et de rechercher des points d'entrée attractifs, mais en prévoyant des couvertures suffisantes

Prudence, mais sans excès de pessimisme

Nous assistons à une forte reprise, avec un profil irrégulier et un ralentissement de la dynamique de croissance. Les risques inflationnistes en Europe (prix de l'énergie) et la persistance de la hausse des prix à la consommation aux États-Unis confortent l'hypothèse d'un environnement stagflationniste. **Il est intéressant de noter que cette situation est compensée par des conditions financières qui restent souples.** Ainsi, tout en reconnaissant certains risques liés aux valorisations et aux potentielles pressions sur les marges des entreprises, nous soutenons que le moment n'est pas venu de procéder à une réduction structurelle des risques, car rien ne laisse présager une récession des bénéfices. **Il convient, au contraire, de rester neutre et actif sur les actifs risqués, en recherchant des points d'entrée attractifs et en maintenant des couvertures.**

Des idées à conviction forte

Nous ne modifions pas notre position neutre sur les actions des pays développés et émergents, mais nous attendons de meilleures opportunités d'achat, car les valorisations sont bien supérieures aux multiples historiques, rendant la sélection et la vigilance d'autant plus nécessaires. Dans ce contexte, il convient de privilégier la valeur relative sans perdre de vue les fondamentaux. Dans les pays émergents, les investisseurs devront évaluer les actions chinoises en tenant compte du peu de visibilité sur l'action réglementaire et de l'évolution du cas Evergrande. De manière générale, nous préférons pour l'heure rester en retrait jusqu'à ce que nous obtenions plus de clarté sur l'inflation, la diminution des mesures de relance et l'impact des variants sur l'économie.

Nous maintenons notre position défensive sur le dix ans américain, dans un contexte de pentification attendue de la courbe des taux, avec une conviction légèrement plus faible quant aux mouvements haussiers des taux en raison des récents chiffres macroéconomiques plus faibles que prévu, des risques liés à la propagation des variants du Covid et de la réduction progressive des mesures de soutien des banques centrales. En revanche, concernant les rendements actuels, nous pensons qu'ils sont faibles et incohérents avec la vigueur à moyen terme de la croissance économique et de la dette (loi sur les infrastructures). Au Royaume-Uni, nous maintenons notre stratégie de pentification de la courbe des taux. **La valeur relative offerte par la dette périphérique est attractive,** ce qui nous amène à maintenir notre opinion sur les BTP à 30 ans par rapport aux Bunds, en raison de l'amélioration des perspectives de croissance de l'Italie, de la confirmation par la BCE de sa politique ultra-accommodante et des facteurs techniques favorables.

Nous restons neutres sur les obligations des pays émergents, pour autant nous pensons qu'elles offrent des opportunités sélectives dans notre quête de revenu. Nous conservons notre position sur la dette des administrations locales chinoises. Les obstacles à court terme dans le pays, les flux entrants continus et le sentiment d'aversion au risque devraient être favorables, malgré des valorisations serrées et une offre de dette abondante.

Le portage reste l'un des principaux axes de notre vision du crédit, car le contexte économique, la réouverture mondiale et les achats de la BCE soutiennent les fondamentaux et le sentiment de risque. Nous restons néanmoins attentifs aux effets de la hausse des taux core sur les marchés

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. BoE = Banque d'Angleterre, ME = marchés émergents, FX = devises étrangères, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banque centrale, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

IG. En outre, à mesure que l'on descend dans la structure du capital pour explorer la dette subordonnée, on peut accéder à des niveaux de portage plus élevés, mais il est nécessaire de trouver un équilibre entre qualité et rendement. En ce qui concerne le haut rendement, nous restons positifs dans un contexte de tendance à la baisse des taux de défaut, de conditions financières favorables et de portage attractif. Nous restons néanmoins conscients de la faiblesse des valorisations et des niveaux d'endettement.

Les devises nous permettent de nous positionner en fonction de nos opinions sur les pays et les régions. Nous pensons désormais que des difficultés politiques à court terme, une inflation à deux chiffres et des défis budgétaires pourraient avoir un impact sur la paire BRL/EUR. Nous maintenons en revanche notre opinion positive sur le rouble, le won coréen (impulsion des politiques

vertes) et le yuan (soutien du commerce régional intra-asiatique) par rapport à l'euro. En ce qui concerne les devises des pays développés, nous sommes constructifs sur le potentiel de portage de la livre sterling par rapport au franc suisse et au yen. En revanche, la livre sterling devrait être faible par rapport à l'euro en raison des retombées géopolitiques du Brexit.

Risques et couvertures

Nous constatons une légère augmentation des risques liés aux valorisations élevées et à une éventuelle quatrième vague épidémique entraînant de nouvelles restrictions sanitaires. Nous maintenons par conséquent nos couvertures pour protéger notre exposition aux actions des pays développés sur les marchés du Japon, des États-Unis et de l'Europe.

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 perspectives de défaut dans le crédit sont favorables, mais il convient de garder un œil sur les niveaux d'endettement et, à mesure que l'on progresse parmi les catégories de notation, d'éviter les segments où les risques sont asymétriques et où les performances tendent à diminuer

Rechercher le portage et intensifier la sélection

Le contexte macroéconomique reste positif, avec des chiffres de croissance vigoureux et des conditions financières faciles, malgré un affaiblissement de cette dynamique aux États-Unis et en Chine. D'un autre côté, l'incertitude reste élevée dans un contexte d'inflation supérieure aux objectifs des banques centrales, d'augmentation des coûts du fret maritime, de goulets d'étranglement dans la distribution et de pressions tendant à la démondialisation des chaînes d'approvisionnement. Nous pensons que la Fed et la BCE devraient commencer à réduire leurs dispositifs de soutien dans un avenir proche, mais les autorités européennes pourraient nous surprendre. Il est également possible qu'un débat sur l'accroissement de l'accommodation monétaire ait lieu si la croissance déçoit l'année prochaine, bien que ce ne soit pas là notre scénario central. **Nous sommes donc prudents sur la durée, mais pensons que, dans cet environnement, il faut miser sur l'inflation et le crédit en adoptant une approche sélective** pour identifier les « étoiles montantes » vu l'amélioration des taux de défaut.

Obligations mondiales et européennes

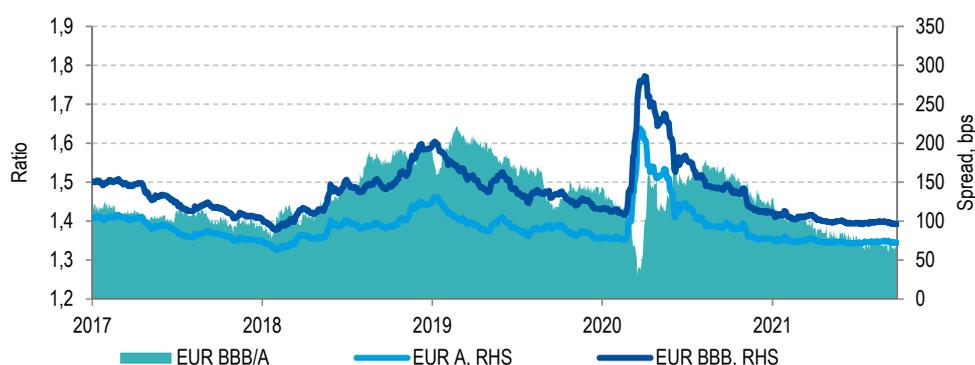
Nous sommes défensifs vis-à-vis des bons du Trésor américain et de la dette core et semi-core des pays européens, notre opinion étant confortée par le positionnement des banques centrales devenu récemment « moins accommodant ». Nous restons actifs sur les courbes des États-Unis et de l'Europe core et, pour cette dernière, continuons à anticiper une pentification en attendant le pic de la croissance. La dette des pays périphériques de la zone euro, comme celle

de l'Italie, est soutenue par l'amélioration des perspectives économiques, mais nous préférons les échéances courtes et pensons que les risques politiques doivent être surveillés. Sans surprise, l'inflation est élevée aux États-Unis et en Europe, même si certains signes indiquent qu'un pic a été franchi aux États-Unis. **Nous sommes constructifs sur le crédit (financières), mais nous comptons davantage sur la sélection, en explorant les titres notés BBB, qui offrent de meilleurs profils risque/rendement par rapport à la dette notée A.** Nous jouons en outre le thème de la « compression » en nous concentrant sur l'analyse *bottom-up* (amélioration des indicateurs de crédit), les échéances à court/moyen terme et l'ESG. Cette approche nous permet de repérer les « étoiles montantes », c'est-à-dire les entreprises à haut rendement qui ont le potentiel de passer en catégorie investment grade. Pour autant, nous évitons les entreprises susceptibles d'alourdir leur endettement ou de détruire de la valeur par le biais de fusions-acquisitions.

Obligations américaines

Alors que l'épargne des consommateurs est élevée, l'incertitude autour du projet de loi sur les infrastructures et du plafond de la dette demeure. De plus, la poursuite des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et le risque d'accélération de la croissance des salaires exercent des pressions à la hausse sur l'inflation (pression sur les coûts). Cette situation, conjuguée aux progrès des marchés de l'emploi, incite la Fed à avancer dans son projet de réduction des dispositifs de soutien.

Trouver un équilibre entre qualité et rendement grâce aux BBB



Source : Amundi, Bloomberg au 20 septembre 2021. Ratio des spreads de crédit.

GFI = obligations mondiales, FX MEM = devises des marchés émergents mondiaux, 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, DF = devises fortes, DL = devises locales, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro, BDP = balance des paiements.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Nous sommes par conséquent prudents, mais actifs vis-à-vis des bons du Trésor américain. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) offrent des rendements attractifs ajustés à l'inflation, mais nous constatons des valorisations excessives. **Nous sommes constructifs sur le crédit d'entreprise, où nous privilégions le court terme et recommandons aux investisseurs de limiter le bêta, notamment sur le haut rendement** en se concentrant sur la sélection. Les marchés du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires résidentiels peuvent offrir un surplus de rendement, à condition de rester attentif aux valorisations. Les fondamentaux des marchés du logement sont solides, mais nous sommes sélectifs sur l'immobilier commercial et restons vigilants compte tenu des projets de réductions des dispositifs de soutien de la Fed.

Obligations des marchés émergents

La prime de croissance entre ME et MD devrait s'élargir en faveur des pays émergents au quatrième trimestre. Ce qui, conjugué au ton accommodant des banques centrales des

pays développés, est positif pour la classe d'actifs. Nous continuons de privilégier les obligations en devises fortes et les titres d'entreprises des pays émergents (reprise des bénéfiques), avec un biais pour le HY face à l'IG et un positionnement baissier sur la durée de la dette émergente. En ce qui concerne les obligations en devises locales, nous restons prudents et privilégions une approche sélective tout en observant l'actualité en Chine. Nous nous concentrons sur les pays émergents où les cycles de resserrement sont plus proches de la fin, comme en Russie.

Devises

À court terme, le dollar devrait bien se comporter si la croissance déçoit et même si la reprise est solide. Nous sommes optimistes quant aux devises des pays émergents liés aux matières premières, mais recommandons la vigilance face au risque de ralentissement de la Chine. Nous sommes donc positifs sur le rouble et maintenant aussi sur le peso chilien, la lire turque et la roupie indienne.

ACTIONS

Position équilibrée, avec un biais value et pour les dividendes



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La hausse des prix de l'énergie et des matières premières accentue les pressions inflationnistes, tandis que les taux réels restent faibles. Dans ce contexte, les actions de rendement pourraient dynamiser les performances d'ensemble des investisseurs

Évaluation globale

Après avoir atteint des sommets en août, les marchés ont été impactés par des données mondiales mitigées et par la propagation du variant delta. **Toutefois, comme nous l'avons souligné dans notre précédente édition, les valorisations étaient déjà élevées. Il semble donc que ce sont les faiblesses de la Chine et les préoccupations relatives à l'endettement du secteur immobilier qui ont servi de déclencheur.** Il convient de souligner qu'en dépit de la vigueur de la reprise, les pressions inflationnistes se renforcent au niveau mondial. En Europe, la flambée des prix de l'énergie doit être considérée sous le prisme de l'inégalité croissante, étant donné que la hausse des factures de services publics est politiquement inacceptable. Par conséquent, à mesure que nous nous dirigeons vers des technologies à faible intensité de carbone, les effets à court et à long terme de la transition climatique sur l'inflation doivent être surveillés. **Nous restons actifs, avec un optimisme prudent et recommandons aux investisseurs de suivre la dynamique des bénéficiaires sans perdre de vue les fondamentaux.**

Actions européennes

Nous restons équilibrés et continuons de croire à la normalisation et à la réouverture de l'économie. Nous pensons que les actions décotées offrent encore du potentiel dans des secteurs tels que les banques, car les attentes implicites dans ces domaines restent attractives. Il convient cependant de mettre **l'accent sur la sélection bottom-up qui permet de repérer des**

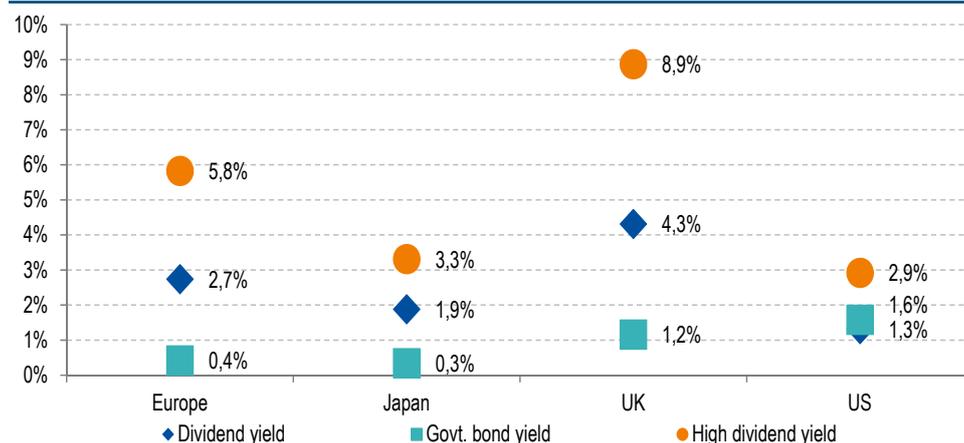
entreprises susceptibles d'améliorer leurs performances ESG et de récompenser les actionnaires par des rachats/dividendes.

Nous voyons également d'un bon œil les secteurs de l'industrie et de la finance, mais nous restons attentifs aux valorisations dans tous les domaines. À l'autre extrémité, nous aimons les valeurs défensives de qualité dans le secteur de la santé. En revanche, nous restons prudents vis-à-vis des technologies de l'information et des produits de consommation discrétionnaire. De manière générale, il faut éviter de prêter attention aux bruits de court terme et se concentrer sur les entreprises dont le modèle économique n'est pas menacé et qui peuvent dégager des bénéfices durables.

Actions américaines

Le calendrier et l'ampleur des programmes d'infrastructure et des hausses d'impôts constituent, selon nous, une source d'incertitude. En revanche, les marges des entreprises et les pressions sur les prix demeurent, tandis que le redémarrage de l'économie se poursuit et que les taux réels sont toujours négatifs. Ainsi, malgré une certaine vigilance due au fait que la performance exceptionnelle des bénéficiaires cette année sera difficile à répéter, nous pensons que ce n'est pas le moment d'être négatif sur les actions. Au lieu de cela, il est préférable de se concentrer sur les facteurs propres à chaque entreprise et sur les titres décotés axés sur le marché intérieur (tels que les banques) plutôt que sur les valeurs décotées cycliques, comme nous l'avons souligné précédemment. En outre, nous recherchons des entreprises présentant

Les dividendes complètent le revenu des investisseurs lorsque les taux sont bas



Source : Amundi, Bloomberg au 23 septembre 2021.

ACTIONS

un potentiel de bénéfices durables et nous nous concentrons sur les opportunités de rachat/dividendes. Nous sommes en revanche prudents en ce qui concerne les substituts obligataires et conseillons d'éviter la croissance chère et les titres décotés d'entreprises en difficulté. En termes sectoriels, nous préférons les financières, l'automobile et l'aérospatiale, ainsi que les entreprises du secteur de l'énergie sensibles à la transition climatique. Parmi les secteurs défensifs, nous apprécions la santé, compte tenu du potentiel d'innovation et de R&D du secteur, mais sans perdre de vue les valorisations. Par contre, nous pensons que les secteurs de la consommation sont pleinement valorisés.

Actions émergentes

L'attractivité des valorisations, l'amélioration des bénéfices et la dissipation des vents contraires liés à la réduction des achats d'actifs de la Fed devraient être autant de facteurs de soutien. Nous sommes sélectifs et préférons les pays en voie de normalisation, grâce aux programmes de vaccination et au développement de l'immunité naturelle. En Chine, même si nous pensons que les autorités s'efforceront de prévenir toute contagion, les incertitudes liées à la réglementation et au ralentissement nous ont incités à une révision tactique à la baisse de notre opinion, au profit d'autres pays, tels que l'Inde, la Russie ou la Grèce. À plus long terme, nous voyons d'un bon œil le thème de la « Prospérité commune ».

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Nous pensons que les pénuries des chaînes d'approvisionnement et les pressions sur les marchés du travail devraient s'atténuer plus tard en 2021 et l'année prochaine. Mais les valorisations sont extrêmes dans certains segments et il est donc de plus en plus nécessaire de faire preuve de sélectivité et de se concentrer sur la valeur relative. Il convient également de ne pas oublier les possibles hausses d'impôts et de se tenir à l'écart des entreprises qui pourraient être pénalisées par les réglementations mises en place pour lutter contre l'évasion fiscale.
	Actions US Value	+		Nous maintenons notre préférence pour les valeurs décotées qui bénéficient de la légère augmentation des rendements de base, des vaccinations et de la poursuite de la reprise, même si le rebond se stabilise par rapport aux pics de croissance. La sélection est donc indispensable et il convient d'éviter les valeurs décotées cycliques pour se concentrer davantage sur les valeurs décotées de qualité.
	Actions US Croissance	-		Nous pensons que l'affaiblissement récent de la dynamique de croissance a conduit les valeurs de croissance à surperformer, mais leurs valorisations sont supérieures aux moyennes à long terme. À mesure que les taux augmentent et que les niveaux de vaccination s'améliorent, cet écart devrait se réduire, ce qui plaide en faveur d'une approche prudente sur ce segment.
	Europe	=		L'Europe continue de sortir de la crise et l'on s'attend à ce que la croissance culmine avant la fin de l'année. Cependant, l'inflation (énergie et alimentation) semble se renforcer sur fond de transition vers les énergies propres. Dans cet environnement, nous confirmons la rotation vers les valeurs décotées, mais recommandons aux investisseurs de voir plus large et d'inclure des titres présentant des caractéristiques de qualité, ESG (les gagnants ESG de demain) et de dividendes. De manière générale, l'accent doit être mis sur la sélection et le pouvoir de fixation des prix.
	Japon	=		Les marchés japonais ont été marqués par l'incertitude en raison d'une nouvelle flambée épidémique, mais les valorisations relatives sont attractives. Nous pensons que le pays devrait finir par rattraper son retard, grâce à la faiblesse du yen et aux thèmes des actions décotées et des dividendes.
	Marchés émergents	=		Les valorisations sont attractives et la dynamique de redressement des bénéfiques reste forte dans les pays émergents dans un contexte de poursuite des campagnes de vaccination et de réouverture. Nous sommes positifs vis-à-vis de pays comme l'Inde et la Russie, dont le potentiel de consommation intérieure est important. En termes sectoriels, nous voyons d'un bon œil les secteurs de la consommation discrétionnaire, de l'immobilier et des services de communication, en continuant à privilégier les actions décotées/cycliques par rapport aux actions de croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les rendements des bons du Trésor américain restent faibles par rapport à la dynamique de la croissance économique et aux chiffres réels de l'inflation, ce qui indique que les marchés ont intégré le scénario d'inflation transitoire. Toutefois, bien que nous ayons abaissé notre objectif de rendement pour le 10 ans, nous pensons que la trajectoire des rendements core sera ascendante à mesure que la Fed normalisera sa politique et que l'épargne et la consommation insatisfaite entreront en jeu. Nous restons prudents, mais conservons un positionnement flexible. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) offrent des rendements réels convenables, mais nous restons attentifs aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous préférons la dette à courte échéance et les scénarios idiosyncrasiques (plutôt que l'exposition au marché) en raison des risques liés à la hausse des rendements core. Nous restons donc sélectifs et vigilants à mesure que la reprise économique se poursuit, en tenant compte des signes suggérant que le pic de croissance est passé. Nous sommes positifs sur les prêts hypothécaires d'agence, mais nous pensons qu'il convient d'être à l'affût de tout signe de faiblesse au moment où les plans de réduction des dispositifs de soutien de la Fed se poursuivent.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Dans un contexte d'offre abondante cette année et d'amélioration de la liquidité, les valorisations dans ce segment restent élevées, car les coûts d'emprunt pour les entreprises HY restent faibles. Il convient de chercher à limiter le bêta des portefeuilles et de recourir plutôt à la sélection de crédit pour identifier les entreprises dont les indicateurs de crédit s'améliorent, ce qui permet de trouver un équilibre entre revenu supplémentaire et qualité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Compte tenu de la reprise en cours dans la région, des chiffres de l'inflation et des perspectives de réduction du soutien de la BCE dans l'avenir proche, nous maintenons un positionnement prudent sur la dette souveraine core et semi-core d'Europe. Nous prenons acte des événements politiques clés dans la région et restons flexibles et vigilants. En revanche, nous sommes constructifs sur la dette des pays périphériques, notamment celle de l'Italie, en raison des perspectives de croissance optimistes et du maintien de l'orientation accommodante de la BCE.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous constatons des signes d'amélioration générale de l'environnement de crédit, car les perspectives de notation restent stables et le ratio dette nette/EBITDA est en baisse. Nous pensons que les titres notés BBB et la dette financière subordonnée se trouvent dans une position idéale et offrent de meilleurs profils risque/rendement que les titres mieux notés. Nous restons toutefois sélectifs et privilégions les instruments à maturité plus courte et les secteurs liés à la reprise cyclique.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le segment HY présente des opportunités sélectives à mesure que nous explorons les entreprises présentant un potentiel de compression des spreads et des profils ESG solides. Nous recherchons également les étoiles montantes et les titres de dette subordonnée qui pourraient voir leur notation relevée et une amélioration de leurs fondamentaux. Nous évitons en revanche les profils de risque asymétriques, dont les prix pourraient être affectés par les variations des rendements core.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous préférons le risque de crédit en devises fortes et restons constructifs à moyen terme avec un biais pour le HY par rapport à l'IG. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, même si les <i>spreads</i> ne semblent pas bon marché en termes absolus, ils semblent attractifs par rapport aux options alternatives.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons attentifs aux vents contraires qui résulteraient d'un resserrement de la politique monétaire des marchés développés. En Chine, nous pensons que la PBoC et le gouvernement s'efforceront d'éviter toute contagion et tout assèchement de la liquidité. De manière générale, nous sommes sélectifs et étudions les pays émergents où les cycles de resserrement touchent à leur fin, comme la Russie, mais nous restons globalement pessimistes quant à la durée.
AUTRES	Matières premières			Une reconstitution des stocks mondiaux et de possibles pénuries d'approvisionnement pourraient, à moyen terme, être positives pour les matières premières (comme les métaux de base). Les métaux précieux comme l'or pourraient connaître une certaine volatilité à mesure que la Fed normalise sa politique, entraînant une hausse des taux réels. Toutefois, si la dynamique de croissance ralentit l'an prochain, le métal jaune pourrait enregistrer une hausse.
	Devises			Le ralentissement de la croissance mondiale et la normalisation de la politique de la Fed sont susceptibles de soutenir le dollar, en particulier face aux pays à faible rendement (EUR, JPY, CHF). Nous restons toutefois constructifs à court terme sur certaines monnaies cycliques (NOK, GBP, CAD) dont les banques centrales devraient devancer la Fed, dont les valorisations sont favorables et dont la trajectoire de croissance semble vigoureuse.

LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
	Négatif		Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au 26 septembre 2021, 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 de bonne qualité, 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

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} octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 1^{er} octobre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Martin Puddy

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

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

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

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

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

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche