

VUES DES CIO

Les rendements obligataires désormais plus attractifs



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



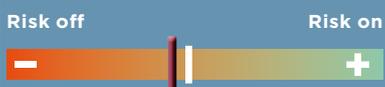
Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Les risques géopolitiques sont réapparus sur les radars des investisseurs du fait de l'intensification de la guerre en Ukraine orchestrée par le Président Poutine. En parallèle, l'inflation est toujours au centre de l'attention : les derniers chiffres américains ont été préoccupants, entraînant une hausse des rendements obligataires et une chute des actions. Nous confirmons nos prévisions de ralentissement de l'inflation américaine (le pic semble être passé). Celle-ci restera néanmoins bien au-dessus de l'objectif de la Fed à court terme, et nous pensons que les banques centrales, dont la Fed et la BCE, resteront restrictives. **La politique, avec les élections américaines de mi-mandat, un nouveau gouvernement en Italie et des élections au Brésil est également au cœur de l'actualité.**

Les perspectives économiques, en revanche, pourraient se dégrader. Les États-Unis sont aux prises avec une croissance durablement décevante et les perspectives de la zone euro semblent encore plus sombres, aggravées par la crise énergétique. Des discussions sont en cours pour trouver une solution européenne coordonnée sous forme de taxes, de plafonnement des prix, ou autre, mais les marchés n'en connaissent pas encore les détails précis. Pour l'heure les initiatives nationales dominent, comme les 200 milliards d'euros annoncés par l'Allemagne pour faire face à la crise énergétique ou le paquet fiscal annoncé par la Première ministre britannique, Liz Truss. L'effondrement des actifs britanniques après l'annonce du « mini » budget, le 23 septembre, a déclenché la reprise de l'assouplissement quantitatif de la Banque d'Angleterre alors même qu'elle a commencé à relever ses taux, ce qui témoigne de la difficulté à trouver un équilibre entre dosage des politiques et risque de tensions sur les liquidités. La volatilité des marchés devrait persister. Ci-dessous, les principaux thèmes à surveiller :

- Le principal moteur de la hausse des rendements des grandes économies avancées en ce moment est le resserrement monétaire opéré par les banques centrales. Les valorisations attractives des bons du Trésor américain à 10 ans, les pressions mondiales sur la croissance économique (côté offre comme côté demande) et les tensions géopolitiques font que **les obligations d'État devraient offrir une certaine protection.** Les investisseurs doivent garder une approche active qui laisse de la place aux mouvements tactiques autour du thème des taux « plus élevés plus longtemps ». En Europe, la BCE restrictive a dû faire face aux chocs affectant les chaînes d'approvisionnement et à des facteurs qui échappent à son contrôle. Ceci pourrait exercer une pression haussière sur les rendements à court terme de certaines courbes de la zone euro.
- **En ce qui concerne le crédit, en particulier les segments de bonne qualité tels que l'IG des États-Unis, les perspectives sont favorables. Nous restons en revanche prudents sur le marché du HY.** Concernant le crédit IG, la croissance de la dette et l'effet de levier semblent être sous contrôle et les marges sont solides, malgré les pressions haussières sur les coûts. Par contre, les réserves de trésorerie et les liquidités pourraient devenir un sujet de préoccupation, d'autant plus que les perspectives de bénéfices se détériorent. Ceci vaut surtout pour les émetteurs moins bien notés et les émetteurs HY qui sont les plus susceptibles de consommer leurs réserves si les flux de trésorerie ralentissent alors qu'il devient plus difficile de lever des fonds.
- **Concernant les actions, nous pensons qu'il convient de rester prudent et très sélectif, en cherchant la qualité.** Les attentes de résultats aux États-Unis et en Europe ne reflètent pas pleinement la dégradation de l'environnement économique et nous anticipons des révisions à la baisse. Aussi, nous restons prudents au sujet des bénéfices. C'est aussi pour cela que nous nous concentrons sur la qualité, les valeurs décotées et les entreprises qui distribuent des dividendes à leurs actionnaires, etc. En termes géographiques, les États-Unis devraient mieux performer que l'Europe et nous sommes désormais neutres sur la Chine, attentifs à l'évolution de la politique zéro-Covid et aux difficultés du secteur immobilier.
- La dynamique de croissance des **marchés émergents** s'est légèrement améliorée, mais il faut être sélectif car l'inflation est dangereusement élevée. Elle n'a pas encore amorcé de baisse générale, sauf au Brésil, où la volatilité liée aux élections pourrait pénaliser le real. Aussi, les banques centrales (Chili, etc.) sont restées restrictives. **La dette en devises fortes** offre des opportunités de portage et de valorisation. C'est notamment le cas des exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Brésil, Mexique), mais nous restons prudents sur les devises émergentes. Les concernant, il convient de surveiller l'impact d'un scénario de récession sur les prix des matières premières et les exportations. **Les actions des pays**

Sentiment de risque global



La prudence reste de mise sur les actifs risqués, car le ralentissement de la croissance économique et le ton restrictif des banques centrales auront un impact sur la demande, les bénéfices des entreprises et la volatilité du marché.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Opportunités sélectives sur les courbes de rendement de la zone euro sur fond de resserrement de la BCE.
- ▶ Neutralité tactique des 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

émergents constituent un ensemble contrasté, avec des prévisions de bénéfices solides et certaines valorisations attractives. Les autorités chinoises continuent de mener une politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid qui pèse sur les perspectives à court terme, mais c'est l'un des rares pays où la politique budgétaire et monétaire est sur une trajectoire accommodante.

L'environnement à venir sera probablement déterminé par l'ampleur du ralentissement que les banques centrales infligeront aux économies pour ramener l'inflation sous contrôle, sachant que les moteurs de l'inflation sont différents aux États-Unis et en Europe. Quoi qu'il en soit, il est clair qu'elles devront freiner les économies, ce qui pourrait affecter les entreprises les plus vulnérables sur les marchés du crédit et des actions. Nous pensons qu'il est temps d'intégrer des obligations et du crédit de bonne qualité dans les portefeuilles, tout en conservant une approche diversifiée en matière d'actifs réels (matières premières, or). **Le thème principal est donc la recherche de rendements nets d'inflation dans les secteurs susceptibles d'offrir une protection en cas de ralentissement économique.**

AMUNDI INSTITUTE

Évolution de l'inflation : souhaitable hier (avant le Covid), casse-tête aujourd'hui



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Alessia BERARDI
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique, Amundi Institute



Annalisa USARDI
CFA, Macrostratège Senior, Recherche Cross Asset, Amundi Institute

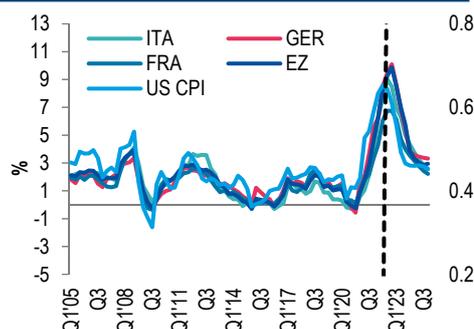
Les déterminants de l'inflation ne sont pas tout à fait les mêmes aux États-Unis et en Europe, les perturbations des chaînes d'approvisionnement provoquant davantage de difficultés en Europe. Cela rend la tâche de la BCE plus difficile

Le Covid comme contexte : le Covid-19 a porté un coup très dur à l'économie mondiale, entraînant une contraction de 3 % de la production, du jamais vu ! Pourtant, dans un premier temps, l'inflation a fortement reculé, la contraction de la demande l'emportant sur celle de l'offre pendant que les matières premières s'effondraient. Mais après la reprise, la demande s'est rétablie et les matières premières ont rebondi, tandis que les perturbations non résolues et durables des chaînes d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre se conjuguèrent pour provoquer un retour spectaculaire de l'inflation sur fond de politiques monétaires, budgétaires et macroprudentielles encore accommodantes. La réponse politique mondiale sans précédent, rapide et efficace face au risque de détérioration de la croissance et de la demande, n'a pas permis d'éviter les déséquilibres découlant des pressions sur les chaînes d'approvisionnement quand les économies ont redémarré.

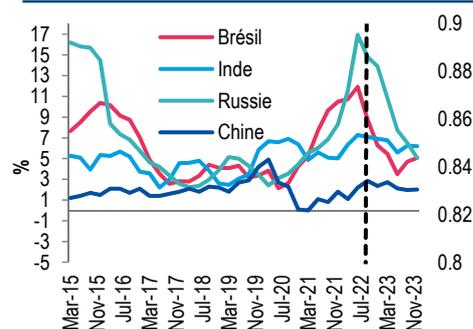
Transition des biens vers les services : les prix des biens de consommation ont été les premiers à s'envoler en raison du déséquilibre entre offre et demande. La demande s'est fortement redressée, soutenue par de généreuses mesures de relance budgétaire et monétaire. Les contraintes de mobilité et de consommation ont entraîné un déplacement spectaculaire de la demande vers les biens, pour lesquels les perturbations des chaînes d'approvisionnement étaient plus sévères, provoquant une forte hausse de leurs prix. Ces dysfonctionnements ont persisté un temps, jusqu'à leur récente détente. **Mais la poussée de l'inflation n'est pas seulement due aux biens :** après être restés en dessous des niveaux d'avant crise pendant la pandémie en 2020, les prix du pétrole et des matières premières sont remontés avec la reprise mondiale en 2021. Il s'est ensuivi une inflation des denrées alimentaires qui a touché de nombreux pays émergents, du fait de la part importante de l'alimentation dans leur panier de consommation. Dans la phase suivante, l'inflation des services a, à son tour, accéléré à mesure que la reprise progressait, poussant l'inflation sous-jacente (dont la base est plus large et qui, potentiellement, est plus durable) à la hausse, suscitant des inquiétudes quant aux effets de second tour, notamment dans les régions où les marchés du travail étaient plus tendus.

Les moteurs de l'inflation ne sont pas les mêmes aux États-Unis et en Europe : aux États-Unis, les déséquilibres du marché du travail restent déterminants pour les perspectives d'inflation. L'évolution vers un taux de participation plus faible à la population active complique le calibrage du retrait des politiques de soutien (resserrement de la politique monétaire à partir d'une situation de départ très accommodante). La hausse des salaires, initialement concentrée sur les emplois peu qualifiés, se propage désormais au reste de l'économie tandis que l'inflation s'est généralisée dans les services et dans l'indice sous-jacent, risquant de s'installer durablement. La priorité des politiques est désormais de ralentir rapidement la croissance des salaires et de rééquilibrer les marchés du travail. Dans la zone euro, l'inflation a d'abord été tirée par les biens, en raison de contraintes d'offre, plutôt que par une forte demande, étant donné la reprise économique plus lente qu'aux États-Unis. À présent toutefois, le principal moteur de l'inflation est le prix de l'énergie. **Nous pensons que l'inflation en zone euro est principalement importée et liée à l'offre.** La tâche de la BCE est donc difficile, car la réduction de la demande ne ralentira pas nécessairement l'inflation à court terme, tandis que le resserrement des conditions financières pourrait peser encore plus sur l'offre.

Inflation marchés développés



Inflation marchés émergents



Source : Amundi Institute, le 30 septembre 2022. BCB = Banco Central do Brasil. Les graphiques illustrent l'inflation globale et la croissance en glissement annuel (en fréquence trimestrielle). Graphique de gauche = prévisions à partir du T3 2022, graphique de droite = prévisions à partir du 30 septembre 2022.

AMUNDI INSTITUTE

Les pays émergents ne sont pas loin derrière : L'inflation élevée s'est installée dans la plupart des pays émergents, à l'exception de la Chine et de l'ASEAN, où elle n'est apparue que récemment et dans une moindre mesure. Dans ces deux régions, l'inflation est restée sous contrôle. Cela s'explique en partie par la réouverture post-Covid tardive et progressive qui a ralenti toute pression de la demande et par l'effet de subventions relativement efficaces. En revanche, dans les pays de la région CEMEA et en Amérique latine, l'inflation a, à des degrés divers, accéléré plus tôt, sous l'effet des chocs externes et mondiaux, amplifiés par une dépréciation marquée des devises et par une demande intérieure très robuste et des marchés du travail tendus (Europe centrale et orientale). En outre, certains pays émergents ont été touchés par des phénomènes idiosyncratiques (guerre en Russie, politiques peu orthodoxes en Turquie, crise politique en Argentine et défiance vis-à-vis du peso) qui se sont superposés aux facteurs sous-jacents susmentionnés (déséquilibres entre offre et demande, etc.). **Les banques centrales des pays émergents ont réagi rapidement.** En Amérique latine, l'inflation sous-jacente des biens s'atténue, grâce à l'action vigoureuse des banques centrales (par exemple, la BCB). Au Brésil, cependant, l'inflation des services est toujours en hausse, constituant un obstacle à la maîtrise générale de l'inflation. Mais grâce aux politiques de la BCB (et aux réductions d'impôts et de prix des carburants), l'inflation a déjà commencé à baisser depuis plusieurs mois, quoiqu'au détriment de la croissance.

En conclusion, nous pensons que l'inflation est aujourd'hui la principale préoccupation des décideurs politiques dans le monde, même si les tendances et les moteurs de l'inflation varient d'une région à l'autre. L'inflation semble avoir passé son pic dans certains pays, comme aux États-Unis, mais restera encore supérieure aux objectifs des banques centrales à court terme. Les investisseurs doivent donc rechercher des rendements réels, malgré le ralentissement actuel de la croissance.

GESTION
DIVERSIFIÉE

La prudence s'impose sur fond de dégradation économique



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Toujours dans une optique de prudence vis-à-vis des actifs risqués, nous préférons le crédit de qualité aux actions, mais nous gardons un œil attentif sur les perspectives de défaut et les conditions financières

La volatilité des marchés est restée supérieure à la moyenne, les inquiétudes à concernant la croissance se répercutant sur les valorisations, notamment en Europe, région la plus touchée par les craintes de récession et par l'inflation élevée aggravée par la crise énergétique. Il est vrai qu'en Europe les mesures de soutien budgétaire des gouvernements nationaux et une réponse collective de l'UE pourraient changer la donne. Toutefois, les valorisations actuelles ne reflètent que partiellement la détérioration du scénario mondial. De fait, l'ajustement des bénéfices n'est pas encore visible et la volatilité devrait donc se poursuivre. **Aussi, nous restons légèrement constructifs sur la durée, mais recherchons le crédit de qualité.** Concernant les actions, nous privilégions les États-Unis, même si les perspectives se sont assombries. Il convient néanmoins de conserver des couvertures sur les actions et de maintenir une approche diversifiée intégrant matières premières et devises.

Idees à conviction forte

Nous restons prudents sur les actions dans un contexte de tensions géopolitiques et de resserrement des politiques monétaires (augmentation du coût du capital). En revanche, nous jouons les divergences régionales, en privilégiant les États-Unis par rapport à la zone euro, compte tenu des risques liés au rationnement du gaz et à la hausse des prix dans la seconde. Nous pensons que cette vision est confortée par la composition des marchés (davantage de valeurs de qualité et de croissance aux États-Unis, alors que l'Europe fait la part belle aux titres sous-évalués et cycliques). En Chine, malgré des vents contraires à court terme, nous pensons que la désynchronisation du cycle économique du pays par rapport aux marchés mondiaux

pourrait s'avérer bénéfique. Nous conservons donc notre préférence relative pour la Chine par rapport à l'Inde. **Nous maintenons une position légèrement positive sur la durée des obligations du Trésor américain** et sommes neutres sur les obligations des pays du cœur de l'Europe. Les valorisations des obligations du Trésor américain sont attractives après les récents mouvements et la persistance de l'inversion de la courbe. Au Royaume-Uni, nous prenons désormais une position directe sur les swaps nominaux à 5 ans après la forte hausse des rendements. Nous surveillons comment le soutien apporté par la BoE aux obligations pour maintenir la stabilité sur les marchés affectera la trajectoire de resserrement et la croissance du pays. Deuxièmement, au vu de l'attitude restrictive de la BCE, nous percevons des opportunités d'aplatissement de la courbe en Italie. En effet, les risques de récession pourraient avoir un effet négatif sur les taux à 2 ans plus que sur les taux à 10 ans. Par ailleurs, nous maintenons notre position légèrement constructive sur les BTP face aux Bunds, du fait de la disponibilité de l'instrument de protection de la transmission de la BCE et de notre vue selon laquelle le nouveau gouvernement ne devrait pas trop faire d'incartade en termes de trajectoire budgétaire et de réformes. Nous restons néanmoins attentifs à l'évolution de la situation. **Nous sommes conscients des pressions qui s'exercent sur les actifs risqués en général, mais pensons que le crédit IG américain devrait surperformer** grâce à la solidité des fondamentaux des entreprises (ratios de couverture des intérêts élevés, stabilisation de l'endettement, bilans solides) et à la robustesse des marges bénéficiaires malgré la hausse des coûts. Par contre, concernant le crédit européen, nous surveillons les effets de la hausse des coûts d'emprunt et la manière dont ils pourraient affecter les bilans

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

des émetteurs moins bien notés. **Nous restons prudents sur le HY, que nous considérons comme le segment le plus exposé aux risques d'un resserrement excessif.**

En ce qui concerne les devises, nous ne sommes plus positifs sur le BRL par rapport au PLN et au HUF, suite à sa récente appréciation. Les élections brésiliennes et la nécessité d'un second tour pourraient entraîner une augmentation de la volatilité du BRL. De plus, les devises d'Europe de l'Est semblent avoir atteint des niveaux de valorisation assez bas, intégrant beaucoup de nouvelles négatives, de sorte qu'un rebond paraît désormais plausible. D'autre part, l'amélioration de la situation budgétaire de l'Indonésie et le cycle de resserrement mené par sa banque centrale jouent en faveur de la parité IDR/CNH. Ailleurs, dans les pays développés, nous

pensons que le différentiel de taux entre la Fed et les autres banques centrales et l'approche d'un ralentissement économique mondial sont des facteurs de soutien déterminants pour l'USD (par rapport au CAD ou à l'EUR). Nous restons légèrement prudents sur la paire EUR/JPY en tant que stratégie à moyen terme et constructifs sur la paire CHF/EUR en tant que valeur refuge.

Risques et couvertures

Les risques économiques pourraient se répercuter sur les bénéfiques et les prix des actifs, aussi nous pensons qu'il faut conserver des couvertures suffisantes sur les actions et sur le marché du HY. Nous pensons également que les marchés dérivés offrent des opportunités de profiter de notre opinion négative sur l'EUR/USD.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Agilité sur les obligations, mais attention au risque de refinancement sur le crédit



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La forte hausse des taux d'intérêt conduit les marchés à anticiper un taux final plus élevé des fonds fédéraux, ce qui pourrait affecter le coût du capital, en particulier pour les entreprises moins bien notées

L'inflation élevée provoque une vague de resserrement monétaire dans les pays développés, conduisant les marchés à anticiper des taux directeurs plus élevés qu'auparavant. Nous pensons que la Fed et la BCE maintiendront des taux directeurs plus élevés pendant une période plus longue, à moins que l'inflation ne recule considérablement ou qu'il y ait une fragmentation de la zone euro (ce qui n'est pas notre scénario central). Par conséquent, le coût des prêts aux entreprises pourrait augmenter. **Nous pourrions assister à une situation où les banques cessent de prêter aux entreprises tandis que les marchés primaires se gèlent. Ce scénario menace particulièrement les entreprises mal notées et ne doit pas être négligé.** Aussi, nous restons prudents sur les actifs risqués et vigilants sur les risques de liquidité, et préférons les dettes bien notées dans une démarche globale flexible. Nous percevons également des opportunités dans certaines dettes en devises fortes des pays émergents.

Obligations mondiales et européennes

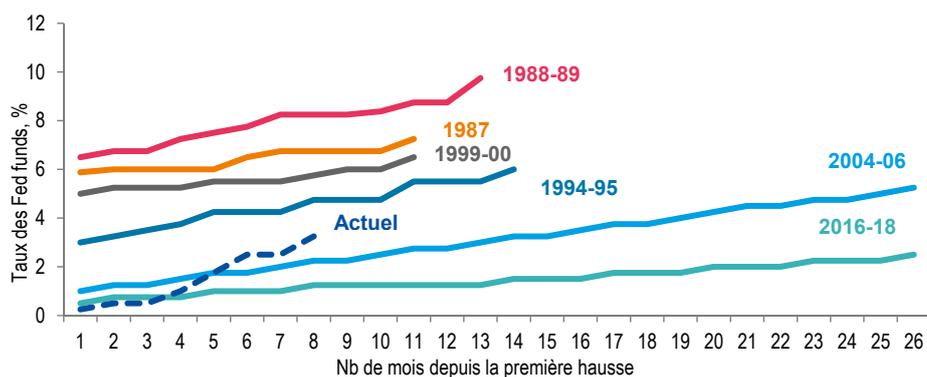
Nous observons les pressions contradictoires exercées sur les rendements par les banques centrales restrictives et la faible croissance économique, ce qui nous incite à maintenir une approche active/tactique. Nous sommes plutôt prudents sur la durée, notamment aux États-Unis et sur les rendements du cœur de l'Europe. Nous sommes en revanche positifs sur la Chine et neutres sur le Royaume-Uni compte tenu des importants mouvements observés récemment. Notre suivi attentif de l'ensemble des courbes nous a permis d'évaluer que les *spreads* des pays

périphériques de la zone euro se sont stabilisés et nous surveillons à présent les risques politiques et de fragmentation. Nous sommes légèrement optimistes quant aux points morts d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro. Pour ce qui est du crédit, les entreprises sont sorties de la pandémie avec des bilans plus solides et des liquidités abondantes. Mais la hausse des coûts, le ralentissement de la consommation, l'incertitude liée au conflit ukrainien et le resserrement opéré par la BCE pourraient générer de la volatilité. Ce dernier facteur pourrait avoir une incidence sur le coût du financement de la dette HY et de la dette de qualité inférieure. Nous surveillons donc les défauts et les potentielles restructurations et guettons les signes de détérioration des bilans. De plus, nous préférons l'IG et les titres de qualité dans les secteurs de la banque, de l'automobile et de l'énergie.

Obligations américaines

Le thème de l'inflation continue de progresser, les marchés craignant de plus en plus que la Fed ne maintienne ses taux plus élevés pendant plus longtemps. Comme on pouvait s'y attendre, les rendements ont augmenté depuis le début du mois d'août, à mesure que l'inflation gagnait du terrain et que la Fed durcissait le ton. **Par conséquent, même si nous gardons un positionnement tactique et proche de la neutralité sur la durée, nous avons maintenant un biais favorable à ces rendements plus élevés.** La hausse des rendements nominaux se reflète également dans les rendements réels, ce qui nous amène à surveiller les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) à la recherche de points d'entrée attractifs. Nous constatons que les *spreads*

Le cycle haussier actuel semble être le plus abrupt depuis 1984



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 30 septembre 2022

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif

**MARCHÉS
OBLIGATAIRES**

IG sont légèrement écartés par rapport à leur moyenne à long terme : une certaine réévaluation des risques de liquidité est donc possible, notamment sur les titres de moindre qualité. Nous sommes donc globalement prudents, mais sans être pessimistes, et préférons les titres de bonne qualité. En outre, les entreprises qui dépendent du crédit privé pour leurs liquidités/réserves pourraient subir la pression de la hausse des coûts d'emprunt. Sur le marché des crédits titrisés, nous gérons activement nos positions en MBS d'agence compte tenu des valorisations.

Obligations des marchés émergents

Nous sommes légèrement défensifs sur la duration, mais pensons que le sentiment est en train de devenir favorable aux obligations des pays émergents. Le contexte est plus porteur pour la dette en devises fortes

que pour celle en devises locales, mais la sélectivité reste importante sur fond de situations idiosyncratiques. Nous sommes conscients du risque de défaut sur ces marchés et maintenons une préférence pour les pays où le cycle de resserrement est proche de son terme et où le portage est attractif (Brésil). Nous restons prudents sur les devises émergentes.

Devises

Nous sommes constructifs sur l'USD et prudents sur le GBP (nouvelles mesures budgétaires), l'EUR et le CNH. Toutefois, les discussions en cours sur une réponse européenne à la crise énergétique pourraient soutenir l'euro et nous restons flexibles. En ce qui concerne les marchés émergents, nous sommes positifs sur le MXN et le CLP, mais prudents sur le TWD.

ACTIONS

La résilience des bénéfices sous surveillance



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous n'en sommes pas encore au point où les marchés redeviennent attractifs et nous nous concentrons donc sur la sélection et la résilience des bénéfices au-delà du court terme

Évaluation globale

Nous observons un affaiblissement des chiffres économiques et les indicateurs avancés des bénéfices semblent trop élevés. Jusqu'à présent, nous avons constaté que les perturbations des chaînes de valeur, les pénuries et les difficultés d'approvisionnement en énergie affectaient l'activité des entreprises, mais à l'avenir, nous pourrions aussi être confrontés à des surprises liées à la demande des consommateurs qui pourraient tirer vers le bas les anticipations de bénéfices des marchés. Cependant, toutes les entreprises ne seront pas logées à la même enseigne. Celles qui disposent d'un fort pouvoir de fixation des prix et de bilans stables devraient mieux faire face au ralentissement. **Nous restons donc sélectifs et évitons les entreprises dont les bilans sont trop chargés en dettes, compte tenu de l'augmentation du coût du capital et du ralentissement de l'économie.** Plus généralement, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis, mais restons vigilants quant à l'évolution du contexte économique.

Actions européennes

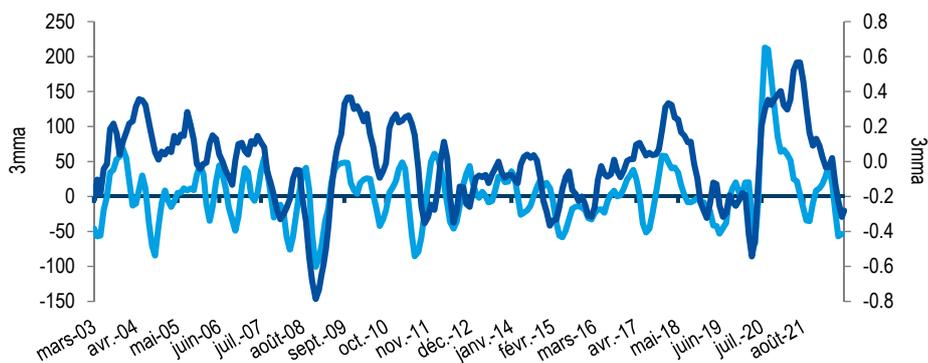
Compte tenu des prévisions de baisse des bénéfices, nous maintenons un positionnement équilibré, de type *barbell*, avec une opinion positive sur la consommation non cyclique défensive et les titres cycliques de qualité. La clé est de comprendre « ce qui est actuellement intégré » au vu des valorisations actuelles. La sélectivité est essentielle. Par exemple, malgré le contexte de détérioration des fondamentaux macroéconomiques, nous considérons favorablement certaines banques de détail, car

leurs valorisations implicites sont extrêmement faibles. Au-delà des secteurs, nous avons une préférence pour les bilans solides, la résilience des modèles économiques et le pouvoir de fixation des prix. De façon importante, la crise actuelle est l'occasion de remettre l'accent sur l'ESG. À l'inverse, nous sommes prudents sur la technologie.

Actions américaines

Les marchés s'attendent à ce que les bénéfices augmentent en 2022 et 2023. De fait, l'inflation pourrait, dans une certaine mesure, protéger les bénéfices nominaux. Toutefois, nous pensons que les marchés, en général, ne prennent en compte que tardivement les révisions en baisse des bénéfices liées aux récessions. **Les entreprises pourraient donc profiter de la prochaine saison de publication des résultats pour réduire leurs prévisions de bénéfices pour l'année prochaine,** ce qui se répercuterait sur les cours, notamment pour les entreprises les plus vulnérables, non rentables et chères. Nous sommes donc très attentifs aux valorisations et à la résilience des bénéfices et privilégions les sociétés capables de verser des dividendes, malgré le ralentissement économique à venir. Nous restons en revanche à l'écart des entreprises trop endettées, très cycliques et dont les valorisations sont élevées. Cela étant, nous observons également que les valorisations de certains segments cycliques et de croissance de qualité ont considérablement corrigé, ce qui les rend attractifs à long terme. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs financières, notamment les banques et les

L'environnement économique devrait entraîner des révisions des bénéfices



— Indice de surprise économique, États-Unis — Indice de révision des bénéfices, États-Unis, Éch. dtc

Source : Amundi Institute, Bloomberg, au mercredi 28 septembre 2022. Indice de surprise économique : un chiffre positif signifie que les données publiées ont été plus fortes que prévu, tandis qu'un chiffre négatif signifie que les données publiées ont été moins bonnes que prévu. Mm3m = moyenne mobile sur 3 mois.

ACTIONS

compagnies d'assurances. Les banques américaines affichent des rendements sur capitaux propres élevés alors que les risques en matière de crédit sont encore limités, mais nous restons sélectifs. Enfin, nous pensons que les investisseurs devraient envisager un biais favorable à la qualité et au style value dans leurs portefeuilles.

Actions émergentes

Les risques et les incertitudes géopolitiques restent élevés, ce qui incite à conserver une approche prudente à court terme. Toutefois,

le différentiel de croissance entre pays développés et émergents et les valorisations parfois attractives des marchés émergents sont des points positifs. Nous considérons favorablement le Brésil et les EAU, tandis que nous sommes tactiquement neutres sur la Chine et prudents sur les banques turques. Au niveau sectoriel, nous recherchons les valeurs décotées des segments discrétionnaires (notamment en Chine, compte tenu du rebond attendu de la demande intérieure) et privilégions l'énergie par rapport aux matériaux de base.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		Les principales préoccupations restent l'ampleur du resserrement monétaire de la Fed et la manière dont les bénéficiers seraient affectés par un ralentissement de la croissance. La forte demande des consommateurs, la vigueur des marchés de l'emploi et l'amélioration des enquêtes auprès des consommateurs constituent autant de facteurs favorables pour les bénéficiers des entreprises. Nous restons sélectifs et recherchons des entreprises qui rémunèrent les actionnaires sous forme de dividendes, de rachats d'actions, etc.
	Actions US Value	+		Le ralentissement à venir de la croissance souligne la nécessité de compléter les positions de style value par des entreprises moins cycliques qui présentent des caractéristiques de qualité et des marges durables. En revanche, les investisseurs devraient éviter les segments où les valorisations ne justifient pas le potentiel de bénéficiers, notamment les secteurs de croissance chers.
	Actions US Croissance	-		Dans un contexte de hausses des taux et de répercussions sur le coût du capital, les actions dont la valorisation dépend fortement des flux de trésorerie à long terme pourraient être plus durement touchées. En outre, les valorisations actuelles de certains segments ne sont pas justifiées par les fondamentaux. Nous restons donc prudents, mais surveillons les segments tels que la croissance de qualité où les prix semblent raisonnables.
	Europe	--		Les incertitudes liées à la récession et la géopolitique nous incitent à rester prudents sur l'Europe dans un contexte de hausse du coût de la vie. L'Europe étant un marché cyclique, un ralentissement mondial est négatif pour les bénéficiers européens. Toutefois, lorsque le ralentissement prendra fin, la région devrait être l'une des premières à en bénéficier. Nous restons attentifs à la résilience des bénéficiers à long terme et à la solidité des bilans.
	Japon	=		Nous sommes neutres sur le Japon, compte tenu du ralentissement de la croissance mondiale (et donc des éventuelles répercussions sur les exportations) et des valorisations relativement attractives des marchés japonais.
	Chine	=	▼	Bien que les politiques monétaires et budgétaires soient accommodantes, les difficultés du secteur du logement et les confinements ponctuels liés au Covid affectent le revenu et les dépenses des ménages. Les moteurs à long terme, sous forme de croissance équilibrée de qualité élevée, sont en place.
	Marchés émergents hors Chine	=		Le contexte d'investissement des pays émergents est marqué par une combinaison de réalités idiosyncratiques nationales, de vents contraires mondiaux et de tensions géopolitiques. Aussi, si d'une part, nous voyons d'un bon œil les exportateurs de matières premières, tels que les EAU et le Brésil, nous sommes prudents vis-à-vis de pays tels que la Thaïlande, Taïwan et la Turquie. Notre positionnement reste globalement sélectif.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		La Fed a récemment revu à la baisse ses perspectives de croissance économique, mais a réaffirmé son intention de maîtriser l'inflation en relevant ses taux. Ceci, associé à des niveaux de rendement attractifs, nous amène à penser que les obligations peuvent offrir une certaine protection. Nous restons neutres sur la durée, avec un biais positif et un positionnement agile. Compte tenu de la récente flambée des rendements réels, nous surveillons également les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) à la recherche de points d'entrée.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		La solidité des bilans des entreprises, la bonne situation financière des ménages, le portage attractif et les valorisations nous incitent à préférer l'IG américain aux autres segments de crédit plus fragiles. Pour autant, nous cherchons à identifier les entreprises capables de résister au risque d'atterrissage brutal et de faire preuve de résilience en termes de bénéficiers.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-	▼	La situation en termes de défauts semble maîtrisée pour l'instant, mais nous restons attentifs aux <i>spreads</i> , vu la détermination de la Fed à relever les taux pour juguler l'inflation, ce qui pourrait finir par avoir un impact sur la liquidité des entreprises qui génèrent peu de flux de trésorerie. Nous restons donc prudents et cherchons à trouver un équilibre entre rendement, liquidité et fondamentaux.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Malgré la détermination de la BCE à maîtriser les prix, les pressions économiques en Europe pourraient restreindre sa marge de manœuvre en matière de hausse des taux directeurs. Nous restons neutres sur les obligations souveraines des pays du cœur de l'Europe pour l'instant, tout en conservant une approche flexible et en recherchant des opportunités sur les différentes régions et courbes. En ce qui concerne la dette périphérique, nous sommes attentifs aux risques politiques et de fragmentation.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Le creusement récent des <i>spreads</i> semble refléter le resserrement monétaire, ainsi que les préoccupations liées à l'inflation et à la croissance, même si les fondamentaux des entreprises restent solides. Nous évitons les segments surendettés et recherchons plutôt des actifs de qualité dans le cadre d'une approche globalement neutre du crédit européen.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-	▼	Nous constatons une légère détérioration des conditions financières qui pourrait à terme entraîner une hausse des coûts de financement, notamment pour les émetteurs moins bien notés. Nous surveillons donc la liquidité, la situation des flux de trésorerie et les perspectives de défaut dans le cadre d'un positionnement globalement prudent.
	Govies Chine	=/+		La Chine est l'un des rares pays où la politique monétaire et budgétaire s'assouplit. Ceci, associé à l'avantage de diversification qu'offre la dette chinoise aux investisseurs internationaux et à un possible allègement à venir des restrictions sanitaires, nous permet de rester légèrement positifs.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Le resserrement des taux directeurs dans les pays développés exerce des tensions sur la dette des pays émergents, mais on observe de fortes disparités régionales. Nous percevons de la valeur dans le HY par rapport à l'IG, car il pourrait offrir une protection contre les hausses de taux de la Fed. Nous considérons favorablement les exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Mexique, Brésil) et de la région MENA (Bahreïn), mais nous ajustons cette position de manière très active.
	Émergents Dette en devise locale	=		La situation s'améliore, mais exige toujours une position légèrement prudente/neutre. Nous sommes sélectifs, avec une préférence pour les pays à fort potentiel de portage (Afrique du Sud, Brésil). Les devises des pays émergents resteront sous pression à court terme en raison du raffermissement du dollar.
AUTRES	Matières premières			Le ralentissement de la croissance mondiale et son impact sur la demande, notamment en Chine, ne sont pas favorables aux matières premières cycliques et au pétrole. Nous avons revu à la baisse notre objectif à 3 mois pour le WTI à 90 dollars le baril, mais les problèmes d'approvisionnement à long terme demeurent. La hausse des taux réels résultant du resserrement monétaire de la Fed augmente le coût d'opportunité lié à la détention d'or, ce qui exerce une pression sur son prix à court terme.
	Devises			La persistance de l'inflation sous-jacente aux États-Unis signifie qu'il est encore tôt pour que la Fed s'oriente vers un virage accommodant et pour que le dollar perde de son lustre. Nous nous attendons à ce que le dollar atteigne de nouveaux sommets dans les six prochains mois.

LÉGENDE



Source : Amundi, au vendredi 3 octobre 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 émettrices 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

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 6 octobre 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: 10 octobre 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 - 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*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

Contributeurs Plateformes d'investissement

LEMONNIER Patrice, *Responsable Actions, Marchés émergents*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
CARULLA Pol, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

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*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

STRIGO Sergei, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

FIOROT Laura, *Responsable Investment Insights & Client Division*
DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*