



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT | 2022

# Investir dans la grande transformation

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

*Cher client,*

*A mesure que l'économie mondiale se remet des blessures causées par la pandémie et que l'inflation fait son grand retour après des décennies d'absence, le monde se prépare à relever les plus grands défis de son histoire : la transition énergétique pour lutter contre l'inexorable crise climatique et le développement d'un modèle de croissance inclusif. Nous pensons que 2022 sera une année charnière à cet égard et qu'elle sera marquée par la mobilisation de ressources considérables pour relever ces deux défis. En parallèle, certains des paradigmes qui avaient caractérisé la décennie précédente sembleront dépassés.*

*Le paradigme de l'austérité à tout prix appartient désormais au passé et ce, pas uniquement en tant que réponse aux bouleversements de la crise du Covid. Des mesures de relance budgétaire colossales, accompagnées de capitaux privés, sont indispensables pour réaliser les investissements ambitieux nécessaires pour atteindre les objectifs de neutralité carbone d'ici à 2050 et gérer la transition. La crise énergétique que nous traversons aujourd'hui fragilise encore plus notre société déjà inégale et les gouvernements se doivent d'agir. L'indépendance des banques centrales sera remise en question, à mesure qu'elles seront confrontées à des objectifs multiples (inflation, croissance, chômage, environnement, inégalités). Le mantra du « trop de tout » (surcapacité) est également battu en brèche, car des pénuries sévissent de toutes parts : matières premières (produits alimentaires et énergie), main-d'œuvre qualifiée et chaînes d'approvisionnement alternatives, pour n'en citer que quelques-unes. Tout ceci vient s'ajouter à la fin de l'ancienne vague de mondialisation et à l'émergence de la Chine comme puissance mondiale (en termes de demande des consommateurs, d'action climatique, d'équilibres géopolitiques) qui abandonne son statut de simple fabricant à bas coût.*

*Il en ressort trois thèmes prioritaires pour les investisseurs en 2022 : l'inflation, au moment où la croissance économique commence à ralentir, la désynchronisation des politiques budgétaires et monétaires ainsi que les impacts du ralentissement en Chine, et troisièmement l'accélération de l'intégration ESG dans les portefeuilles. Nous vous aiderons à repenser vos portefeuilles à travers ces prismes et à explorer les opportunités qui se présenteront dans ce nouvel environnement d'investissement.*



**Pascal BLANQUÉ**  
Directeur des Gestions



**Vincent MORTIER**  
Directeur Adjoint des  
Gestions

## PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT : LES 10 MESSAGES CLES POUR 2022

1

**Le scénario du retour des années 70 monte en puissance.** Le scénario de stagnation à long terme est l'affaire du passé et celui d'un retour des « années folles » (nouveau miracle économique) n'est plus qu'un rêve. La croissance mondiale reviendra à son potentiel après le pic, lorsque les stimulations cycliques s'estomperont. L'inflation s'avérera être un phénomène durable et incertain, alimenté par les difficultés d'approvisionnement et de multiples pénuries. La désynchronisation des trajectoires de croissance et d'inflation revient en force : la mondialisation va en être impactée.

2

**Les banques centrales (BC) ont la clé du cycle.** Une trajectoire de stagflation se dessine, avec le risque que les banques centrales perdent le contrôle en tentant d'équilibrer le rapport entre croissance et inflation. Dans les marchés développés (MD), les BC accepteront d'intervenir avec retard, étant donné leur indifférence bienveillante vis-à-vis du scénario d'inflation.

3

**Après un début timide vers une réduction des dispositifs de soutien, il faut s'attendre à davantage (et non à moins) de politique monétaires accommodantes** (début 2023) dans un contexte de ralentissement de la croissance et d'augmentation des besoins budgétaires nécessaires au financement d'une transition verte et juste. Les BC et les gouvernements travailleront de concert pour monétiser davantage de dette et poursuivre la répression financière.

4

**Le cycle va encore se prolonger, mais la frénésie des marchés appartient au passé.** Durant la séquence de réduction des dispositifs de soutien et de décélération, qui sera suivie d'un renforcement des mesures de relance et d'accélération, les investisseurs devront d'abord être prudents (neutres sur les actifs risqués) et rechercher les points d'entrée pour compléter leur positionnement stratégique sur les actions, les matières premières et les marchés émergents (ME). Ces derniers devraient revenir sur le devant de la scène après une décennie perdue, au cours de laquelle le niveau d'investissement à l'international est passé sous les objectifs stratégiques.

5

**Le concept de ME formant un bloc est définitivement révolu.** La vraie démarcation se fera entre trois mondes : 1) les pays avec de l'inflation et des banques centrales intervenant pour la contrôler, 2) les pays avec des banques centrales inactives (qui ont perdu le contrôle) et 3) la Chine. Les investisseurs devront privilégier les pays des catégories 1 et 3, dont les devises devraient également s'apprécier par rapport au dollar américain, qui porte le poids des politiques hyper-keynésiennes.

6

**Les rendements réels forment le nouvel horizon. Méfiez-vous de l'illusion nominale.** Les portefeuilles 60/40 seront plus difficiles à gérer. La corrélation positive entre les actions et les obligations impose une allocation plus dynamique. Les paris de valeur relative et les sources de diversification susceptibles d'atténuer le risque d'inflation, comme les actifs réels, seront primordiaux.

7

**Les taux réels détermineront le sort des valorisations excessives des actions.** Ceux-ci finiront par se redresser, fragilisant les bulles des secteurs de croissance. La sélection doit se concentrer sur les bénéfiques et le pouvoir de fixation des prix, la qualité et les titres décotés, sur fond de hausse des taux et de coûts plus élevés.

8

**Résister à la tentation des durations longues** après la première phase de hausse des rendements nominaux. Les mouvements de courbe, les devises et les opportunités transrégionales se multiplieront dans un contexte marqué par des politiques monétaires divergentes. Une gestion obligataire sans contrainte sera la règle.

9

**Des fragilités liées à des problèmes d'endettement devraient probablement apparaître.** Cela déclenchera un premier cycle de grande discrimination parmi les titres de crédit fortement valorisés, entre ceux qui sont fragiles, menacés par le resserrement des conditions de liquidité et le retour à la normale des taux de défaut, et ceux qui sont plus solides.

10

**La relance verte et sociale favorisera la généralisation de l'ESG,** mais la transition ne sera pas linéaire. L'écosystème ESG (réglementation, coalitions, préférences des investisseurs) déterminera la demande et la qualité des données et influencera le processus de détermination des prix, avec des boucles de rétroaction positive entre l'adoption de certains facteurs ESG et leur impact croissant sur les prix.

---

## INDEX

<b>Le mot des CIOs</b>	2
<b>Perspectives d'investissement : les 10 messages clés pour 2022</b>	3
<b>Contexte général</b>	5,6,7
<b>Priorités des banques centrales</b>	8,9
<b>Scénario de base, scénarios alternatifs et risques</b>	10
<b>Principales convictions d'investissement pour 2022</b>	11,12
<b>Point ESG</b>	13
<b>Allocation d'actifs</b>	
Tableau d'allocation d'actifs	14
Allocation et actions	15
Obligations et marchés émergents	16
Matières premières et devises	17
Marchés non cotés	18,19
<b>Point sur l'autonomie stratégique ouverte de l'UE</b>	20
<b>Prévisions</b>	21, 22
<b>Auteurs</b>	23

## TRANSITIONS MULTIPLES ET TRAJECTOIRES DIVERGENTES

### Les banques centrales ont la clé du cycle dans un monde désynchronisé

**L'année 2022 marquera un tournant décisif vers un nouveau régime économique et financier.** De nombreuses transitions concomitantes entraîneront le passage de l'ancien au nouveau régime. Cette évolution a déjà commencé sur le plan économique, social et géopolitique, et va s'accélérer en entraînant de profondes répercussions pour les investisseurs. La fin d'une ère monétaire ultra-accommodante, ainsi que la montée en puissance des politiques visant à éviter une catastrophe climatique et les inégalités sociales seront des thèmes à suivre.

La solide reprise de la croissance en 2021 signifie que certaines des mesures drastiques d'assouplissement adoptées pour limiter l'impact économique de la pandémie ne sont plus nécessaires. Il est donc temps pour les banques centrales de commencer à réduire progressivement leur soutien, afin d'éviter toute surchauffe et ce alors que l'inflation fait son grand retour après plusieurs décennies d'absence. En parallèle, l'impact de la transition énergétique déterminera les gagnants et les perdants dans les différents pays et marchés tandis que les politiques budgétaires devront en atténuer le coût. Si le « tapering » est le mot clé de la fin 2021, les banques centrales ne s'engageront que timidement sur cette voie de réduction des achats d'actifs.

**« L'abandon d'un monde de création monétaire excessivement aisée ne sera pas simple, de nombreuses transitions devant affecter la manière de réagir des banques centrales. »**

#### Transition 1 : de l'euphorie à la normalité

Dans un environnement globalement favorable à la croissance mondiale, l'euphorie liée à la réouverture des marchés, observée plus tôt dans l'année, s'estompe et la dynamique économique mondiale ralentit pour revenir de son pic à son potentiel, à mesure que les dispositifs de stimulation cyclique disparaissent.

**L'illusion d'un miracle économique mondial va se dissiper.**

Aux États-Unis, la poursuite d'une politique budgétaire favorable, les effets de richesse positifs des marchés financiers et l'augmentation de la demande des milléniaux (la génération Y)

pourraient assurer quelques années supplémentaires de croissance supérieure au potentiel, sans cependant atteindre les niveaux records de 2021. La croissance chinoise sera déterminante. Celle-ci devrait, selon nous, se modérer, mais sans pour autant s'effondrer. Le gouvernement chinois devra gérer la transition de la Chine vers une société plus équilibrée et plus égalitaire, éviter un atterrissage brutal et limiter l'aléa moral des investisseurs dans les secteurs surendettés tels que le marché immobilier. Pendant que ce désendettement se poursuit, les politiques budgétaires et monétaires devraient se montrer relativement favorables.

**L'impact du ralentissement chinois devrait rester globalement limité, même si certains exportateurs de métaux/matières premières et partenaires commerciaux pourraient être affectés. La clairvoyance sera un élément clé sur les marchés émergents (ME)**

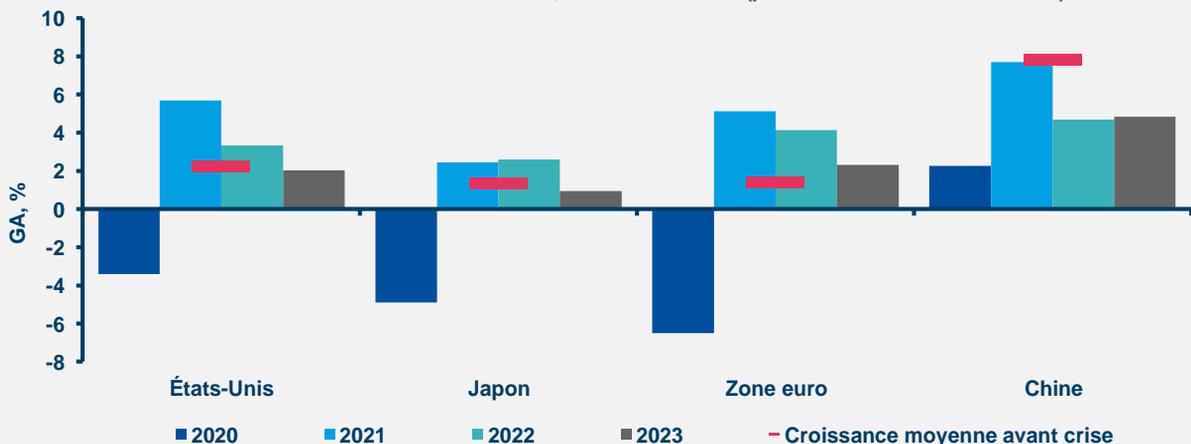
Les perspectives de la zone euro devraient rester favorables, les pays périphériques bénéficiant du plan de relance Next Generation EU (NGEU) et de la confiance retrouvée dans le secteur des services, qui n'a pas encore été pleinement exploité. Pour autant, il est également possible que la croissance déçoive, car les pénuries d'approvisionnement menacent la reprise à différents degrés selon les régions. Ceci constitue une zone de risque importante.

#### Transition 2 : de libéralisme à interventionnisme dans le traitement des questions écologiques et sociales

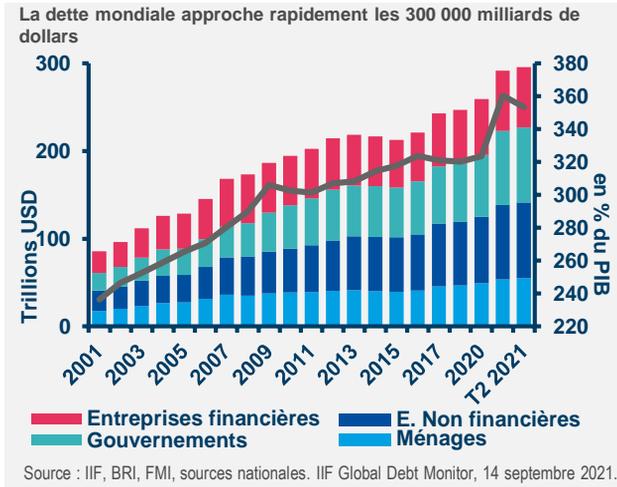
La crise du Covid-19 a encore renforcé la nécessité de lutter contre les inégalités et de placer les questions de santé et d'environnement au sommet de l'agenda politique. S'attaquer à ces questions signifie lutter contre les monopoles, accélérer la transition énergétique, reconstruire le pacte social et rééquilibrer la dynamique entre les profits et les salaires.

Tout ceci passera par des réglementations plus strictes, d'éventuelles modifications de la fiscalité, de l'investissement dans les infrastructures et les projets verts, et des mesures budgétaires axées sur les questions sociales. L'impulsion budgétaire va donc se poursuivre, mais à un rythme plus lent qu'en 2020-2021.

La croissance devrait revenir à ses niveaux d'avant crise, voire en dessous (prévisions Amundi du PIB réel)



Source : Amundi, FMI. Données au 8 novembre 2021. La croissance moyenne d'avant-crise correspond à celle de la période 2010-2018. Prévisions réalisées par Amundi Research.



**La dette, déjà élevée, pourrait encore s'accroître au moment où la croissance ralentit, remettant en cause la viabilité de celle-ci.**

### Transition 3 : de chaînes de valeur internationales à une indépendance dans les secteurs stratégiques.

L'environnement géopolitique va se complexifier dans un contexte de lutte pour l'autosuffisance et la suprématie énergétique et technologique. La situation dans la région Pacifique se complique, tandis que les tensions entre la Chine et les États-Unis s'intensifient à nouveau. Ces tendances se dessinent alors que la pandémie a déjà amené de nombreuses entreprises et gouvernements à repenser leurs chaînes de valeur internationales pour les rendre plus résistantes aux chocs futurs, notamment aux catastrophes naturelles dont le risque augmente à mesure que la planète se réchauffe. **Cela implique la relocalisation de certains postes de production et une diversification accrue des chaînes d'approvisionnement en favorisant une délocalisation vers des pays plus proches.** Le souci d'autosuffisance sera particulièrement élevé en Europe, où une partie du NGEU a été allouée à des secteurs stratégiques (semi-conducteurs, défense et sécurité, énergies propres) afin d'assurer une plus grande autonomie économique à la région.

**La régionalisation par opposition à la mondialisation sera un thème clé, ainsi que l'accent mis sur les secteurs stratégiques.**

### Transition 4 : d'inflation transitoire à inflation plus persistante.

Toutes les transitions mentionnées ci-dessus impacteront la trajectoire de l'inflation. Leurs répercussions combinées modifient le scénario dominant d'inflation faible et transitoire en un scénario d'inflation plus élevée et persistante. Il est **peu probable que l'inflation revienne à ses niveaux d'avant crise**, car les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement, la flambée des prix de l'énergie, le rééquilibrage vers des salaires plus élevés et la hausse des taux d'imposition la pousseront au-delà du niveau de ces dix dernières années. Ce phénomène, initialement spécifique **aux États-Unis, se propage désormais dans le monde entier** via la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, à l'exception notable de la Chine, où les prix à la consommation (IPC) sont maîtrisés, mais où les prix à la production (IPP) sont maintenus sous pression, ce qui pèse sur les marges des entreprises.

### Transition 5 : d'anciens à de nouveaux mandats pour les BC.

L'action des banques centrales dépendra de la manière dont la croissance, l'inflation et la dette s'ajusteront. Le nouveau régime auquel nous serons confrontés verra probablement la répression financière se poursuivre en 2022, les banques centrales se

réservant un certain degré de liberté et intervenant de façon asynchrone. Non seulement le cheminement vers une normalisation sera long, mais le nouvel effort budgétaire pour financer la transition énergétique et lutter contre les inégalités nécessitera probablement aussi le soutien des banques centrales.

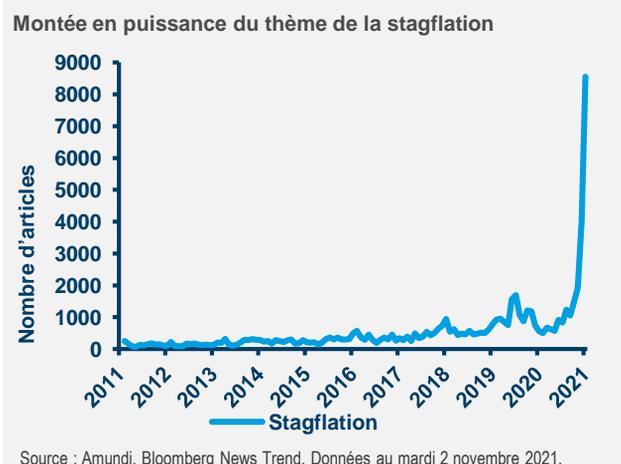
Dans cette transition des anciens mandats (lutte contre l'inflation) vers les nouveaux (soutien d'une croissance plus juste et plus durable), les banques centrales seront confrontées au dilemme suivant : quand et à quelle vitesse activer/désactiver les dispositifs de soutien dans un monde où l'inflation est plus élevée/permanente et la croissance plus lente (**trajectoire de stagflation**). L'action des banques centrales résultera de leur volonté à trouver un compromis entre croissance et inflation (en tenant compte du risque de stagflation).

**Les banques centrales décideront combien de temps le cycle actuel peut encore être prolongé. Selon nous, cela devrait durer encore un peu.**

La Réserve fédérale (Fed) va agir très progressivement, avec un certain « laisser-faire » justifié par son mantra sur le caractère transitoire de l'inflation. La Banque centrale européenne (BCE) sera confrontée à davantage de difficultés, car la capacité de la zone euro à tolérer une inflation plus élevée est limitée et sa dépendance énergétique est significative. Les banques centrales des pays émergents commenceront probablement à marquer une pause, puis à inverser une partie du resserrement mis en œuvre cette année. Après une phase initiale plus stricte en 2022, nous nous attendons à ce que les politiques accommodantes se multiplient, ce qui, aura pour effet de réaccélérer la croissance et de prolonger le cycle dans le courant de l'année.

**L'action des banques centrales sera également cruciale en termes de dynamique de la dette et de gestion d'éventuelles bulles.**

Le cas des promoteurs immobiliers mis à mal en Chine illustre la nécessité de s'attaquer aux excès d'endettement avant qu'ils ne créent un risque systémique. La situation actuelle doit donc être considérée comme une évolution positive pour la stabilité à plus long terme, même si elle peut s'avérer douloureuse à court terme. De manière générale, d'autres zones d'excès pourraient également constituer une source de risque pour les investisseurs. Au fur et à mesure que les surplus de liquidités seront éliminés et que les rendements réels commenceront à augmenter, les actions à très forte croissance aux valorisations très élevées et les obligations d'entreprises très endettées seront mises sous pression. Nous devrions voir apparaître des faiblesses en termes d'endettement, qui, de manière générale, appelleront à se concentrer davantage sur la sélection des titres de crédit, dans un contexte de durcissement des conditions de liquidité.



## TRANSITIONS MENANT À LA « GRANDE DÉSYNCHRONISATION »



### De l'euphorie post-pandémique au ralentissement de la dynamique économique

2022 commencera vraisemblablement par une décélération de la croissance par rapport aux pics atteints en 2021, dans un contexte de ralentissement de la Chine, suivie dans un second temps d'une reprise de l'activité économique lorsque la Chine se stabilisera et qu'une impulsion budgétaire supplémentaire relancera le moteur de la croissance.

→ **Conséquences en termes d'investissement** : modération de la croissance des bénéfices, vulnérabilités accrues, complaisance excessive et valorisations élevées. Jouer les actions avec sélectivité en privilégiant les plus résilientes à une hausse de l'inflation (valeurs décotées, de qualité, avec un pouvoir de fixation de prix et thèmes liés aux dividendes).



### Du libéralisme à l'interventionnisme gouvernemental notamment sur les thèmes de l'ESG

La crise du Covid-19 a accentué la nécessité de lutter contre les inégalités et de placer les questions de santé et d'environnement au sommet de l'agenda politique.

→ **Conséquences en termes d'investissement** : sélectivité entre secteurs et entreprises, en privilégiant les principaux thèmes ESG.



### D'une chaîne de valeur globale à l'autosuffisance

La complexification du contexte géopolitique, sur fond de lutte pour la suprématie énergétique et technologique, et la nécessité de rendre les chaînes d'approvisionnement plus résilientes à une pandémie et à de possibles catastrophes naturelles alimentent les tendances mondiales à la relocalisation et à la délocalisation dans des pays plus proches.

→ **Conséquences en termes d'investissement** : thèmes régionaux contre thèmes mondiaux, secteurs stratégiques dans l'UE, la Chine, importance accrue de l'analyse *bottom-up* de la capacité de résistance aux problèmes d'approvisionnement, sélectivité sur les actions/obligations émergentes.



### D'une inflation faible/transitoire à une inflation plus persistante

Les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement, les prix de l'énergie, le rééquilibrage vers des salaires plus élevés et la hausse des taux d'imposition vont pousser l'inflation à la hausse par rapport à la décennie précédente. Compte tenu du ralentissement de la croissance et de la hausse de l'inflation, le risque de stagflation est accru.

→ **Conséquences en termes d'investissement** : se concentrer sur les actifs liés à l'économie réelle et ceux indexés sur l'inflation, privilégier les durations courtes.



### Banques centrales, des anciens aux nouveaux mandats

Les banques centrales seront contraintes de rester accommodantes et de maintenir un environnement de répression financière (taux réels nuls ou négatifs) pour faire face à l'augmentation de la dette nécessaire au financement de projets environnementaux et sociaux.

→ **Conséquences en termes d'investissement** : l'action des BC déterminera l'appétit pour le risque. Débuter l'année avec une allocation prudente (neutre sur les actifs risqués) dans un contexte de réduction des dispositifs de soutien aux États-Unis et en Europe et accroître le risque plus tard lorsque la dynamique économique se sera améliorée.

## DES LENDEMAINS QUI (DÉ)CHANTENT

### Les banques centrales doivent apprendre à naviguer entre ralentissement de la croissance et hausse de l'inflation

Voilà plus de 10 ans que la communauté financière s'est habituée à des banques centrales qui utilisent leur bilan de façon proactive pour contenir les risques. De ce point de vue l'année 2022 marque peut-être un tournant : avec des politiques budgétaires qui vont rester très actives dans la phase de reprise, les banques centrales doivent, quant à elles, rester vigilantes pour éviter un dérapage des anticipations d'inflation. Or de ce point de vue, les situations diffèrent grandement selon les pays et régions, ce qui accentuera l'asynchronie des politiques monétaires à travers le monde.

**Un changement de régime est en cours : une inflation durable due à certaines forces structurelles et un ralentissement de la croissance mondiale qui n'est pas nécessairement dû à la pandémie.**

#### Hypothèses clés de nos perspectives pour 2022

1. Les goulets d'étranglement devraient se résorber d'ici à la fin 2022. La pandémie a accentué un déséquilibre préexistant : concentration excessive des approvisionnements et manque de diversification géographique. La baisse des coûts s'est ainsi faite au détriment de la résilience des chaînes logistiques. La recherche de résilience va désormais prendre le dessus ;
2. Les pénuries de main-d'œuvre observées dans certains secteurs s'achèveront avec la fin des plans de relance, de sorte que l'inflation salariale resterait sous contrôle ;
3. Les prix de l'énergie se stabiliseront sur des niveaux élevés mais sans générer de pénurie d'électricité en Chine (ou en Europe). En particulier, le Brent se maintiendrait dans une fourchette de 75 à 80 USD ;
4. Enfin, la croissance en Chine devrait graduellement réaccélérer en 2022, après un épisode de croissance ralentie au S2 2021.

**Nous pensons que la croissance chinoise sera le moteur d'une reprise en deux temps qui conduira les marchés financiers mondiaux vers une fin de cycle seulement au second semestre 2022.**

Au niveau régional, nous continuons d'anticiper un « redémarrage transformationnel » à plusieurs vitesses, inégal et déséquilibré.

Tout le défi du *policy mix* consiste à transformer le rebond économique observé en une reprise durable et plus inclusive avec une répartition plus équitable des revenus afin de lutter contre les inégalités que la pandémie a accentuées. Une transformation s'impose pour éviter les tensions sociales. Sur le front des prix, l'inflation devrait diminuer par rapport aux niveaux de 2021, mais rester élevée par rapport à ceux d'avant la pandémie. Les économies émergentes devraient connaître la même évolution, l'inflation y ayant augmenté encore plus vite que dans les économies avancées, en raison notamment de la flambée des prix des denrées alimentaires et de l'énergie.

En 2021, la BCE et la Fed ont amendé le cadre stratégique de leur mandat, en retenant des formulations manquant parfois de clarté, notamment en ce qui concerne l'« objectif d'inflation moyenne », sur un horizon non précisé. Toutefois, une fois que sera tranché le débat sur le caractère plus ou moins temporaire de la hausse des prix, les banques centrales devront s'interroger sur la meilleure façon d'ancrer les anticipations d'inflation dans des économies où les chocs d'offre l'emportent sur les chocs de demande.

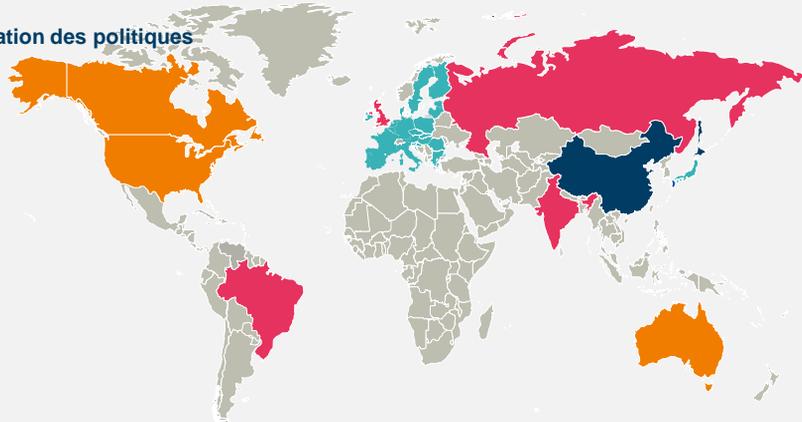
Car si les banques centrales sont habituées à gérer une inflation liée à la demande, elles le sont moins face à la flambée des prix de l'offre (pénuries sur le marché du travail, énergie et denrées alimentaires, encombrement des routes maritimes). Quoi qu'il en soit, l'absence de pressions inflationnistes liées à un excès de demande ne devrait pas nous inquiéter. Car ces dernières finiront par réapparaître aux États-Unis, compte tenu de certaines tendances démographiques : ainsi, la génération Z (un groupe de population beaucoup plus important que la génération X) sera bientôt prête à dépenser davantage (notamment pour acheter des maisons et fonder des familles).

**Les banques centrales sont confrontées au grand défi du 'tapering' à un moment où la croissance mondiale se recale sur son potentiel.**

#### 2022 : des banques centrales aux politiques désynchronisées

##### Prévisions d'Amundi sur l'orientation des politiques

- Plus accommodante
- Stable
- Moins accommodante
- Durcissement



Source : Recherche Amundi, au 31 octobre 2021. Carte des politiques monétaires. L'attitude des banques centrales fait référence aux changements attendus en matière d'assouplissement quantitatif ou d'outils non conventionnels en 2021 et début 2022.

## Sur la corde raide

À court terme, la situation devrait devenir difficile, en particulier pour deux banques centrales aux contraintes et préoccupations très différentes : la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque populaire de Chine (PBoC).

- **La BoE** doit lutter contre une hausse de l'inflation et relèvera probablement ses taux avant la fin de l'année, dans un contexte d'incertitude liée aux effets du Brexit.
- **La PBoC** s'abstient d'ajuster significativement sa politique de taux, malgré l'affaiblissement persistant induit dans l'économie.
- **La BCE** a reporté au mois de décembre la clarification attendue sur sa politique d'achats de titres, à l'occasion de la publication de ses nouvelles projections économiques. En particulier, elle devra préciser les modalités de la transition du PEPP (Programme d'achat d'urgence face à la pandémie) à l'APP (Programme d'achat d'actifs), ce qui pourrait lui donner du fil à retordre, surtout si elle veut éviter les distorsions du marché et une fragmentation accrue.
- **La Fed** s'est engagée sur la voie d'un *tapering* largement annoncé, mais sera probablement mise au défi de gérer en douceur le dénouement d'anticipations excessivement haussières sur ses taux directeurs. Le risque de « déception » du marché est élevé, notamment pour le dollar et, dans ce cas, nous pourrions voir notre anticipation de stabilité remise en cause, l'euro pouvant passer de 1,14\$ (notre prévision actuelle pour fin 2022) à 1,20\$.

**Les banques centrales sont toutes sur la corde raide : prises en étau entre le ralentissement de la croissance et la hausse de l'inflation.**



**Monica DEFEND**

Responsable de la Recherche Groupe

La crédibilité des banques centrales est en jeu : tout écart par rapport à leurs prévisions perturberait les acteurs du marché, et affaiblirait leur position. Or il faut bien avoir à l'esprit que la crédibilité est un prérequis pour ancrer les anticipations d'inflation dans la durée.

L'attitude des pouvoirs publics déterminera notre positionnement en matière d'investissement : la combinaison de bilans de banques centrales élevés pour préserver des conditions financières accommodantes, de pressions inflationnistes durables, d'un ralentissement de la croissance et d'une valorisation excessive des actifs risqués est préoccupante pour les marchés financiers. Tous ces facteurs ne sont pas compatibles entre eux dans la durée. C'est pourquoi nous privilégions une approche prudente pour le moment, en attendant d'y voir plus clair.

## Influencer les scénarios de marché

Comme nous l'avons déjà mentionné à plusieurs reprises cette année, plusieurs scénarios – reposant sur des « narratifs » différents - coexistent en sortie de crise, ce qui permet d'expliquer la complaisance actuelle des marchés. Nous sommes convaincus que cette situation peut perdurer un certain temps et maintenir la divergence observée entre les niveaux du marché et les niveaux d'équilibre calculés sur la base des fondamentaux micro et macro (bénéfices par action, taux d'intérêt, croissance/chômage, prix du pétrole etc.).

**Nous considérons les « narratifs » comme des facteurs de valorisation ».**

Nos analyses économétriques tendent à confirmer l'importance des narratifs dans la valorisation des actifs.

Ainsi, le scénario de « stagnation séculaire », caractérisé par une faible croissance et une inflation basse, semble passé de mode. Le scénario de la « politique monétaire toute puissante » a pris le relais, avec à la clé l'expansion effrénée du bilan de la Fed et de la BCE suite à la pandémie de Covid-19, qui a eu un impact majeur sur les fondamentaux des marchés d'actions jusqu'au T3 2021. Nous pensons que ce scénario explique en grande partie la déconnexion observée entre la dynamique des marchés et les fondamentaux depuis le début de l'année ; même si ce scénario s'essouffle, notamment avec le *tapering* annoncé par la Fed, nous pensons qu'il continuera de dominer les esprits en 2022. Depuis février, des scénarios moins favorables ont commencé à retenir l'attention, tels que celui du « retour aux années 70 ». Mais la possibilité d'un scénario en germe du type « *roaring twenties* » a compensé les craintes stagflationnistes et soutenu les plus haut du marché, sans pour autant être corroboré en quoi que ce soit, par l'analyse des fondamentaux économiques..

**Pour l'instant, les bénéfices publiés par les entreprises surprennent positivement mais nous ne pensons pas que cela se répétera en 2022.**

En définitive, il nous semble probable que les acteurs du marché se concentreront tôt ou tard sur les risques de stagflation. Or la thématique d'un « retour aux années 70 » s'accompagnerait inévitablement d'une correction sur les marchés, avec à la clé des valorisations moins élevées. C'est cette conviction qui explique notre recommandation de prudence concernant l'exposition directionnelle aux actions.

## Les mesures d'accélération de la transition verte

Nous aimerions conclure sur un autre domaine pour lequel les banques centrales devraient jouer un rôle de premier plan : le changement climatique et la transition verte. Ces évolutions appellent des changements considérables dans la conduite de la politique monétaire.

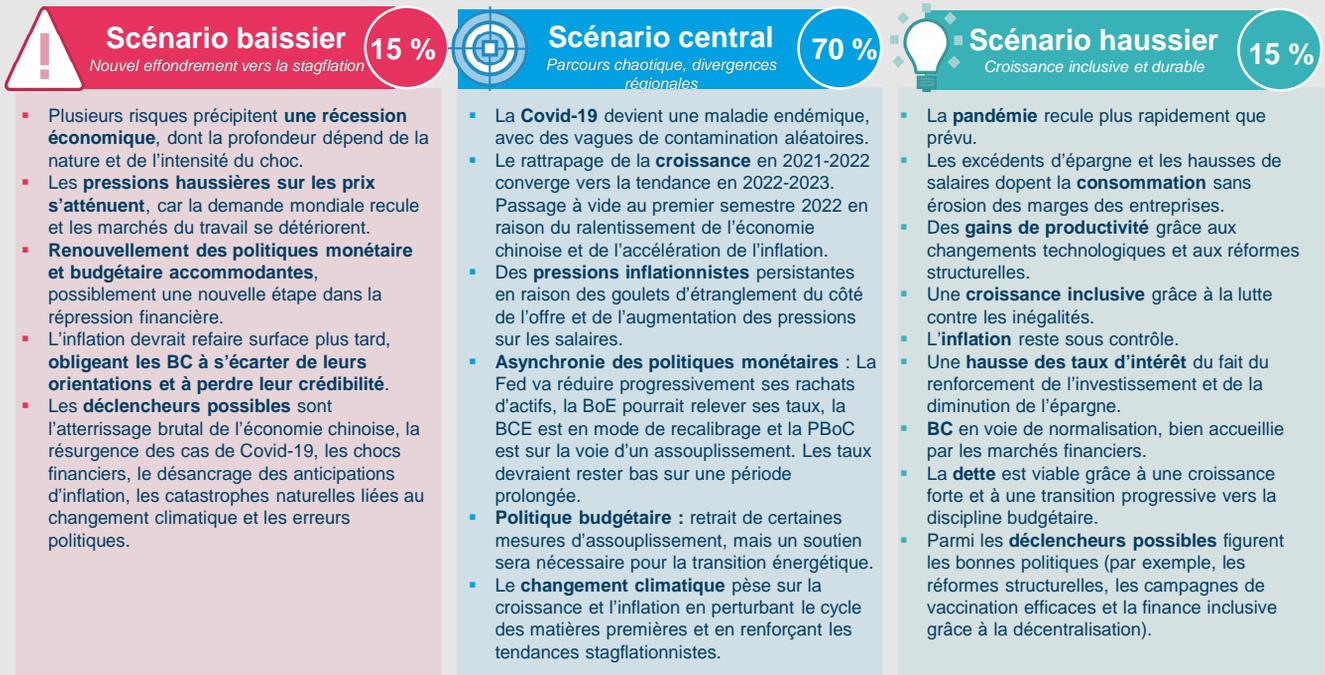
Selon la vitesse et de la nature de la politique de transition, le risque climatique affectera les canaux de transmission traditionnels de la politique monétaire, tandis que les risques de « cygne vert » (c'est-à-dire les événements climatiques potentiellement perturbateurs sur le plan financier) pourraient être à l'origine d'une crise financière systémique.

Bien que cette transformation figure sans aucun doute sur les écrans radar des banquiers centraux, il existe des défis et des opportunités à plus court terme pour les banques centrales. En juillet, la BoJ avait déjà annoncé un TLTRO vert (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) visant à offrir un taux de prêt bancaire favorable aux activités vertes. Des propositions similaires sont envisagées par la BCE. Face aux risques climatiques croissants, le fait que la facilité TLTRO soit calibrée sur une taxonomie d'activités durables pourrait constituer une étape immédiate d'alignement des prêts sur l'Accord de Paris. Les LTRO verts pourraient être structurés de manière à préserver les objectifs et les modalités des TLTRO standard, tout en prévoyant des mesures incitant les banques à investir dans des activités vertes (et si ce n'est les banques, alors leurs clients).

La définition exacte des « prêts verts » fait cependant toujours défaut, car il est difficile de fournir une définition cohérente de la durabilité environnementale, de même qu'un système de vérification fiable. Des transformations coperniciennes sont en cours presque partout, et la pandémie a probablement fourni le catalyseur nécessaire pour permettre ces évolutions..

**Nous espérons que les banques centrales adopteront bientôt des « mesures d'accélération de la transition verte ».**

# LES SCÉNARIOS DE BASE ET ALTERNATIFS ET LES RISQUES



## Le mur des risques



Source : Amundi, au 31 octobre 2021. MD = marchés développés, ME = marchés émergents. BC : banques centrales. MinVol=Volatilité minimale, stratégies visant à réduire la volatilité des actions. UST=obligation du Trésor américain. TIPS=Treasury Inflation-Protected Securities. Forex=marché des devises.

## PRINCIPALES CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT POUR 2022

Passage à une fin de cycle au S2 : privilégier les actions, les ME et les matières premières

2022 sera plus délicat que 2021 en termes de construction de portefeuille. En effet, **les investisseurs ne sauraient s'attendre à des performances actions comparables à celles de 2021, car 2022 sera marquée par la normalisation de la croissance des bénéfiques et par les pressions croissantes sur les marges.** Les emprunts d'État resteront sous pression, tandis que les taux d'intérêt commenceront à augmenter. Les rendements réels restant globalement bas, **la quête de revenus réels se poursuivra.**

**Les principaux éléments à prendre en compte pour la construction de portefeuilles seront le rendement, le risque de liquidité et l'exposition à la croissance et à l'inflation.**

Dans ce contexte, les investisseurs devront :

- **Commencer l'année avec un positionnement léger/neutre en termes d'exposition au risque et réajuster le profil de risque tout au long de l'année, en mettant l'accent sur la résistance du portefeuille à la hausse des rendements.** Il convient de débiter l'année avec une allocation prudente/neutre (compte tenu également des valorisations élevées du marché) et d'essayer d'exploiter les opportunités de valeur relative (entre régions et segments). Durant cette séquence de ralentissement de la croissance qui sera suivie de nouvelles mesures de relance, les investisseurs bénéficieront probablement d'une possibilité d'augmenter à nouveau l'allocation au risque et d'exploiter les opportunités offertes par le prolongement du cycle. **La gestion du risque et de la liquidité seront essentielles, car la hausse des rendements réels** pourrait provoquer des tensions sur le marché et représenter un obstacle à la fois pour les actions et pour les obligations. Les portefeuilles 60/40 seront confrontés à une possible corrélation positive entre les actions et les obligations ainsi qu'au risque de durée des obligations, ce qui nécessitera le recours à des sources de diversification supplémentaires, telles que les **stratégies faiblement corrélées et les actifs réels.**
- **Faire preuve de sagacité dans la quête de revenus réels, en élargissant le panel des classes d'actifs dans un environnement caractérisé par une inflation structurellement plus élevée.** Cela signifie qu'il faudra aller au-delà du marché obligataire traditionnel et s'intéresser aux dividendes actions, aux actifs réels, aux obligations des pays émergents en privilégiant les durations courtes et, plus généralement, aux secteurs offrant des rendements plus élevés avec un risque de durée relativement faible (crédit subordonné et prêts bancaires). Les crédits à durée plus longue et/ou dont les spreads sont trop étroits seront mis à mal.

La sélection crédit sera globalement une priorité, car, avec la hausse du coût de la dette, les taux de défaut pourraient commencer à augmenter après avoir été au plus bas.

- **Miser sur les actions en se concentrant sur les zones les moins chères (actions décotées, pays émergents, Europe) et sur la sensibilité à la hausse des taux.** La croissance des bénéfiques ralentira par rapport aux niveaux records observés en 2021, mais certaines entreprises devraient continuer à bénéficier de la réouverture en cours, tandis que d'autres souffriront de la hausse des coûts, de la fiscalité et des ajustements des chaînes d'approvisionnement. Ceci aboutira à un environnement de **forte dispersion des rendements actions**, ce qui offrira un cadre favorable à la sélection de valeurs. **Les taux d'intérêt resteront raisonnablement bas, mais sur une trajectoire ascendante**, favorisant les actions décotées (en particulier les financières) par rapport aux actions de croissance. Les actions des pays émergents devraient à nouveau attirer l'attention. L'exposition aux actions a augmenté pour atteindre un sommet au cours du cycle, en privilégiant les actions des pays développés. La prochaine hausse devrait bénéficier aux ME, dont **les allocations sont nettement inférieures aux objectifs stratégiques** et où les valorisations semblent relativement attractives. Une évaluation pays par pays sera essentielle lors de la recherche d'opportunités dans les pays émergents en tenant compte des politiques de la Chine, de l'évolution des prix et des marges de manœuvre budgétaire et monétaire. L'Europe devrait également être avantagée grâce à son plan de relance « Next Generation EU », qui privilégie la transition écologique.
- **Renforcer l'exposition thématique aux facteurs ESG susceptibles d'avoir un impact significatif sur le couple risque/rendement.** Les thèmes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) doivent être considérés comme complémentaires aux indicateurs classiques de risque et de rendement des portefeuilles, en particulier lorsqu'il s'agit de domaines susceptibles d'avoir un impact important sur le prix des actifs. L'évolution des réglementations et la demande croissante des institutions et des investisseurs font en sorte que certains facteurs deviennent de plus en plus pertinents à cet égard. L'initiative *zéro émission nette* est l'un des thèmes qui, selon nous, auront un impact significatif sur le marché. La lutte contre les inégalités sera probablement l'autre grand thème, car elle constitue l'un des axes prioritaires des gouvernements pendant la phase de reprise actuelle. Certains thèmes hybrides combinant les aspects environnementaux et sociaux pourraient émerger, comme la transition juste pour aborder la lutte contre le changement climatique de manière équitable et qui constitue un axe prioritaire pour les pays émergents.

Recalibrage de l'exposition aux risques en 2022

Janv. 2022

Déc. 2022

**Débiter l'année avec une allocation prudente/neutre** (en tenant compte également des valorisations chères du marché) et essayer d'exploiter les opportunités de valeur relative (entre régions et segments)

Durant cette séquence de ralentissement de la croissance qui sera suivie de nouvelles mesures de relance, **les investisseurs bénéficieront probablement d'une fenêtre pour augmenter à nouveau l'allocation au risque et exploiter les opportunités de fin de cycle (actions, ME sélectionnés, matières premières).**

Source : Amundi, au dimanche 31 octobre 2021.

# PRINCIPALES CONVICTIIONS DE CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE

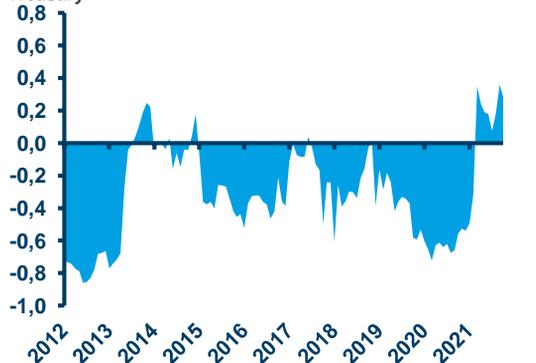
1



## METTRE L'ACCENT SUR LA RÉSILIENCE DES PORTEFEUILLES

Équilibrer les risques dans un monde de corrélations changeantes en ajoutant des sources de rendement non corrélées.

Corrélation sur 12 mois entre l'indice S&P 500 et l'indice US Treasury

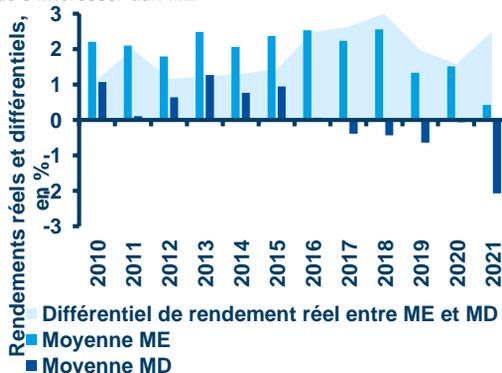


2

## FAIRE PREUVE DE SAGACITÉ DANS LA QUÊTE DE REVENUS RÉELS

Il faudra aller au-delà des marchés obligataires traditionnels vers les dividendes actions, les actifs réels, les obligations des marchés émergents (en privilégiant les durations courtes) et le crédit subordonné.

Les rendements réels des MD étant négatifs, il convient de s'intéresser aux ME



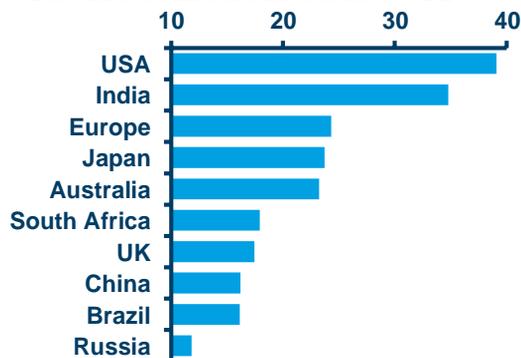
3



## METTRE L'ACCENT SUR LES SECTEURS ACTIONS MOINS TENDUS (VALUE, ME ET EUROPE) ET SUR LA SENSIBILITÉ AUX TAUX

Les taux d'intérêt resteront raisonnablement bas, mais sur une trajectoire ascendante, ce qui favorisera les actions aux valorisations moins élevées, notamment celles des ME ou d'Europe, qui devraient bénéficier du déploiement du NGEU.

PE de Shiller des différents marchés au 31/10/2021



4



## RENFORCER L'EXPOSITION AUX FACTEURS ESG AVEC UN IMPACT SIGNIFICATIF SUR LE COUPLE RENDEMENT/RISQUE

Les évolutions réglementaires et la demande croissante des institutions et des investisseurs ont un impact sur les marchés. L'initiative zéro émission nette et la lutte contre les inégalités sont les principaux thèmes à surveiller.

Boucle de réaction positive qui détermine les impacts sur les marchés



# ESG : ADHÉSION CROISSANTE AUX ÉTATS-UNIS ET ÉLAN VERT

## Priorité à l'environnement et à l'investissement « zéro émission nette »

La crise du Covid-19 a donné un coup de fouet supplémentaire à la dynamique d'adoption des principes ESG qui existait déjà avant la crise. Les flux entrants sur les ETF ESG ont atteint 107 milliards de dollars au cours des neuf premiers mois de 2021, contre 92 milliards de dollars sur l'ensemble de 2020 et un maigre 32 milliards de dollars en 2019\*.

La demande croissante pour l'ESG s'accompagne d'initiatives de plus en plus nombreuses en termes de normes de communication des données, de réglementation et de pressions des coalitions (telles que la Net Zero Coalition). Ces tendances contribueront à révéler les zones d'inefficacité, en comblant les lacunes en terme de d'accès aux données et en entraînant un ajustement des prix de marché, tout en commençant à intégrer ces nouveaux éléments d'information, ce qui produira une boucle de réaction positive. Le temps nous dira si les facteurs de risque intégrés à l'ESG constituent un ensemble unique et idiosyncratique de facteurs ou s'ils sont simplement redondants avec les facteurs traditionnels. Jusqu'à présent, et selon nos recherches d'avant une crise, l'ESG s'était déjà avéré être un facteur de risque significatif dans la zone euro, ce qui n'était pas le cas aux États-Unis. **Depuis la crise du Covid-19 et l'élection de Joe Biden, notre analyse la plus récente** montre que l'ESG est également en train de gagner sa place parmi les facteurs traditionnels en Amérique du Nord.

### Amérique du Nord : le social et l'environnemental au centre des préoccupations

Avant la crise, l'approche conflictuelle de l'administration Trump sur les questions ESG, comme le retrait de l'Accord de Paris et les nouveaux retards sur l'intégration ESG dans la région étaient en fort contraste avec l'Europe où les facteurs ESG montraient déjà des signes d'impact significatif sur les marchés. Au premier trimestre 2020, dans un contexte de tensions sur le marché dues à la pandémie de Covid-19, les composantes du pilier social en Amérique du Nord ont affiché de solides performances sur le marché actions. En effet, les investisseurs sélectionnaient les titres en fonction des bonnes ou mauvaises « conditions de travail » des salariés.

**L'élection de Joe Biden en tant que 46e président des États-Unis a généré un « élan vert » se traduisant par une performance élevée du pilier environnemental des deux côtés de l'océan Atlantique.**

**L'ESG a également eu un impact significatif sur le marché du crédit.** Dans les mois ayant suivi l'intervention de la Fed en mars 2020, les entreprises Nord Américaines se sont lancées dans une frénésie de financement, principalement via le marché du crédit. D'avril à octobre 2020, l'activité des émetteurs du *MSCI North America* sur les marchés du crédit a été plus de quatre fois supérieure à leur activité moyenne entre janvier 2014 et mars 2020.

Nos recherches précédentes avaient montré que de meilleures performances ESG se traduisaient par des spreads de crédit plus faibles pour les émetteurs, mais la pandémie a mis en évidence que le pilier gouvernance avait le plus d'impact en termes de réduction du coût de la dette.

### 2022 et l'importance de l'initiative « zéro émission nette »

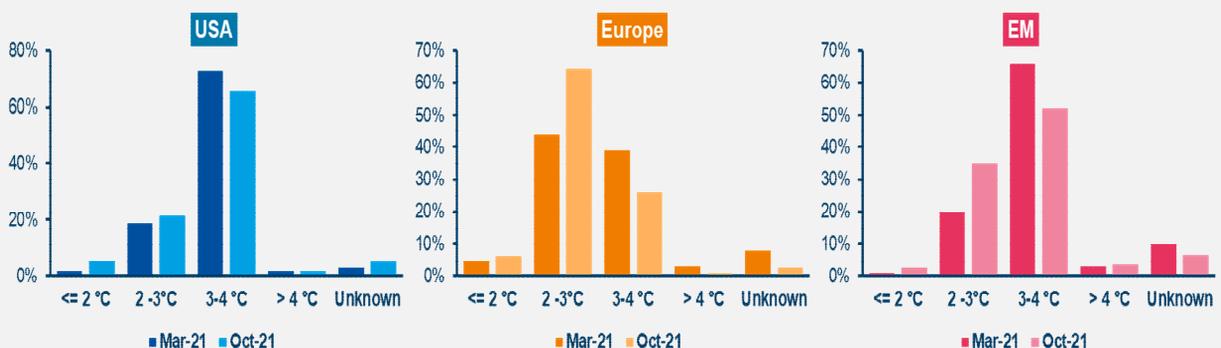
Le parcours vers une adhésion plus large aux principes ESG et un impact croissant sur le marché ne sera pas linéaire.

*La rapidité et la portée de l'adhésion aux principes ESG dépendront de l'impulsion donnée par l'écosystème ESG global, qui se compose des réglementations, des coalitions et de la demande des investisseurs.*

L'initiative « zéro émission nette » est l'un des exemples les plus récents de mise en mouvement de l'écosystème ESG. Celle-ci insiste sur l'importance de ce thème auprès des investisseurs et incite les entreprises à améliorer leur profil d'émission en terme de scores de température. Ces scores sont en train de s'imposer comme un outil complémentaire des autres indicateurs climat existants pour les investisseurs souhaitant créer des portefeuilles alignés sur les objectifs de neutralité carbone.

Très peu d'entreprises dans le monde ont atteint l'objectif net zéro en termes de score de température, les disparités des données entre fournisseurs sont importantes et il n'existe pas de méthode unique pour créer un portefeuille avec un objectif net zéro. Ceci laisse donc le champ libre à la génération d'alpha, car les investisseurs peuvent exploiter toutes les données ESG disponibles et l'analyse fondamentale *bottom up* pour tenter de dégager une vision prospective de la trajectoire net zéro des entreprises.

Évolution des scores de température entre mars et octobre 2021



Source : Amundi, à partir des températures d'Iceberg Data Lab. Données au mercredi 6 octobre 2021. Les données se réfèrent aux indices MSCI.

\*Source : Bloomberg ESG ETF Dashboard.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Positionnement actuel	Positionnement attendu 2022
EQUITY	US	=	=
	US - « Value »	+	+
	US - Croissance	-	-
	Europe	=	+
	Japon	=	=/+
	Chine	-/=	=/+
	Marchés émergents	=	+
OBLIGATIONS	Obligation d'état États-Unis	-	-
	Obligations d'entreprise Investment Grade US	=	=
	Obligations d'entreprise High Yield US	=	=
	Obligation d'état Europe (core)	-	-
	Obligation d'état Europe (périphériques)	+	=/+
	Obligations d'entreprise Investment Grade euro	=/+	+
	Obligations d'entreprise High Yield euro	=	=
	Dettes émergentes en devise forte	=/+	+
	Dettes émergentes en devise locale	=	=/+
OTHER	Matières premières	=/+	+
	Devises (USD vs G10)	=	=/+

-- - = + ++  
 Négatif Neutre Positif

Source : Amundi, au 31 octobre 2021.

## ALLOCATION : DE LA NEUTRALITE AU RECALIBRAGE DU RISQUE

### Privilégier les actifs sensibles à l'inflation pour une allocation résiliente

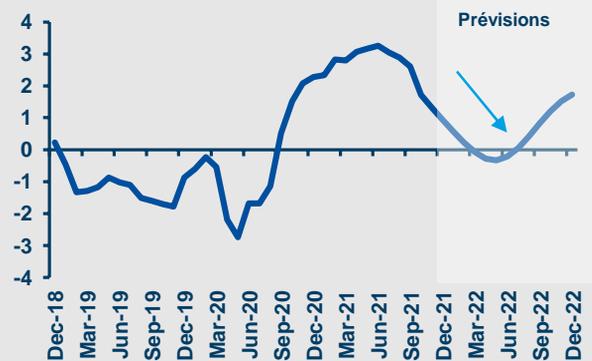
Nous nous attendons à ce que les marchés actions restent exposés à des replis à court terme, car la hausse de l'inflation, le ralentissement de la croissance et la faiblesse des indicateurs n'invitent pas à la complaisance. L'environnement étant moins porteur pour les actifs risqués, les marchés pourraient réagir de manière excessive à l'action des banques centrales et remettre en cause la crédibilité des politiques monétaires. Le résultat inévitable serait un ajustement des valorisations des actifs risqués. Bien que la croissance attendue des bénéfices permette d'éviter une récession, les craintes de compression des marges liées à l'augmentation des coûts de production et à la fragilité du moral des entreprises devraient se prolonger tout au long de 2022, comme le prévoit notre indicateur « Composite Economic Momentum ». Une amélioration est attendue entre le deuxième et le troisième trimestre. **L'allocation d'actifs doit donc tenir compte de l'inflation** : les obligations indexées sur l'inflation des États-Unis et les obligations *investment grade* de la zone euro sont les meilleurs choix obligataires. En ce qui concerne les actions, les facteurs de qualité sur le segment des valeurs décotées devraient être les plus avantageux (les actions décotées des États-Unis devraient satisfaire les deux critères). Les devises du G10 liées aux matières premières (NOK, SEK et dans une certaine mesure AUD, NZD) devraient offrir un potentiel de portage positif à un risque raisonnable tout en couvrant d'éventuels chocs sur les matières premières.

▪ **Déclencheurs** : inflation et compression des marges

▪ **À surveiller** : IPP et perturbation des chaînes d'approvisionnement

▪ **Risques** : erreurs de politique monétaire, stagflation et variants résistants aux vaccins

#### La dynamique économique devrait s'accélérer au T2/T3

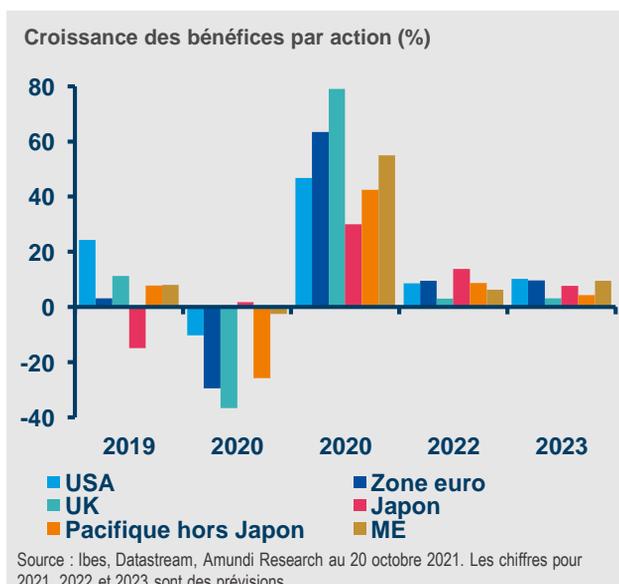


Source : Amundi Research. Données au 31 octobre 2021. L'indice composite du dynamisme économique mondial (Global Composite Economic Momentum index ou CEMI) est un indicateur propriétaire d'Amundi basé sur quatre paniers régionaux (États-Unis, zone euro, Japon et ME) et sur les variables suivantes : révisions des bénéfices, taux d'intérêt à 10 ans, indicateurs avancés, IPC en GA, enquêtes PMI, indices de surprise économique et de surprise d'inflation de la Commission européenne.

**Le ralentissement de la dynamique économique n'impose pas de diminution structurelle du risque, mais une recherche d'opportunités à un risque raisonnable. Une réaccélération aux deuxième et troisième trimestres pourrait offrir des opportunités d'accroissement de l'exposition au risque.**

## ACTIONS : SÉLECTION SOUS LE PRISME DE L'INFLATION ET DE L'ESG

### Équilibrer les facteurs *core value* et *momentum* avec la qualité



**Les craintes s'accroissent mais des opportunités sont à saisir parmi les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix, sensibles au cycle des matières premières et aux taux d'intérêt, ainsi que dans l'accélération de la transition écologique.**

Les marges plutôt élevées ne signifient pas nécessairement une croissance négative des bénéfices ou la fin de marché haussier, car les bénéfices par action sont surtout déterminés par les chiffres d'affaires. Elles **impliquent en revanche une limite aux rendements attendus**, la croissance des BPA (49 % en 2021 pour le MSCI World AC) devant tomber sous la barre des 10 % en 2022 (à 8 %). **C'est alors que l'orientation des rendements obligataires jouera un rôle clé.** Des rendements obligataires en hausse confèrent un certain avantage à l'UEM. Le Japon pourrait finir par bénéficier d'une reprise décalée et d'un yen faible. **Il convient également de se préparer à adopter, dans un second temps, un positionnement plus positif sur les pays émergents**, lorsque les autorités chinoises prendront de nouvelles mesures accommodantes et en cas de percée des devises émergentes. Il convient également de noter que la qualité de la croissance se détériorera (moins de croissance, plus d'inflation), même si la croissance restera supérieure au potentiel en 2022. **Cela implique de privilégier le facteur Qualité en plus des facteurs core Value et Momentum.** En ce qui concerne les thèmes, on pourra s'intéresser aux valeurs décotées (banques), au pouvoir de fixation des prix (luxe, semi-conducteurs), à la hausse des matières premières (énergie), aux dépenses d'investissement (biens d'équipement) et à la qualité (produits pharmaceutiques).

▪ **Déclencheurs** : maturation de la phase d'expansion aux États-Unis, divergence vis-à-vis du ralentissement de la Chine, montée en puissance de l'ESG

▪ **À surveiller** : processus de normalisation de la Fed, orientation des rendements obligataires, réponse de la Chine au ralentissement, percée des devises émergentes

▪ **Risques** : erreurs politiques, rendements obligataires, récession des bénéfices

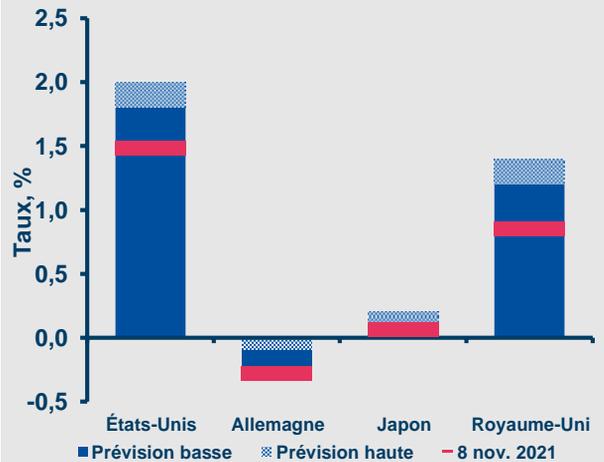
## OBLIGATIONS : TAUX RÉELS BAS ENCORE PROPICES AU CRÉDIT

### Un début timide de réduction des dispositifs de soutien par les banques centrales

L'économie américaine devrait rester en phase d'expansion en 2022 tout en ralentissant vers son potentiel. L'inflation devrait rester supérieure aux prévisions actuelles de la Fed. **Compte tenu de sa nouvelle fonction de réaction, la Fed maintiendra une approche prudente.** Les rendements américains devraient légèrement augmenter sous l'effet (1) d'une croissance supérieure à la tendance (2) de la baisse de la liquidité sur le marché obligataire résultant du ralentissement des achats de la Fed et de la réduction des liquidités du département du Trésor (3) et du cycle de hausse des taux. La Fed a déjà communiqué sur la réduction de ses achats. Si l'économie évolue conformément aux prévisions, la Fed pourra entamer son cycle de resserrement sans nuire à l'économie. Dans l'UE, **la hausse des rendements des obligations core en euros sera limitée** par le maintien du soutien monétaire de la BCE. Une poursuite des pressions haussières sur les prix et une révision à la baisse importante de la croissance remettraient en cause la hausse des rendements des obligations souveraines core. Ceci sera limité par le niveau élevé de dette dans le système. Une hausse inattendue des prix créerait une incertitude pour la politique monétaire. Les marchés du crédit restent soutenus par le cocktail positif d'une croissance supérieure au potentiel, de taux réels négatifs et de banques centrales accommodantes.

- **Déclencheurs** : croissance/inflation vs orientations prospectives
- **À surveiller** : dislocation du marché liée à la transition énergétique dans un contexte de financement des politiques
- **Risques** : perte du contrôle par la Fed du segment à court terme de la courbe, écart des BC par rapport à leurs orientations prospectives

Dettes souv. à dix ans : prév. Amundi à 12 mois

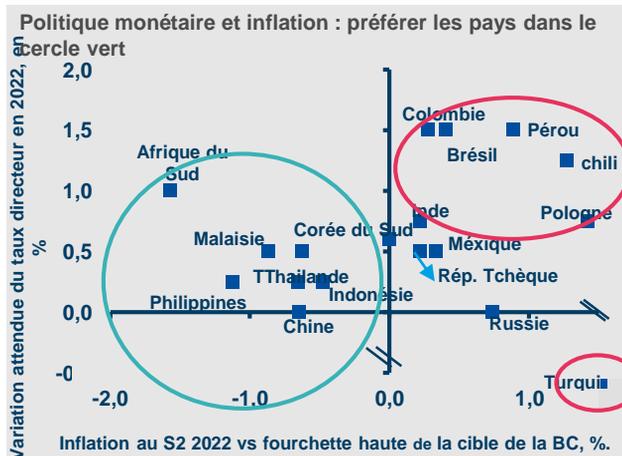


Source : Amundi Research, Bloomberg. Données au lundi 8 novembre 2021.

**Il convient de privilégier les durations courtes et de surveiller de plus près le crédit, car les liquidités seront moins abondantes. La priorité accordée par les BC à la transition énergétique devrait soutenir la demande pour les actifs verts.**

## ME : MISER SUR LES RENDEMENTS RÉELS ET LE REBOND DES BÉNÉFICES

Privilégier les pays émergents dont la politique monétaire et les perspectives d'inflation sont favorables.



Source : Amundi Research, Bloomberg. Données au 8 novembre 2021. Les anticipations d'inflation et de taux sont celles d'Amundi Research. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. Le taux directeur de la Turquie est attendu en baisse de -1,0 en 2022, tandis que l'inflation au S2 2022 devrait atteindre 13,58 %, contre une fourchette cible haute de la BC de 7,0 %.

**Les pays émergents offrent toujours des rendements ajustés au risque attractifs. Perspectives positives sur les devises largement sous-évaluées et les actions liées aux matières premières. En Chine, sélectivité sectorielle sur fond de hausse du taux de défaut.**

Les tendances de la croissance et de l'inflation, les cycles de politique monétaire et les conditions financières mondiales sont les principaux thèmes à surveiller. À mesure que la dynamique de croissance se renforce, la prime de croissance des pays émergents par rapport aux pays développés ne reviendra que légèrement en faveur des émergents : la Chine s'en sortira avec une croissance plus durable et un niveau d'endettement moindre. Les pressions relativement faibles sur les coûts et la croissance modérée permettront à l'inflation de s'infléchir. Le durcissement des politiques monétaires devrait se stabiliser au cours du second semestre, dans le cadre d'une phase de normalisation ordonnée de la Fed, et les pays ayant opté pour une hausse tardive de leur taux d'intérêt pourront l'implémenter en toute sérénité. **Les obligations en devises locales devraient bénéficier de taux stables/en baisse et d'une contribution plus positive des devises émergentes liées aux matières premières, globalement sous-évaluées.** La hausse des taux américains et l'endettement toujours élevé entraîneront un élargissement des spreads de la dette en devises fortes (par le biais du haut rendement principalement). Les autorités chinoises devraient pouvoir éviter tout événement de crédit systémique, mais les taux de défaut augmenteront en Asie et diminueront en Amérique latine et dans la région CEMEA (Europe centrale et orientale, Moyen-Orient et Afrique). Les valorisations attractives des valeurs décotées et de qualité favoriseront les marchés actions d'Amérique latine et de la région CEMEA au début de 2022 et, plus tard dans l'année, ceux d'Asie. En Chine, il faudra privilégier la sélection des secteurs concernés par le programme de *Prosperité Commune* (nouvelles énergies et biotechnologies).

- **Déclencheurs** : reprise de la croissance et pic d'inflation
- **À surveiller** : impact du programme de Prosperité Commune en Chine
- **Risques** : impact du durcissement des politiques monétaires sur les conditions intérieures et/ou mondiales

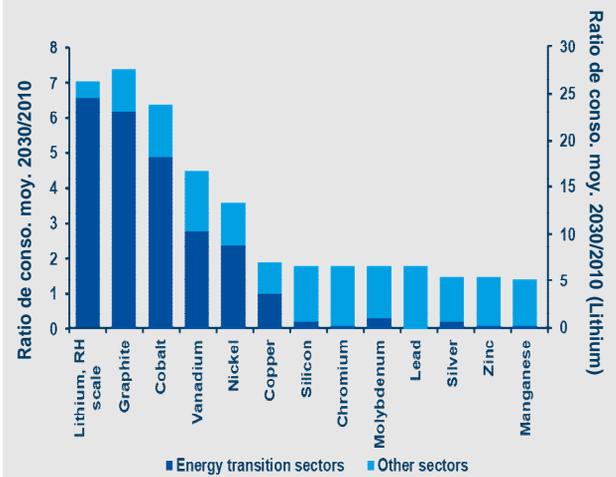
## MATIÈRES PREMIÈRES : RISQUE DE PÉNURIES DE PÉTROLE ET DE GAZ

### Sur la durée, privilégier les matières premières nécessaires à la transition verte

Une nouvelle phase de la reprise des matières premières a démarré au troisième trimestre 2021 et devrait se prolonger jusqu'en 2022. Les composantes cycliques et la reprise au premier semestre 2021 ont permis aux matières premières de combler leur écart de sous-évaluation de ces dernières années. Les craintes croissantes de pénuries d'approvisionnement en matières premières vertes et le risque de pénurie d'énergie ont soutenu les cours de plusieurs matières premières, du cuivre à l'aluminium et du gaz au pétrole. La ruée en Europe et en Asie pour reconstituer les stocks de gaz et de pétrole à l'approche de l'hiver a exacerbé la pénurie mondiale causée, pour l'essentiel, par la limitation de la demande de charbon en Chine. Les conséquences sur les marchés pétroliers de la substitution de la demande de gaz en demande de pétrole n'ont pas encore été compensées par l'OPEP, qui hésite à augmenter sa production, tandis que les producteurs américains de pétrole de schiste luttent pour retrouver les niveaux d'avant la crise. **La normalisation dans le secteur de l'énergie ne devrait pas avoir lieu avant la fin de l'hiver. Le prix du pétrole se situera au-dessus de 80 dollars le baril et celui du gaz restera autour des niveaux actuels**, tandis que les métaux de base seront déterminés par les goulets d'étranglement des chaînes de production. L'or, quant à lui, devrait être pénalisé par la hausse des taux d'intérêt et le début de la réduction des politiques de soutien des BC.

- **Déclencheurs** : transition verte
- **À surveiller** : stocks d'énergie en Europe et en Asie
- **Risques** : risques géopolitiques, pénuries d'électricité

La demande de métaux pour la transition énergétique est au plus haut (Ratios, conso. moy. années 2010 vs 2030)



Source : Amundi, données FMI, WEO, octobre 2021.

**Miser sur les pénuries à court terme de gaz naturel et de pétrole et sur les gagnants verts à long terme (cuivre, nickel, aluminium).**

## DEVICES : POSITIF À COURT TERME SUR LE DOLLAR AMERICAIN

Jouer le statut de l'USD, tout en couvrant un super-cycle des matières premières

Exchange rates	Current valuation vs fair value	Policy rate forecast	Sensitivity to lower growth	Improved Terms of trades (Commod.)	Overall view for 2022
NOK	Green	Light Green	Red	Green	
AUD	Light Green	Light Green	Red	Light Green	
CAD	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	5
USD	Red	Light Green	Green	Light Green	6
NZD	Light Green	Light Green	Red	Light Green	
CHF	Red	Light Green	Light Green	Light Green	
GBP	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	
SEK	Green	Light Green	Light Green	Light Green	
EUR	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	2
JPY	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	

Source : Amundi research, uniquement à titre d'illustration des réactions passées des devises à certains facteurs. Le vert/rouge foncé reflète une sensibilité positive/négative élevée aux facteurs inclus et/ou une sous/sur-valorisation. Le vert/rouge clair reflète une réaction positive/négative limitée et/ou une sous/sur-valorisation.

**Les sensibilités variables à la croissance, à l'inflation et échanges commerciaux entraîneront des divergences entre les devises des pays du G10. La dynamique des devises sera un facteur clé pour la performance des portefeuilles l'an prochain.**

Tout en reconnaissant qu'à ce stade la Fed ne peut pas faire grand-chose pour surprendre positivement les marchés (mais qu'elle peut les décevoir), nous considérons que **la séquence de ralentissement de la croissance mondiale et de début modeste de normalisation de la politique de la Fed reste, dans l'ensemble, positive pour le dollar**. Les anticipations d'inflation ont porté l'évolution des rendements en 2021, mais une Fed active et une croissance plus faible suggèrent que les taux réels devront rattraper leur retard, tout en restant négatifs, un environnement dans lequel l'USD a tendance à se renforcer plutôt qu'à s'affaiblir. Nous voyons l'EUR/USD autour de 1,14 en 2022, avec une dynamique similaire attendue pour toutes les devises à faible rendement du G10. Ce dernier semble encore manquer de catalyseurs pour équilibrer les pressions, car des mesures monétaires accommodantes pourraient encore être nécessaires pour combler l'écart par rapport aux niveaux de croissance d'avant la pandémie. L'inflation, en revanche, s'avère plus persistante qu'attendu précédemment et la récente remontée des prix des matières premières se traduit par une évolution structurelle des devises du G10 en termes d'échanges.

Le ralentissement de la croissance pourrait empêcher l'USD de corriger, tandis que **quelques monnaies cycliques (AUD, NOK, CAD) pourraient encore constituer de bonnes couvertures** pour les facteurs macroéconomiques émergents. Pour cela, il faut toutefois que la situation actuelle reste favorable.

- **Déclencheurs** : divergences de politique monétaire
- **À surveiller** : taux réels, croissance mondiale
- **Risques** : durcissement radical de la Fed

# MARCHÉS NON COTÉS : FOCUS SUR L'ESG ET LA TRANSFORMATION

## Rechercher des sources de diversification et de protection contre l'inflation

Notre scénario de base, qui prévoit une décélération de la croissance à partir du pic de 2021, avec des divergences régionales, des pressions inflationnistes persistantes et une action asynchrone des banques centrales, plaide pour une diversification accrue des portefeuilles, en mettant l'accent sur la protection contre l'inflation. Les actifs réels et les marchés non cotés peuvent contribuer à réaliser ces objectifs, ce qui explique, selon nous, la forte demande dont ils font l'objet ces derniers temps. En Europe, les actifs sous gestion des fonds immobilier et non cotés ont augmenté de près de 19 % en 2020 pour atteindre 1 486 milliards d'euros (hors fonds alternatifs)\* et la collecte des fonds au premier semestre 2021 a atteint 59 % du total de 2020, soit son deuxième plus haut jamais enregistré. L'Europe représente désormais 24 % des actifs sous gestion alternatifs mondiaux\*.

Selon nous, les actifs réels sont appelés à jouer un rôle de plus en plus important :

- Tout d'abord, **nous pensons que les actifs réels offriront parmi les meilleures perspectives de performance\*\*** au cours des dix prochaines années, les marchés privés affichant des performances supérieures de 200 à 500 points de base à celles des titres cotés ou négociés en bourse.
- Deuxièmement, malgré leur profil moins liquide que les classes d'actifs traditionnelles, **les actifs réels peuvent contribuer à rendre les portefeuilles internationaux plus résistants**, grâce à leurs atouts en matière de diversification, à leur volatilité traditionnellement faible et à leurs caractéristiques de protection contre l'inflation. C'est pourquoi ils joueront un rôle de plus en plus décisif pour les investisseurs, qui cherchent des solutions pour faire face à leurs engagements à long terme et sécuriser leurs dispositifs de retraite.
- **Enfin, les actifs réels offrent un moyen direct de façonner notre monde** : transition énergétique, numérisation des activités économiques et du commerce, refonte des chaînes d'approvisionnement. Les actifs réels constituent un levier direct pour l'allocation de capitaux à des projets et des entreprises qui répondent à des objectifs sociaux et économiques plus larges, en mettant l'accent sur les facteurs ESG.

**Plus que jamais, investir dans les actifs réels exige un horizon à long terme, une capacité avancée à identifier les opportunités, la sélectivité en matière d'actifs, une infrastructure opérationnelle robuste et la solidité financière.**

Les investisseurs devront envisager les stratégies « core » qui, historiquement, se sont avérées moins volatiles et ont généré des revenus plus stables, y compris en temps de crise : actifs core/core+ dans l'immobilier et les infrastructures, instruments de dette privée garantis senior, buyouts primaires et capital développement dans le private equity.

### La dette privée a bénéficié de la hausse de la demande de financement des entreprises après la crise

Au lendemain de la crise, les financements destinés à la reprise et aux besoins des entreprises créeront de nombreuses opportunités sur le marché de la dette privée en 2022 et au-delà. Nous constatons une forte demande de la part des entreprises, qui cherchent à rebondir après la crise ou à remédier aux carences d'investissement mises en évidence par la pandémie, en particulier dans les infrastructures numériques et les chaînes d'approvisionnement. Le besoin de réduire les niveaux

d'endettement est également à l'origine de certaines opportunités intéressantes de cession d'actifs.

A contrario, les financements bancaires restent peu nombreux, les banques se concentrant sur la gestion de leurs propres portefeuilles, ce qui ouvre des perspectives intéressantes aux gérants de dette privée.

**Avec la hausse de l'inflation, les taux variables pratiqués sur les marchés de la dette privée sont un moyen d'atténuer son impact sur les performances.**

La sélectivité sera primordiale, tant sur le plan géographique que sectoriel, dans un marché difficile où nous percevons des poches de force et de faiblesse. **On observe une divergence entre les meilleurs crédits, où la concurrence est plus féroce que jamais** (ce qui favorise les offres préférentielles et le raccourcissement des périodes de diligence raisonnable) **et les situations plus complexes** dans des domaines tels que le tourisme, les événements ou d'autres secteurs où la visibilité reste faible à court terme. Nous observons donc une fuite vers la qualité, les investisseurs voulant se protéger d'une détérioration de la situation à mesure que les soutiens publics se réduisent, ce qui pourrait entraîner une hausse des taux de défaut.

Il en résulte une préférence pour les investissements prudents à risque limité, tels que les stratégies de dette senior garantie, qui, historiquement, présentent des flux de revenus stables avec des primes de rendement régulières par rapport aux dettes liquides plus classiques, avec de faibles pertes sur le long terme.

Depuis son émergence en tant que classe d'actifs il y a 10 ans, la dette privée a largement contribué à la croissance économique, grâce au soutien qu'elle apporte à l'économie réelle en complément de l'intermédiation bancaire. Nous sommes convaincus que cette tendance va s'accélérer dans le monde de l'après-Covid, en créant des opportunités d'investissement attractives pour les investisseurs à long terme. La classe d'actifs bénéficie par ailleurs d'un vif intérêt pour les financements liés au développement durable. **Nous sommes ainsi convaincus qu'au cours des 5 à 10 prochaines années, l'ESG sera pleinement intégré dans les risques financiers auxquels sont confrontées les entreprises et les marchés pourront donc valoriser la dette privée en conséquence.**

### Infrastructures : focus sur la transition énergétique

Grâce aux gouvernements, qui s'appuient de plus en plus sur les investissements en infrastructures pour stimuler les économies et mettre en œuvre des politiques axées sur le climat, la classe d'actifs a été un point positif tout au long de la crise du Covid-19. **Le besoin de capitaux privés dans les infrastructures en complément des financements publics est très important, ce qui donne aux investisseurs sur ce segment une forte impulsion pour l'année à venir et au-delà.** De plus, la classe d'actifs a prouvé sa capacité à prospérer malgré la crise, les fonds d'infrastructure non cotés réalisant un TRI (taux de rendement interne) de 13,4 % sur un an au premier trimestre 2021.

**Les préoccupations croissantes concernant l'inflation font que l'infrastructure devrait gagner en puissance, car les investisseurs chercheront à exploiter ses mécanismes de couverture contre l'inflation.**

Peu d'investisseurs étaient exposés aux infrastructures lors de la crise financière de 2008.

Il y a un risque de liquidité et de perte de capital. \*Rapport 2021 de Preqin sur les actifs alternatifs en Europe. \*\*Les prévisions de performance ne correspondent pas nécessairement aux performances futures, qui peuvent s'avérer sensiblement différentes. Les performances passées ne sont en aucun cas une indication fiable des performances futures. Source : Modèle CASM Amundi Asset Management, équipes Solutions quantitatives et Recherche d'Amundi Asset Management, Bloomberg. Données au 20 avril 2021, derniers chiffres macroéconomiques publiés. Les performances des actifs de crédit tiennent compte des pertes liées aux défauts. Les prévisions de performance annualisées procèdent d'estimations et reflètent des avis et des hypothèses subjectives. Ces résultats ont été obtenus à partir d'une formule mathématique et ne prennent pas en compte les effets imprévisibles des facteurs économiques ou de marché sur le processus décisionnel.

La crise du Covid-19 a constitué un test en temps réel pour la classe d'actifs et, au lendemain de la crise, les investisseurs se félicitaient de sa capacité désormais avérée à résister aux turbulences des marchés. Cette stabilité confirme une caractéristique essentielle des infrastructures, à savoir, leur horizon à long terme. Ainsi, même si dans l'immédiat les prix sont plus attractifs dans d'autres secteurs, cela n'aura que peu d'incidence en termes de performances à long terme. **C'est pourquoi les stratégies de détention jusqu'à maturité (buy and hold) suscitent plus d'intérêt.**

En termes sectoriels, en plus de souligner les besoins d'infrastructures en matière de santé et de communication, la pandémie a mis en évidence l'urgence de la transition énergétique.

Une part importante du budget pluriannuel de l'UE pour 2021-2027 et du plan Next Generation EU a été consacrée à la transition verte et aux infrastructures numériques. En 2021, nous avons constaté une forte accélération du nombre de transactions, notamment sur les actifs de transition énergétique et ceux-ci continueront probablement à attirer d'importants flux de capitaux privés.

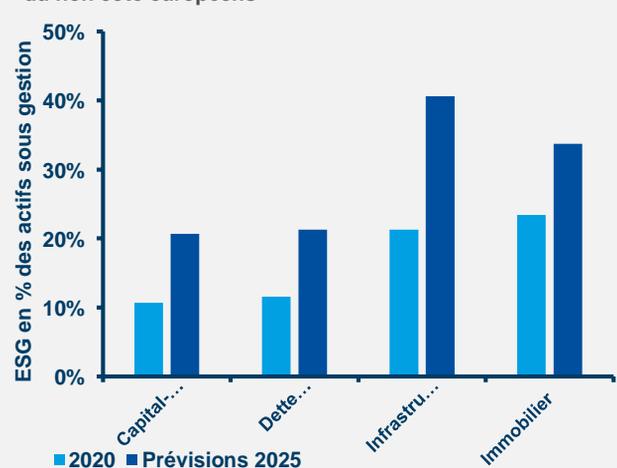
### Le capital-investissement, clé du financement de la reprise post-crise

Le capital-investissement continue d'enregistrer des chiffres records grâce à une forte croissance post-crise soutenue par la reprise économique plus rapide que prévu. Au troisième trimestre 2021, le nombre des opérations de rachat avait doublé par rapport au premier trimestre 2021 pour atteindre le chiffre de 1 042, tandis que le marché accueillait un nombre record de 5 284 fonds de capital-investissement au début du troisième trimestre, pour une levée totale cible de 899 milliards de dollars\*. L'année 2022 s'annonce prometteuse pour les sociétés de capital-investissement. **Les périodes d'après-crise sont historiquement les meilleurs moments pour investir sur ce segment** car durant ces périodes la demande de capitaux des sociétés non cotées augmente considérablement. Pendant la crise de Covid-19, les entreprises privées ont massivement eu recours à l'endettement et aux dépenses d'investissement pour financer le ralentissement et parfois l'arrêt de leurs activités, notamment via des prêts garantis par l'État ou d'autres types de reports.

***Lorsqu'une crise se termine, les entreprises ont besoin de bilans solides pour tirer le meilleur parti de la reprise économique, que ce soit pour se refinancer, pour se développer ou pour assurer leur fonctionnement.***

De nombreuses entreprises ayant été affaiblies par la crise, la consolidation des secteurs s'est accélérée, créant ainsi de nombreuses opportunités d'investissement pour les fonds de capital-investissement. En outre, la vigueur des marchés actions depuis le deuxième trimestre 2020 s'est traduite par un marché de sortie florissant que ce soit via les introductions en bourse ou les cessions et les refinancements.

### L'ESG va monter en puissance sur les marchés du non coté européens



Enfin, **le développement de certaines tendances technologiques ou environnementales a été accéléré par la pandémie, les investisseurs étant prêts à surenchérir sur les valorisations des entreprises qui se trouvent du bon côté de ces changements.** La crise du Covid-19 a mis en lumière un certain nombre de ruptures technologiques ainsi que des bouleversements en matière d'environnement, de démographie, de société, de mondialisation et de relocalisation. Certaines entreprises sont bien positionnées pour bénéficier de ces tendances qui existaient avant la crise, mais qui se sont renforcées au cours des deux dernières années.

La mégatendance liée au thème de l'environnementale est au cœur de tous les plans de relance post-pandémie des pays développés et notamment d'Europe.

***La dynamique de la course à la neutralité carbone devrait s'accélérer dans le secteur du capital-investissement, car les questions environnementales seront au cœur des investissements et des opportunités.***

### Immobilier : divergences et orientation ESG

La reprise économique plus rapide que prévu pourrait stimuler le marché de la location et 2022 pourrait être une année faste pour l'immobilier. Le marché compte un nombre record de 1 284 fonds immobiliers privés ciblant un montant total de 365 milliards de dollars\*.

***Avec la réévaluation des actifs qui est en cours, la fuite vers la qualité devrait profiter aux actifs core et aux propriétés dont les locataires affichent des bilans solides.***

**Les efforts sur la qualité et le repositionnement des actifs immobiliers pour répondre aux besoins post-pandémie des locataires en termes de technologie, font de l'ESG une composante opérationnelle clé des investissements et des processus de gestion:** voilà notre principale conviction dans cet environnement post-crise. Nous restons confiants sur les immeubles neufs ou récents de première qualité situés dans les grands centres urbains, où il est plus facile et moins coûteux de déployer des standards technologiques ou ESG élevés.

**Bureaux :** En tant que leader de l'immobilier de bureaux en Europe, nous pensons que les bureaux resteront une partie importante des portefeuilles immobiliers des investisseurs, en raison principalement de la profondeur de ce marché. Toutefois, le cycle d'ajustement de l'immobilier de bureau sera long et nous nous attendons à une augmentation des installations et des services collaboratifs, ainsi qu'à une plus grande polarisation géographique. **La demande d'espaces de bureaux est donc susceptible de se concentrer sur les bâtiments modernes des grandes villes et des centres interurbains,** à proximité des axes de transport régionaux et des grandes lignes ferroviaires. Les actifs de meilleure qualité de l'immobilier de bureau ont été relativement épargnés, ce qui prouve que les bureaux restent un élément central de la culture d'entreprise, des marques et de la cohésion des équipes.

**L'immobilier logistique figure sans conteste parmi les grands gagnants de la crise.** Le secteur bénéficie d'une forte demande, même dans les zones urbaines périphériques, en raison de l'essor du commerce électronique et de la fragmentation des chaînes d'approvisionnement. La forte demande locative dans un contexte d'offre limitée dans les endroits les plus recherchés pousse les loyers à la hausse.

**Immobilier résidentiel.** Les transformations démographiques se sont accélérées pendant et après le Covid ce qui a eu un impact direct sur le marché résidentiel. De nombreuses villes de province bien desservies par les transports vers les principales agglomérations ont connu une résurgence. On constate toutefois une inadéquation persistante entre l'offre et la demande croissante dans ces zones urbaines de second rang, créant des tensions et des ajustements constants dans un marché résidentiel très concurrentiel.

# L'AUTONOMIE STRATÉGIQUE OUVERTE DE L'UE SOUS LES PROJECTEURS

## Opportunités d'investissement pour les investisseurs publics et privés

L'aspiration de l'Europe à l'autonomie stratégique constitue une opportunité d'investissement dans une perspective de moyen terme. La construction ou la relocalisation de capacités industrielles pour créer des acteurs mondiaux dans certains secteurs stratégiques tels que la microélectronique, la pharmacie, les énergies propres, les transports, la cybersécurité et la défense exigent des investissements importants, qui pourraient offrir des opportunités de placements intéressants.

L'Europe, comme les États-Unis, a terminé la dernière décennie avec un déficit d'investissement (dépenses en capital et en recherche et développement) qui doit être compensé. Quatorze écosystèmes industriels ont été identifiés représentant 50 % de la valeur ajoutée de l'Europe seront amenés à être renforcés.

Un aspect important est qu'il **existe des synergies entre autonomie stratégique et transition énergétique**. Ceci devrait donc devenir un thème d'investissement clé à l'avenir.

### Effets négatifs et risques éventuels

Les principaux effets négatifs de l'autonomie stratégique sont :

- (1) le coût des barrières commerciales non tarifaires, qui entraînent une perte de valeur permanente
- (2) les représailles de partenaires commerciaux alors que l'UE est très ouverte au commerce mondial.

Ces deux effets combinés pourraient réduire le PIB de l'UE de 2 à 3 %.<sup>2</sup> Or, la crise du Covid-19 a montré que le coût des perturbations et des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement, ainsi que l'absence de capacités de production locales pour les biens essentiels, peuvent avoir un impact bien plus important sur la croissance et conduire à des trajectoires de reprise chaotiques.

***Un modèle économique plus résilient devrait contrebalancer les effets négatifs sur le PIB à long terme.***

La recherche de l'autonomie comporte également certains risques, par exemple :

- (1) la qualité moindre des productions locales et l'innovation moindre dans un marché européen protégé que dans un marché ouvert
- (2) le transfert du risque de continuité à l'intérieur du marché unique, la relocalisation entraînant de facto une dépendance accrue vis-à-vis des infrastructures et des chaînes d'approvisionnement européennes.

La réglementation, le soutien des pouvoirs publics et les forces du marché devraient atténuer ces effets négatifs et ces risques.

« Une situation d'autonomie stratégique économique est une situation dans laquelle un acteur a le pouvoir d'élargir le champ des possibles »<sup>3</sup> d'augmenter les bénéfices et de réduire le coût de l'autonomie, ce qui conduit à un équilibre plus élevé que l'autonomie économique elle-même.

Par conséquent, la priorité des institutions européennes et des gouvernements nationaux ne devrait pas être de financer directement les projets mais d'utiliser le pouvoir des normes et des standards ainsi que les incitations financières pour encourager l'investissement privé.

Les barrières commerciales devraient être limitées dans le temps

Sources : 1. Commission européenne. 2. ITW de 2020. 3. « On the path to strategic autonomy », Service de recherche du Parlement européen, septembre 2020. 4. Rapport Eurostat, nov. 2019.

et calibrées de manière à préserver les principaux avantages de la mondialisation. Elles peuvent éviter les déséquilibres et l'allocation sous-optimale des capitaux et donc améliorer les rendements pour les investisseurs privés. D'où la nécessité d'une politique d'autonomie stratégique « ouverte » pour l'Europe.

### Opportunités d'investissement liées à l'autonomie stratégique

Les investisseurs devraient constituer des portefeuilles alignés sur le thème de l'autonomie stratégique. **La première étape pour l'Europe est de réduire ses dépendances extérieures, pour ensuite devenir un acteur pertinent et finalement atteindre le statut d'autonomie qu'elle convoite.**

L'exemple le plus évident est celui de l'électronique et des semi-conducteurs, où l'Europe représente 20 % de la consommation mondiale de puces électroniques, 10% en valeur de la production mondiale de 10 % mais apparaissant comme inexistante dans les technologies de pointe. Pour atteindre l'autonomie stratégique dans ce secteur, il faudra réaliser plusieurs investissements importants, renouveler les chaînes de valeur en tenant compte de la transition énergétique et des barrières commerciales.

Toutefois, certaines dépendances critiques existent également dans les secteurs où l'Europe bénéficie déjà d'une position de leader. Les entreprises pharmaceutiques européennes, par exemple, comptent parmi les plus grands acteurs mondiaux, la production de l'UE représentant 20 % des recettes mondiales pour une consommation de seulement 18 %. Pourtant, si l'on considère le sujet crucial des antibiotiques, l'UE importe pour environ 3 milliards d'euros d'antibiotiques et affiche un déficit extérieur net de 1,5 milliard d'euros chaque année.<sup>4</sup>

***Par conséquent, ce thème d'investissement ne devrait pas être construit autour d'une allocation sectorielle ou géographique, mais autour de chaînes de valeur stratégiques et d'écosystèmes industriels ancrés dans la transition vers la neutralité carbone.***

Pour l'heure, nous n'avons constaté aucun changement notable dans les chaînes d'approvisionnement ni d'augmentation des investissements en Europe mais plutôt des solutions à court terme comme l'augmentation des stocks et la diversification des fournisseurs.

Certaines contraintes majeures dont la propriété intellectuelle et le savoir-faire industriel, pourraient retarder ou limiter ce développement. En outre, l'Europe a tendance à nourrir de grandes ambitions mais à se contenter de solutions de faible envergure.

***Les plans de relance post-Covid et les politiques liées au changement climatique ainsi que les décisions politiques, à commencer par le NGEU, vont dans le bon sens.***

Ceux-ci devraient constituer des vents favorables au thème de l'investissement dans l'autonomie stratégique ouverte.

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

Croissance du PIB (GA %), inflation (IPC, GA %) et taux directeurs des BC

Prévisions macroéconomiques						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel. Glissement annuel en %			Inflation (IPC en GA, %)		
	2021	2022	2023	2020	2022	2023
US	5,7	3,3	2,0	4,4	3,7	2,7
Japon	2,4	2,6	0,9	-0,4	0,6	0,6
Zone euro	5,1	4,1	2,3	2,4	2,6	1,9
Allemagne	2,9	3,7	2,0	3,2	2,7	1,8
France	6,8	4,2	2,0	2,1	2,5	2,0
Italie	6,3	4,8	2,3	1,9	2,5	1,8
Espagne	4,5	5,6	2,8	3,0	2,9	1,8
UK	6,9	4,6	1,8	2,4	3,6	2,4
Brésil	5,1	0,7	1,5	8,2	7,5	3,5
Mexique	6,2	2,7	2,0	5,6	5,0	4,0
Russie	4,2	2,6	2,5	6,6	5,8	4,2
Inde	8,2	6,3	6,4	5,0	5,9	6,2
Indonésie	3,1	4,6	5,0	1,6	2,8	3,4
Chine	7,7	4,7	4,8	0,8	2,1	2,0
Afrique du Sud	6,9	3,2	2,3	4,5	4,8	4,8
Turquie	7,8	4,4	4,0	17,7	15,4	11,3
Pays développés	5,1	3,5	2,0	2,9	2,8	2,1
Pays émergents	6,4	4,3	4,3	4,2	4,7	4,2
Monde	5,8	4,0	3,4	3,7	3,9	3,3

Prévisions des taux directeurs des BC					
	Actuellement	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
US	0,13	0,00/0,25	0,19	0,00/0,25	0,49
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,48	-0,50	-0,40
Japon	-0,04	-0,10	-0,03	-0,10	-0,02
Royaume-Uni	0,10	0,50	0,77	0,75	1,10
Chine	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Inde	4,00	4,25	4,15	4,50	4,45
Brésil	7,75	10,75	8,90	10,75	8,90
Russie	7,50	8,00	6,80	7,50	6,15

Source : Amundi Research. Prévisions et données actuelles au 8 novembre 2021.

## PRÉVISIONS DE MARCHÉ

### Rendements obligataires

#### Prévisions des taux 2 ans

	Actuellement	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
US	0,43	0,45/0,60	0,82	0,70/0,90	1,12
Allemagne	-0,74	-0,70/-0,50	-0,59	-0,70/-0,50	-0,55
Japon	-0,12	-0,20/-0,10	-0,12	-0,20/-0,10	-0,10
UK	0,40	0,50/0,70	0,83	0,70/0,80	0,84

#### Prévisions des taux 10 ans

	Actuellement	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
US	1,49	1,60/1,80	1,80	1,80/2,00	1,93
Allemagne	-0,26	-0,30/-0,10	-0,03	-0,30/-0,10	0,03
Japon	0,05	0,00/0,20	0,13	0,00/0,20	0,18
UK	0,86	1,00/1,20	1,27	1,20/1,40	1,32

### Prévisions Actions à 12m.

Niveau de l'indice MSCI	US	Europe	EMU	UK	Japon	Pacific ex-Japan	World	World AC
10 novembre 2021	4,553	1,921	277	2,045	1,240	543	3,228	757
Fourchette basse	4,320	1,940	280	2,040	1,250	540	3,140	720
Fourchette haute	4,820	2,120	310	2,300	1,440	600	3,470	860

### Cours de change

#### Prévisions Taux de change vs USD

	Actuellement	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	1,16	1,14	1,17	1,14	1,18
USD/JPY	114	113	112	116	112
GBP/USD	1,38	1,34	1,38	1,38	1,40
USD/CHF	0,92	0,93	0,94	0,95	0,94
USD/NOK	8,36	8,66	8,48	8,12	8,33
USD/SEK	8,57	8,85	8,68	8,71	8,41
USD/CAD	1,24	1,27	1,24	1,21	1,22
AUD/USD	0,75	0,73	0,75	0,77	0,76
NZD/USD	0,72	0,70	0,72	0,71	0,73
USD/CNY	6,39	6,45	6,50	6,50	6,40

#### Prévisions Taux de change vs EUR

	Actuellement	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	1,16	1,14	1,17	1,14	1,18
EUR/JPY	132	129	131	132	131
EUR/GBP	0,85	0,85	0,85	0,83	0,85
EUR/CHF	1,07	1,07	1,10	1,08	1,12
EUR/NOK	9,73	9,91	9,90	9,21	9,73
EUR/SEK	9,98	10,11	10,00	9,88	9,80
EUR/AUD	1,56	1,57	1,56	1,48	1,55
EUR/NZD	1,68	1,64	1,68	1,61	1,62
EUR/CNY	7,43	7,37	7,61	7,38	7,55

Source : Amundi Research. Données au 8 novembre 2021. Prévisions au 28 octobre 2021.

## AUTEURS

### Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ, *Group Chief Investment Officer*  
Vincent MORTIER, *Deputy Group Chief Investment Officer*

### Pôles d'investissement - Équipes dirigeantes

Dominique CARREL-BILLIARD, *Global Head of Real Assets*  
Amaury D'ORSAY, *Head of Fixed Income*  
Kasper ELMGREEN, *Head of Equities*  
Matteo GERMANO, *Head of Multi-Asset*  
Yerlan SYZDYKOV, *Head of Emerging Markets*  
Kenneth J. TAUBES, *CIO of US Investment Management*

### Équipe Investment Insights

PoI CARULLA, *Investment Insights Specialist*  
Ujjwal DHINGRA, *Investment Insights Specialist*  
Francesca PANELLI, *Investment Insights Specialist*

### Rédacteurs

Claudia BERTINO, *Head of Amundi Investment Insights Unit*  
Monica DEFEND, *Global Head of Research*  
Laura FIOROT, *Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit*

### Équipe de Recherche

Valentine AINOUIZ, *Deputy Head of Developed Markets Strategy research*  
Thomas BARON, *Research and Strategy Analyst – Amundi Immobilier*  
Mickael BELLAICHE, *Fixed Income and Credit Strategist*  
Alessia BERARDI, *Head of Emerging Macro & Strategy Research*  
Sergio BERTONCINI, *Senior Fixed Income Strategist*  
Pierre BLANCHET, *Head of Investment Intelligence*  
Didier BOROWSKI, *Head of Global Views*  
Sophie BRADLEY-COOK, *Head of Instit. Marketing –Real Assets*  
Federico CESARINI, *Cross Asset Strategist*  
Debora DELBO', *EM Macro Strategist*  
Silvia DI SILVIO, *Cross Asset Strategist*  
Ptryk DROZDZIK, *EM Macro Strategist*  
Delphine GEORGES, *Senior Fixed Income Strategist*  
Karine HERVE, *Senior Economist*  
Claire HUANG, *EM Macro Strategist*  
Michele LEONARDI, *Junior Cross Asset Analyst*  
Valerie LETORT, *Global Views Analyst*  
Eric MIJOT, *Head of Developed Markets Strategy research*  
Tristan PERRIER, *Global Views Analyst*  
Lorenzo PORTELLI, *Head of Cross Asset Research*  
Takaya SEKINE, *Quantitative Research*  
Aurelien STRENTA, *Junior research analyst (V.I.E)*  
Annalisa USARDI, *Senior Economist*  
Gregorio VANIN, *Junior Analyst*  
Sosi VARTANESYAN, *Senior Economist*  
Ibra WANE, *Senior Equity Strategist*

### Définitions et abréviations

**CAPE** : *cyclically adjusted price-to-earnings ratio* ou ratio cours/bénéfices corrigé des variations cycliques, également appelé PE de Shiller (du nom de l'économiste Robert Shiller). Ce ratio, utilisé dans l'analyse des marchés actions est généralement appliqué au marché du S&P 500. Le ratio CAPE est calculé en divisant la capitalisation boursière par le revenu net moyen sur dix ans, corrigé de l'inflation.

**Corrélation** : degré d'association entre deux ou plusieurs variables. En finance, il s'agit du degré auquel les prix d'actifs ou de classes d'actifs évoluent les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).

**Spread de crédit** : écart entre rendement d'obligation d'entreprise et rendement d'emprunt d'État. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajustée pour tenir compte des éventuelles options intégrées.

**Abréviations des devises** : USD - dollar américain, JPY - yen japonais, GBP - livre sterling britannique, EUR - euro, CAD - dollar canadien, SEK - couronne suédoise, NOK - couronne norvégienne, CHF - franc suisse, NZD - dollar néo-zélandais, AUD - dollar australien, CNY - renminbi chinois. Secteurs cycliques vs défensifs : les sociétés cycliques sont des sociétés dont les bénéfices et les cours boursiers sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les valeurs défensives, au contraire, sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques du MSCI GICS sont : la consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux. Les secteurs défensifs sont : la consommation de base, l'énergie, la santé, les services de télécommunications et les services aux collectivités.

**Duration** : mesure de la sensibilité du prix (valeur du principal) d'une obligation en cas de variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.

**Devises** : désigne les marchés sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.

**Actions de croissance élevée** : une action de croissance élevée est censée croître à un rythme nettement supérieur à la croissance moyenne du marché.

**Liquidité** : la capacité d'acheter ou de vendre des actifs assez rapidement pour prévenir ou limiter une perte.

**PER** : le ratio cours/bénéfice (*Price-to-Earnings Ratio*/PER) est un ratio d'évaluation des entreprises qui compare le prix actuel de leurs actions par rapport à leurs bénéfices par action (**BPA**).

**PPI** : l'indice des prix à la production est une mesure de l'évolution du prix des biens lorsqu'ils quittent leur site de production.

**QE** : l'assouplissement quantitatif (QE) est une politique monétaire adoptée par les banques centrales pour stimuler l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers.

**Style d'investissement qualité** : style d'investissement qui vise à capter la performance des entreprises enregistrant une croissance de qualité, en recherchant les caractéristiques suivantes : 1) importante rentabilité des fonds propres (ROE) ; 2) stabilité de la croissance bénéficiaire d'une année sur l'autre ; et 3) faible niveau d'endettement financier.

**Style d'investissement value** : style d'investissement qui consiste à acheter des actions à un prix relativement faible, caractérisées par des niveaux modestes de ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et cours/chiffre d'affaires, ainsi que des rendements du dividende élevés. Secteurs « value » typiques : énergie, finance, télécommunications, services aux collectivités, immobilier.

**Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

**Pentification de la courbe des taux** : contraire de l'aplatissement de la courbe des taux. Si la courbe des taux se pentifie, cela signifie que l'écart entre les taux d'intérêt à long terme et à court terme s'élargit. En d'autres termes, les rendements des obligations à long terme augmentent plus rapidement que ceux des obligations à court terme, ou les rendements des obligations à court terme diminuent à mesure que les rendements des obligations à long terme augmentent.

## Shifts & Narratives

The Day After provided much needed perspective following the Covid-19 shock.

A year on, this editorial line further explores the impact of the Covid-19 crisis on society, economy and financial markets, trying to detect signs of possible regime shifts and the narratives that can guide investors.

Retrouvez-nous     

## Shifts & Narratives

#8 | September 2021

*Post-summer check-up on the regime shift*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



► Lire l'article en ligne

## Shifts & Narratives

#10 | October 2021

*China is finally emerging from the US's shadow*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



► Lire l'article en ligne

## Informations importantes

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limiter ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de quelconques dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif, un manque à gagner), ou de quelconques dommages-intérêts punitifs et autres. (www.msclub.com). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2014/65/CE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public – placements collectifs » du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du mercredi **lundi 8 novembre 2021**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite.

Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **8 novembre 2021**

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).  
Crédit photo : ©Mujdat Uzel - iStock/Getty Images.