

VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Incertitudes sur Omicron - Certitudes sur l'inflation

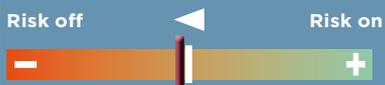
La reprise du cycle épidémique, les réactions des banques centrales face aux chiffres élevés de l'inflation et l'inévitable défaut d'Evergrande ont entraîné une certaine volatilité sur le marché, mais sans provoquer de perturbations majeures. Dans la lutte opposant les scénarios de croissance et d'inflation, le mantra selon lequel les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles pour les marchés continue de prévaloir. **Il est bien sûr trop tôt, à ce stade, pour se prononcer sur le variant Omicron et ses répercussions.** En revanche, il convient de garder à l'esprit que le cycle épidémique va de nouveau être au centre de l'attention. Le nouveau variant pourrait avoir un impact sur les parties fragiles des chaînes d'approvisionnement, ajoutant encore aux pressions inflationnistes. À noter que le contexte d'inflation comporte un élément psychologique présentant un scénario autoréalisateur. C'est là certainement un risque à ne pas négliger en début 2022.

Le niveau d'inquiétude n'est toutefois pas encore dans la zone rouge, mais la Fed a durci le ton, son président, Jerome Powell, accélérant le rythme de la réduction des achats d'actifs. Malgré le mouvement de réduction des mesures accommodantes de la Fed, la politique restera souple en 2022, avec un taux des Fed Funds nettement inférieur au taux « neutre », niveau auquel la politique monétaire ne stimule ni ne freine la croissance économique. De fait, la réaction des marchés actions illustre la conviction du marché selon laquelle la Fed maîtrisera l'inflation sans nuire à la croissance économique et que cette phase ne sera que temporaire. Pour notre part, nous pensons que la situation ne sera pas aussi simple. Dans un contexte de tensions sur le marché du travail (pressions salariales) et de forte demande des consommateurs, nous pourrions être confrontés à des pressions de la demande sur l'inflation. La Fed avance donc sur un terrain glissant : d'une part, l'inflation est difficilement soutenable d'un point de vue politique, d'autre part, un durcissement excessif des conditions financières, entraînant des turbulences sur les marchés, serait tout aussi insoutenable. La Fed va sans doute agir, mais maintiendra un certain degré de liberté avec la réduction de son programme d'achat d'actifs et plusieurs hausses de taux en 2022, tout en gardant les taux à des niveaux très bas.

Le troisième point d'actualité concerne la Chine où les groupes Evergrande et Kaisa ont officiellement fait défaut. Nous n'observons aucun signe de contagion pour l'heure. Le gouvernement chinois s'est également montré actif ces dernières semaines en soutenant le secteur immobilier et en jouant un rôle de premier plan dans la restructuration d'Evergrande. L'orientation politique semble nettement plus constructive en 2022 qu'en 2021, ce qui, selon nous, sera un facteur important. Dans ce contexte, voici plusieurs thèmes qui nous paraissent importants pour les investisseurs :

- **La montée de l'incertitude et le risque d'erreurs politiques plaident pour un positionnement neutre sur les actifs risqués.** Tant que les taux réels resteront très bas et que les prévisions d'inflation resteront bien ancrées, les actions conserveront la faveur des marchés en vertu du principe *TINA* (acronyme anglais signifiant « il n'y a pas d'alternative »). La récente phase d'achat de la baisse indique que les marchés restent optimistes, malgré les valorisations chères et la baisse des rendements réels. Par conséquent, une fois de plus, les investisseurs devraient privilégier de façon sélective les secteurs et les entreprises susceptibles de mieux résister au contexte inflationniste et privilégier les titres décotés compte tenu de leur écart de valorisation important par rapport aux titres de croissance.
- **Côté obligations** après les mesures prises par la Fed et contrairement aux rendements à moyen et long terme, les rendements des bons du Trésor à 2 ans ont pleinement intégré le rythme des hausses de taux envisagé par le FOMC. Nous anticipons un risque de pentification baissière de la courbe des taux ce qui renforce notre opinion négative sur la durée. Dans les marchés du crédit, le récent élargissement des *spreads*, en particulier dans le segment de meilleure qualité (IG), peut offrir une certaine marge de renforcement de l'exposition, mais de manière très prudente et sur les durées plus courtes. Le contexte de croissance convenable, de politiques budgétaires souples, de banques centrales faisant preuve d'une certaine liberté face à l'inflation et de quête mondiale de rendement reste favorable au crédit, notamment dans les segments pas trop endettés capables de résister aux pressions inflationnistes.
- **Dans les marchés émergents,** il convient de rechercher les opportunités de jouer l'asynchronie des réponses politiques. Les marchés émergents sont divisés entre les pays et banques centrales qui prennent l'inflation au sérieux et les autres. Certaines banques centrales de pays

Sentiment de risque global



Dans le cadre de notre vision neutre sur les actifs risqués, nous commençons l'année sur une note de vigilance, en réduisant légèrement la sensibilité au crédit des stratégies obligataires..

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Modération de l'exposition au crédit dans une optique *bottom-up*
- ▶ Points morts d'inflation réduits, mais toujours légèrement positifs
- ▶ Positionnement réduit sur la dette souveraine chinoise
- ▶ Exploration des idées value côté actions

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

VUES DES CIO

émergents ont ainsi réagi de manière globalement crédible à l'augmentation des pressions inflationnistes (Brésil, Mexique, Russie, Afrique du Sud). La divergence entre leur politique monétaire et celle de la Fed aura des implications importantes pour 2022, ce qui profitera à la dette des pays émergents comme le Brésil et la Russie qui ont déjà agi de manière crédible pour réduire les risques d'inflation. Pour ce qui est des actions, la Chine pourrait être la bonne surprise de l'année prochaine.

- **Enfin, nous soulignons à nouveau la nécessité** pour les investisseurs capables de supporter le risque de liquidité **de renforcer de manière sélective l'exposition aux actifs réels**, car ceux-ci offrent un potentiel de protection contre l'inflation et des revenus réels plus élevés.

2022 marque la troisième année de pandémie : cette dernière est déjà passée en phase endémique sur les marchés financiers, qui ont pris l'habitude de digérer les nouvelles assez rapidement dans un contexte de dispositifs d'accommodation massifs de la part des banques centrales. **Cette année sera une année de changement et de confrontation avec la réalité de cette nouvelle phase endémique lorsque les banques centrales commenceront à réajuster leurs efforts, que l'inflation s'avérera plus persistante que prévu et que les anticipations à long terme commenceront à être remises en question.**

VUES DE LA
RECHERCHE

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

Dans un contexte de pressions sur les marges résultant de la hausse du coût des intrants, le pouvoir de fixation des prix des entreprises sera un aspect essentiel à surveiller et guidera nos décisions d'investissement en 2022

Transmission de l'IPP à l'IPC : vues *top-down* et *bottom-up*

Les changements de régime en matière de croissance et d'inflation et l'enchaînement des politiques monétaires sont deux facteurs clés pris en compte dans nos [Perspectives d'investissement 2022 - Investir dans la grande transformation](#). **Nous nous intéressons ici à la transmission de l'IPP¹ à l'IPC², à l'impact sur les marges des entreprises et à l'importance du pouvoir de fixation des prix comme critère d'investissement.**

Les acteurs du marché et les banques centrales ont désormais écarté l'illusion d'une inflation « temporaire/structurelle » et nous continuons à anticiper un « régime inflationniste » jusqu'au troisième trimestre 2022 en raison d'une combinaison de trajectoires plus élevées pour 1) l'indice du coût de l'emploi, 2) les coûts unitaires de main-d'œuvre, 3) les prix à l'import et 4) l'IPP. Ce sont là les axes autour desquels s'articuleront la taxonomie de notre régime inflationniste et les conséquences connexes en matière d'investissement. Le différentiel IPP-IPC mérite une attention particulière en 2022, car il affectera les marges. L'écart entre le coût des intrants tout au long des chaînes de valeur industrielles et le pouvoir réel de fixation des prix par secteur et/ou par entreprise sera probablement mis en évidence en 2022.

D'un point de vue *top-down*, la transmission de l'IPP à l'IPC n'était pas apparente dans les chiffres communiqués durant la dernière saison de publication des résultats, ne serait-ce qu'à la marge. En règle générale, la « transmission » se fait par le biais de revenus plus faibles, de l'appréciation du dollar américain, de taux plus bas, de marges plus étroites et, par conséquent, d'attentes plus faibles en matière de bénéfices et de résultats des entreprises. Si, dans le passé, la transmission de l'IPP à l'IPC avait été atténuée par les hausses de productivité liées au progrès technologique, à la mondialisation et aux délocalisations, ainsi qu'à la dépréciation du dollar américain pondérée des échanges³, il est peu probable que ce soit le cas en 2022. L'asynchronie des banques centrales entraînera un renforcement du dollar

américain et nous anticipons une croissance des BPA inférieure à 10 %⁴, en supposant que les conditions financières restent favorables dans un contexte d'appréciation contenue du dollar américain pondéré des échanges⁵ et de taux réels négatifs. Concernant les résultats nets, nous percevons certaines pressions liées à une légère augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et à une hausse des prix à la production. Le variant Omicron, en plus de retarder la résorption des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement, pourrait également entraver les décisions d'ordre structurel (relocalisations), étant donné le caractère encore incertain des perspectives.

Un ralentissement des chiffres d'affaires, une baisse des marges et des conditions de liquidité moins favorables sont autant de risques à la baisse qui compromettent notre scénario de « laisser faire » (*benign neglect*) vis-à-vis de l'inflation au premier semestre 2022⁶. En outre, les États-Unis affichent une plus grande souplesse que leurs pairs internationaux pour répercuter la hausse du coût des intrants sur les consommateurs. Nous pouvons notamment expliquer une partie de la vigueur du dollar observée en 2021 en utilisant les ratios IPC/IPP comme indicateurs de la productivité (modèle Balassa-Samuels).

D'un point de vue *bottom-up*, nous pensons qu'il existe un décalage entre l'acceptation de l'inflation par les acteurs du marché (qui s'adaptent rapidement et pensent que la production s'ajuste presque immédiatement aux nouveaux prix des intrants) et les ajustements effectifs de la chaîne de valeur industrielle réelle. Cette dernière prend plus de temps pour s'adapter et éventuellement intégrer la nouvelle dynamique. Après 15 ans de forces déflationnistes, les directeurs généraux et directeurs financiers doivent désormais s'adapter à cet environnement de négociation et de renégociation des augmentations de prix pour 2022 dans leurs processus budgétaires (changement de mentalité). Pour l'heure, différentes observations indiquent que les relocalisations et ajustements à court terme

¹ IPP - Indice des prix à la production : mesure de l'inflation au niveau des entreprises.

² IPC - Inflation des prix à la consommation : mesure de l'inflation à laquelle sont confrontés les consommateurs finaux.

³ Le panier inclut une exposition plus importante aux devises des pays émergents qu'au DXY.

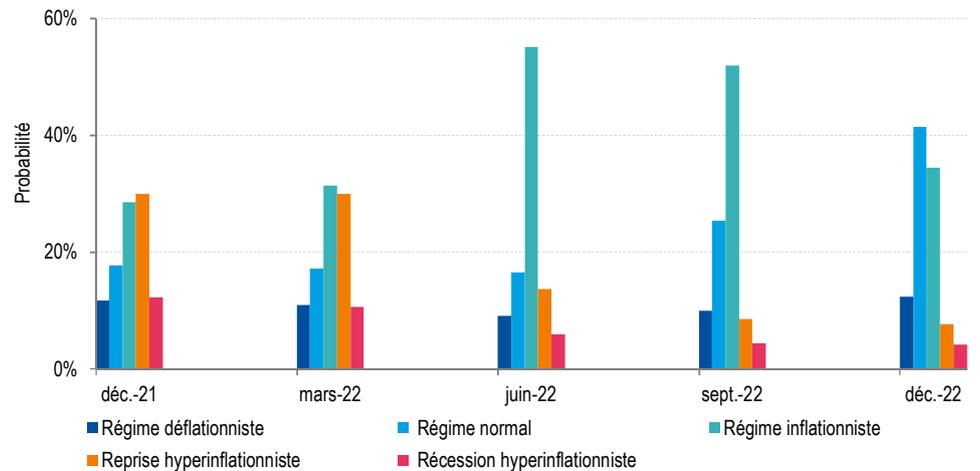
⁴ Nous tablons sur une croissance de 7 % des BPA d'exploitation de l'indice S&P500, bénéfices prévisionnels à 12 mois.

⁵ Appréciation de 3 % sur les 6 prochains mois.

⁶ Période durant laquelle nous recommandons la prudence.

VUES DE LA RECHERCHE

Régime inflationniste attendu durant une bonne partie de 2022



Source : Recherche Amundi au lundi 20 décembre 2021.

des chaînes d’approvisionnement (par exemple, relocalisations des productions de baskets du Viêt Nam et d’Indonésie) sont difficiles à réaliser. Au niveau sectoriel, nous avons remarqué qu’en Europe, la transmission a été très faible dans les secteurs de la consommation, des matériaux et de l’industrie (en particulier le transport). Les détaillants (alimentaires et non alimentaires) risquent de voir leurs marges se resserrer. En revanche, les secteurs de la consommation, du luxe, de l’emballage et certains domaines de la technologie font preuve d’un fort pouvoir de fixation des prix. La situation est différente dans le secteur pharmaceutique où les prix

sont pour la plupart réglementés de sorte que le secteur ne dispose que d’un faible pouvoir de fixation des prix, mais le secteur n’est pas encore confronté à une hausse des prix des intrants. **En conclusion**, la majeure partie de l’année 2022 sera dominée par un régime inflationniste. La transmission de l’IPP à l’IPC freinera probablement les résultats des entreprises faisant du pouvoir de fixation des prix un facteur déterminant. Nous percevons un risque baissier concret pour les actifs risqués au premier semestre 2022, ce qui justifie notre décision de réduire à neutre notre exposition aux actions en début d’année.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rechercher des points d'entrée dans le crédit et les actions de qualité



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Compte tenu de notre positionnement globalement neutre, nous privilégions une rotation du risque (plutôt que son augmentation) pour profiter des évolutions récentes du marché (notamment dans le crédit IG)

La croissance mondiale se poursuit dans un contexte de difficultés dues au nouveau variant, au durcissement de la Fed et aux pressions inflationnistes, confirmant notre scénario de stagflation. Ceci, associé à un certain affaiblissement tactique de la dynamique des actions, nous empêche d'adopter une position plus offensive d'appétit pour le risque. Cependant, le fait que les banques centrales fassent preuve d'un certain degré de liberté face à l'inflation ne justifie pas une réduction structurelle du risque. Une rotation hors des segments susceptibles d'être affectés par le manque d'appétit pour le risque est donc de mise, pour rechercher les opportunités tactiques et à long terme présentées par les dislocations du marché (notamment dans le crédit).

Une telle démarche doit se faire dans un esprit globalement neutre en termes de risque et suivant une approche active et bien diversifiée. Il convient de conserver des couvertures suffisantes pour protéger l'exposition aux actions/crédits.

Des idées à conviction forte

En ce qui concerne les actions des pays développés et émergents, nous maintenons notre positionnement neutre, mais continuons d'acheter la baisse des actions, sans pour autant augmenter notre niveau de risque. Nous nous interrogeons également quant au point d'entrée idéal pour tirer parti de la récente correction de certains marchés, tels que le Japon, dont la reprise a pris du retard et dont les valorisations sont attractives. Aux États-Unis, où nous entendons minimiser les risques asymétriques, nous pensons que les dérivés peuvent offrir des solutions efficaces pour profiter des mouvements à la hausse des actions. Ailleurs, nous restons attentifs aux faiblesses de court terme en Chine et dans

d'autres pays émergents susceptibles d'être affectés par le durcissement de la politique de la Fed et leurs préférons les segments offrant de bonnes opportunités à long terme.

En matière de titres obligataires, nous maintenons un positionnement court sur la durée aux États-Unis et en Europe, tout en restant flexibles. Nous sommes notamment prudents sur les emprunts d'État allemands à 5 ans. La baisse récente des rendements due aux inquiétudes suscitées par le variant Omicron a été excessive et particulièrement extrême pour la courbe des rendements core européens. Les titres à 5 ans et les courbes dont le segment court terme est plus important ont donc été les plus touchés par cette réévaluation soudaine des rendements, car ils avaient auparavant intégré une normalisation plus rapide de la politique monétaire des banques centrales.

Deuxièmement, bien que nous pensions que les fondamentaux à long terme de la croissance économique italienne soient solides, il existe certaines incertitudes à court terme liées aux répercussions possibles du nouveau variant. Nous sommes donc devenus un peu plus prudents sur les BTP auxquels les investisseurs pourront préférer des opportunités tactiques dans le crédit EUR IG afin de conserver l'équilibre du budget de risque global. Le soutien de la BCE et les facteurs techniques favorables (offre limitée au S1 2022) continuent de soutenir le crédit (IG, HY) qui reste une source de revenus, mais nous sommes sélectifs. À noter, en outre, que la récente réduction des risques sur le marché de l'EUR IG n'est pas justifiée. **Troisièmement, nous sommes moins constructifs sur la dette publique chinoise** en raison des risques baissiers liés à la devise locale (principalement par rapport au dollar)

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions					■			
Crédit						■		
Duration				■				
Pétrole					■			
Or					■			

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier 3 Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, FX = devises, IG = investment grade, HY = high yield, CBs = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

et des turbulences sur les marchés du crédit du pays. Nous continuons toutefois à penser que la dette chinoise offre des avantages en termes de diversification à long terme pour les portefeuilles internationaux. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents. En ce qui concerne les devises, l'évolution du contexte économique mondial continue de soutenir une approche de valeur relative. Au Royaume-Uni, nous surveillons l'évolution de la crise sanitaire, mais conservons néanmoins un avis légèrement positif sur la livre sterling par rapport au franc suisse, le franc étant la plus surévaluée des devises du G10. Notre conviction n'est pas forte en raison de la détérioration du contexte économique du Royaume-Uni, des pénuries persistantes et des problèmes liés au Brexit. Ces facteurs, associés à des prix de l'énergie élevés et à l'inflation, nous permettent de conserver notre position défensive sur la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar.

Dans les pays émergents, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire RUB/EUR, la devise russe se montrant résiliente compte tenu de valorisations attractives, d'une faible vulnérabilité externe et du ton sévère de la banque centrale russe. Nous restons néanmoins vigilants quant aux tensions géopolitiques avec l'Europe et les États-Unis. En Asie, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire CNH/EUR, étant donné l'importance croissante de la Chine dans le commerce asiatique et son rôle grandissant dans l'économie mondiale.

Risques et couvertures

La probabilité des risques de régime d'inflation plus élevé et d'erreurs de politique reste élevée. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir des couvertures sur les actions des pays développés et sur le HY américain afin de se protéger contre les risques extrêmes.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Fed, casse-tête de l'inflation et vague Omicron



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

En début 2022, malgré un ton plus ferme, le positionnement global de la Fed restera vraisemblablement favorable

L'évolution du cycle épidémique, le ralentissement de la croissance économique et l'inflation (demande/coûts) détermineront les réponses des banques centrales. Le dernier facteur a été déterminant pour la Fed, compte tenu des pressions politiques et de la « dominance budgétaire », la poussant à accélérer son programme de réduction d'achats et à relever ses prévisions de hausse des taux en 2022. Pour autant, nous continuons de penser que la Fed considère l'inflation comme transitoire - même si elle ne le dit plus - car ses prévisions de taux à long terme n'ont pas changé. L'action de la Fed s'inscrira donc dans le scénario de « laisser faire » vis-à-vis de l'inflation. **Pour les investisseurs, cela signifie qu'ils devront rechercher du revenu dans le crédit, mais sans augmenter le bêta de leur portefeuille,** en insistant sur les segments où les *spreads* se sont élargis. L'accent devra être mis sur la génération d'alpha via une approche *bottom-up* et un biais de valorisation pour les obligations émergentes et périphériques.

Obligations mondiales et européennes

Nous maintenons un positionnement prudent mais flexible sur la durée aux États-Unis et en Europe core et semi-core, mais restons constructifs sur la dette périphérique à moyen terme via l'Italie (en tenant compte des incertitudes à court terme). En ce qui concerne les points morts, nous surveillons les valorisations aux États-Unis (nous sommes moins constructifs maintenant) et en Europe, où nous ne sommes plus positifs. **Ailleurs, nous recherchons les**

opportunités de portage dans le crédit en adoptant une approche légèrement constructive, même si nous pensons que les investisseurs devraient privilégier une exposition idiosyncrasique aux échéances à moyen terme, sur des convictions telles que la dette subordonnée (en IG et HY) et les secteurs financier, industriel et cycliques. Le haut rendement offre des opportunités pour jouer sélectivement le thème de la compression, mais la liquidité doit être surveillée (meilleure liquidité en janvier). Toutefois, nous évitons les titres à durée longue et les entreprises susceptibles de se lancer dans des opérations de réendettement ou de rachat (LBO). Nous évitons également les secteurs de la consommation, des transports et des produits chimiques. De manière générale, nous recherchons des gagnants dans un contexte de hausse des taux de référence, des salaires et des prix des matières premières.

Obligations américaines

Nous pensons que les risques de ralentissement significatif de l'économie sont faibles, car nous anticipons beaucoup de stimulation et une dynamique forte. Toutefois les risques liés à l'inflation et au Covid persistent dans un contexte de tensions sur les marchés du travail, de goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement et de forte demande des consommateurs. Cette situation, conjuguée aux pressions politiques exercées sur la Fed et à la reconnaissance du fait que l'inflation n'est pas transitoire, a encouragé la BC à accélérer la réduction de ses achats.

Déconnexion entre les taux d'inflation, malgré le durcissement du ton de la Fed



Source : Amundi. Bloomberg au vendredi 17 décembre 2021. Les données d'IPC sont mensuelles.

HY = haut rendement, IG = Investment Grade, EUR = eur.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Nous anticipons une légère hausse des taux directeurs, ce qui nous permet de rester défensifs sur la duration. Nous ne maintenons en revanche qu'une exposition minimale aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) **et cherchons plutôt à générer de l'alpha dans le crédit lorsque les valorisations et les fondamentaux des émetteurs sont attractifs. La liquidité reste néanmoins essentielle.** Nous pensons également que les dérivés offrent des opportunités sélectives dans la gestion de l'exposition IG et HY. De plus, la forte croissance des revenus et les taux d'épargne élevés devraient continuer à soutenir les marchés du logement, ce qui sous-tend notre opinion positive des instruments titrisés.

Obligations des marchés émergents

Les obligations émergentes constituent toujours un marché intéressant où, sur une base sélective, les valorisations sont attractives. La dette et les devises des

pays émergents se heurtent néanmoins à des difficultés comme la hausse des taux aux États-Unis ou la situation en Chine (restructuration des entreprises) et son potentiel de contagion aux marchés internationaux. Nous maintenons notre biais pour le HY par rapport à l'IG, avec une préférence pour la dette en devises fortes et une forte sélectivité sur la dette en devises locales. Nous restons toutefois prudents sur le Brésil et la Turquie (risques idiosyncrasiques). Devises.

Nous restons positifs sur l'USD, mais avons revu à la baisse notre opinion sur la GBP malgré la récente hausse des taux de la BoE, compte tenu de l'incertitude autour de la situation sanitaire et du risque de difficultés liées au Brexit. Dans les pays émergents, la PBoC a fait part de son intention de temporiser l'appréciation du RMB. Ailleurs, nous sommes constructifs sur l'IDR, l'INR et le RUB tout en restant attentifs aux tensions géopolitiques.

ACTIONS

Jouer les grands clivages



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les marchés masquent de grands clivages : valeurs décotées contre valeurs technologiques de croissance ; concentration et survalorisation des grandes capitalisations par rapport aux autres ; entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix par rapport aux autres. C'est là un terrain fertile pour la sélection bottom-up

Évaluation globale

En ce début d'année, nous pensons que le contexte de la demande reste solide (emploi, croissance des salaires, épargne accumulée) et qu'il est soutenu par des mesures budgétaires positives en Europe (Pacte vert) et aux États-Unis. D'un autre côté, la situation sanitaire continue d'évoluer tandis que le variant Omicron a provoqué quelques prises de bénéfices dans des segments où les valorisations étaient excessives. Le marché est très concentré et des gains de plus en plus importants sont attribuables à une petite partie du marché. La sélectivité est donc essentielle pour identifier les gagnants dans un contexte où la dispersion des valorisations est élevée. Mais ce faisant, nous reconnaissons que la répercussion de la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs ne peut se faire à l'infini. C'est pourquoi nous cherchons à identifier les entreprises avec un pouvoir de fixation des prix avéré, grâce à leur positionnement sur le marché, leur propriété intellectuelle, etc.

Actions européennes

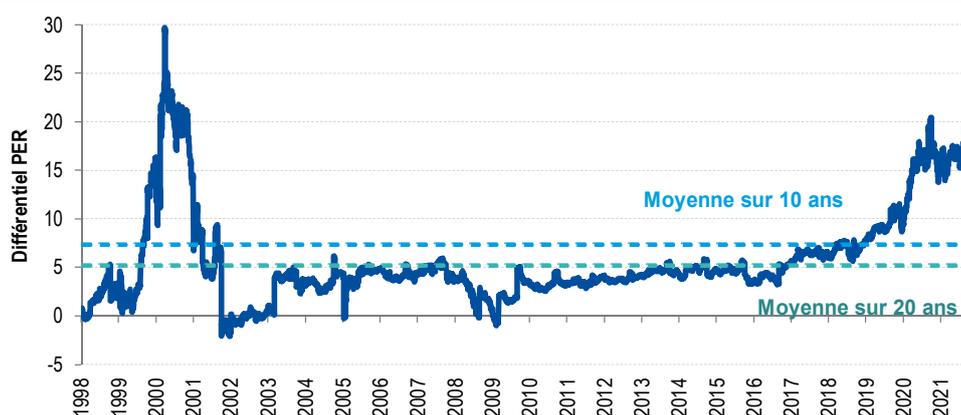
Nous maintenons un positionnement équilibré sur les marchés offrant des opportunités de sélection de valeurs dans les segments décotés et défensifs, tels que la santé. En revanche, les valeurs cycliques (industries exposées au super cycle de la construction) et les valeurs financières (banques) restent notre priorité. Nous apprécions également les entreprises liées au thème de la réouverture de l'économie, qui se négocient à des valorisations attractives et qui offrent un rendement élevé en dividendes. Nous restons

toutefois prudents sur les valeurs de long terme, les technologies (légèrement moins défensives) et les secteurs discrétionnaires, tout en demeurant attentifs aux opportunités offertes par les dislocations du marché. Notre positionnement global comporte un biais pour la normalisation, mais nous évaluons en permanence l'impact de l'inflation et de l'évolution de la situation sanitaire sur les marges des entreprises au-delà du court terme. Ce faisant, nous accordons une importance particulière à la solidité des bilans, au potentiel d'amélioration des indicateurs ESG ayant un impact financier significatif et à l'investissement dans les entreprises avant que la prime ESG ne soit intégrée dans les cours.

Actions américaines

La Fed accélère la réduction de ses mesures d'assouplissement quantitatif, mais un sentiment d'euphorie prévaut dans certains segments du marché, comme la technologie, où la performance relative par rapport au reste de l'indice S&P a atteint les sommets enregistrés lors de la bulle Internet. Ce risque (de concentration) est l'un des principaux, car les performances de certaines grandes capitalisations éclipsent celles du reste du marché. Ainsi, face aux marges records de certaines entreprises, nous nous concentrons davantage sur la durabilité de ces marges. Or celles-ci dépendent du pouvoir de fixation des prix, et une fois les goulets d'étranglement de l'offre éliminés, les entreprises dont le pouvoir de fixation des prix est faible pourraient voir leurs marges diminuer. Nous restons sélectifs, estimant que les valeurs décotées doivent être privilégiées, leurs valorisations

Différentiel extrême entre valeurs de croissance et valeur décotées



Source : Amundi, Bloomberg au 17 décembre 2021. Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois de l'indice MSCI World Growth moins le ratio de l'indice MSCI World Value.

ACTIONS

relatives par rapport aux titres de croissance étant extrêmes. Il convient en outre de réorienter les portefeuilles vers des zones moins exposées au risque d'inflation que les marchés négligent. Nous donnons donc plus d'importance à la sélection de valeurs qu'à la direction des marchés en nous concentrant sur les déterminants spécifiques aux entreprises. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs de qualité supérieure, cycliques et décotées et restons prudents vis-à-vis des valeurs de long terme et à fort potentiel de croissance. Nous sommes également défensifs sur les secteurs généralement considérés peu risqués (consommation de base, services aux collectivités), car une hausse des taux réels pourrait affecter le sentiment des marchés.

Actions émergentes

Les valorisations relatives attractives dans le monde hétérogène des pays émergents offrent des opportunités dans une perspective *bottom-up*. Les perspectives à court terme de la Chine sont assombries par l'incertitude quant à l'ampleur du ralentissement, mais l'attitude du gouvernement en 2022 semble plus conciliante qu'en 2021. Nos marchés préférés sont la Russie (demande structurelle pour l'énergie et les matières premières), l'Inde (qui bénéficie beaucoup du ralentissement de la Chine, mais qui devient chère) et la Hongrie. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et l'énergie, et maintenons notre préférence pour les secteurs décotés par rapport aux secteurs de croissance.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Nous restons neutres compte tenu des valorisations serrées dans certains segments et du risque de concentration élevé. Cependant, nous recherchons des entreprises susceptibles de protéger les portefeuilles de l'inflation par le biais d'une sélection rigoureuse. Nous sommes en outre conscients que seules les entreprises disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix seront en mesure de maintenir leurs bénéfices une fois les goulets d'étranglement de l'offre résorbés.
	Actions US Value	+		Compte tenu de la poursuite de la croissance économique, les valeurs décotées devraient enregistrer de bonnes performances, mais celles-ci seront davantage fonction de la sélection que de la direction des marchés. Il est intéressant de noter que les secteurs décotés de qualité présentent des opportunités pour protéger les portefeuilles contre l'inflation et dans l'espace ESG.
	Actions US Croissance	-		Les actions de long terme sont susceptibles d'être davantage impactées par les hausses des taux de référence, car leurs valorisations reposent largement sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Les valorisations dans ce segment sont déjà chères, ce que les fondamentaux ne justifient pas et tout mouvement à la hausse des taux pourrait les pénaliser.
	Europe	=		Les anticipations de bénéfices sont actuellement prudentes et, compte tenu de leur potentiel haussier important, pourraient créer une bonne surprise en 2022. La principale inconnue est la pandémie. Les premières estimations font état d'un impact mineur du nouveau variant, ce qui laisse anticiper un risque de reprise tardive plutôt qu'un dérapage. La forte dispersion des valorisations laisse une grande place à la sélection.
	Japon	=		Le Japon, longtemps à la traîne en matière de reprise et dont les valorisations relatives sont attractives, devrait bénéficier d'une augmentation de la demande extérieure à mesure que les problèmes d'approvisionnement sont résolus, de mesures de relance budgétaire et d'un yen plus faible.
	Chine	=		Le pays offre des opportunités sélectives, mais les perspectives à court terme sont brouillées par les incertitudes quant à l'ampleur du ralentissement dans des domaines tels que la construction, la réglementation et la politique de tolérance zéro à l'égard du Covid. Nous restons vigilants dans un contexte de volonté du gouvernement de promouvoir une « prospérité commune » qui devrait contribuer à réduire les inégalités.
	Marchés émergents	=		À moyen terme, les actions des pays émergents offrent des opportunités dans un contexte de reprise de la croissance attendue en 2022 et de valorisations attractives. Nous apprécions les marchés tels que la Russie (demande structurelle d'énergie et de matières premières) et l'Inde.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Le durcissement récent du ton de la Fed renforce notre opinion négative quant à la durée, celui-ci augurant d'une légère augmentation des rendements de référence et d'une pentification baissière de la courbe des rendements. Toutefois, nous pensons que ce durcissement sera compensé par le maintien de conditions financières globalement souples et que les investisseurs doivent rester sur la défensive et flexibles. Nous sommes désormais moins positifs sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) en raison des valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes prudents sur le crédit IG de durée longue compte tenu de sa sensibilité à la hausse des rendements core. Cependant, nous recherchons les émetteurs attractifs en termes de valorisations et de fondamentaux dans le cadre de nos objectifs de génération d'alpha. Nous recherchons également du revenu dans les MBS d'agences, l'immobilier résidentiel et les prêts à la consommation, mais sommes plus sélectifs sur la structure et la qualité du collatéral.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes attentifs à la liquidité sur le segment HY, mais pensons que les bénéfices élevés et les flux de trésorerie constituent des éléments positifs. Pour autant, nous restons prudents et cherchons à trouver un équilibre entre rendement et qualité, en nous appuyant davantage sur la sélection.
	Govies Europe	-/=		Nous maintenons notre approche prudente de la durée en Europe et en Europe core étant donné la récente décision de la BCE de réduire progressivement son programme de QE. Nous surveillons de près la dette périphérique italienne, en tenant compte de l'impact de la politique de la BCE, de la situation politique et de la reprise attendue, soutenue par le plan de relance « Next Gen EU ».

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Dans un contexte de reprise continue et d'espoirs d'amélioration des fondamentaux du crédit, nous pensons qu'il convient de rechercher une exposition plus idiosyncrasique aux émetteurs de haute qualité et à la dette subordonnée. Il faut toutefois rester vigilant, compte tenu des incertitudes causées par la hausse des rendements et l'évolution de la situation sanitaire.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le haut rendement offre des opportunités <i>bottom-up</i> sélectives, mais, avec le début de 2022, restons attentifs à la liquidité. Nous gardons également un œil sur l'évolution des ratios de titres en difficulté et des taux de défaut dans le contexte favorable actuel.
	Govies Chine	=/+		Nous sommes attentifs aux obstacles à court terme, mais estimons que les responsables politiques ont pris acte du ralentissement et que les politiques deviennent plus favorables. Nous sommes neutres avec un biais positif, car la PBoC reste accommodante, dans un contexte d'inflation modérée.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		L'action de la Fed constitue un risque à court terme pour la dette des pays émergents, mais nous maintenons notre préférence pour les titres HY par rapport aux titres IG dans un contexte de rendements attractifs. Nous suivons de près l'évolution de l'inflation dans les pays émergents.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons globalement prudents et recherchons des replis tactiques sur les marchés des changes des pays émergents en 2022. Les <i>spreads</i> des obligations d'entreprises semblent attractifs par rapport aux options alternatives. Nous privilégions les pays et les secteurs tirés par les matières premières. Nous estimons que les exportateurs bénéficieront d'une meilleure dynamique et de meilleurs bénéfices dans l'ensemble, dans un contexte de dollar fort. Nous restons toutefois prudents sur le Brésil et la Turquie.
AUTRES	Matières premières			De manière générale, notre opinion vis-à-vis des matières premières reste constructive, malgré quelques inquiétudes sur la demande liées aux risques de reconfinement. Les problèmes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement pourraient persister pendant un bon moment encore, soutenant les prix des métaux de base et le gaz naturel. Pour l'or, en revanche, les politiques des banques centrales et les taux réels restent les principales variables à surveiller. Le pétrole sera déterminé par l'OPEP et les questions géopolitiques.
	Devises			Nous nous attendons à ce que le dollar reste fort et pensons que les devises à plus faible rendement manqueront de catalyseurs pour compenser les pressions liées au durcissement de ton de la Fed. Nous avons ajusté notre objectif pour l'EUR/USD à 6 mois de 1,14 à 1,10, mais confirmons le niveau de 1,14 à 12 mois.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au lundi 20 décembre 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « high yield ». Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 23 décembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation 3 janvier 2022.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BERARDI Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

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

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Perrier Tristan, Global views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurelien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sasi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit