

VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Les marchés en pleins sables mouvants : les risques inflationnistes persistent

Qu'on le veuille ou non, l'alignement des planètes favorable à une inflation élevée va se maintenir pour un bon moment. Une prise de conscience du caractère plus permanent que prévu de l'inflation a eu lieu en octobre, le FMI déclarant officiellement que nous entrons dans une phase de risque inflationniste et les banques centrales (BC) admettant en partie que l'inflation s'avérait plus tenace que prévu. **Ceci donne davantage de corps à l'idée que les marchés évoluent dans des sables mouvants et renforce le scénario d'une inflation plus permanente.** Le décalage entre l'offre et la demande s'accroît, avec d'un côté des pénuries dans le monde entier et de l'autre la réouverture complète des principales places économiques, ce qui alimente la demande. Les goulets d'étranglement de l'offre s'intensifient et la hausse spectaculaire des prix de l'énergie et des denrées alimentaires entraîne la dynamique de l'inflation dans un cercle vicieux. Enfin, les salaires constituent un facteur supplémentaire qui pourrait déclencher de nouvelles hausses de l'inflation. En effet, la hausse persistante des prix poussera les salariés à réclamer des augmentations de salaire.

Compte tenu des risques connus concernant la variable I (inflation) de l'équation, l'attention du marché se portera à nouveau sur la variable C (croissance). Sommes-nous en train de nous diriger vers une décélération proche du potentiel ou en dessous, contribuant à alimenter les craintes de stagflation ? En ce qui concerne la croissance, toutes les zones économiques (États-Unis, Europe, Chine) sont confrontées à des difficultés.

Notre scénario central prévoit une décélération contrôlée à l'approche de 2022, tandis que des mesures de soutien budgétaire supplémentaires visant à résoudre les différents problèmes en suspens devraient être déployées l'année prochaine, contribuant ainsi à renforcer la croissance tout au long de 2022. À plus long terme, la transition énergétique est une priorité essentielle qui pourrait alimenter une poussée budgétaire mondiale supplémentaire. La COP26 constitue donc un rendez-vous important à observer pour évaluer l'évolution future de l'action politique. Les réactions du marché dépendront des banques centrales et celles-ci ne disposent d'aucune marge d'erreur. Nous pensons que les éventuelles interventions des banques centrales seront extrêmement progressives, car il n'y a pas grand-chose qu'elles puissent faire pour lutter contre les forces inflationnistes du côté de l'offre.

Ce scénario confirme notre positionnement actuel :

- **Les taux réels sont la variable clé à surveiller.** Dans la présente phase de réévaluation de la croissance, nous nous attendons à ce que les taux nominaux évoluent légèrement à la hausse tout en restant plafonnés, tandis que les taux réels auront tendance à baisser. Cette phase continuera d'être plus propice aux actions qu'aux obligations. Plus tard dans la séquence, il y aura probablement un rattrapage, avec une hausse des taux nominaux et une stagnation des taux réels (à un moment donné en 2022). Cette phase pourrait déclencher une certaine volatilité des actions et des obligations et obligera les investisseurs à plus de diversification. La troisième séquence concerne les taux réels et nominaux qui repartiront tous deux à la hausse. Cette étape pourrait être plus difficile à gérer, mais nous ne pensons pas qu'elle soit imminente.
- **Positionnement globalement court sur la durée, mais nous n'anticipons pas une forte hausse des taux pour le moment.** Le crédit conserve ses atouts, car les fondamentaux se sont améliorés, mais aux niveaux actuels des *spreads*, la sélectivité est essentielle pour se préparer à la prochaine séquence, qui verra les risques de liquidité augmenter. La demande pour les obligations des administrations chinoises locales reste forte dans un contexte de quête de rendement et, de manière plus générale, la demande pour les obligations émergentes avec un biais pour les échéances courtes.
- **Rester neutre sur les actions et rechercher d'éventuels points d'entrée à de meilleurs niveaux,** mais en restant attentif aux risques et en conservant des couvertures pour les phases de volatilité accrue, si la croissance continue de se détériorer et/ou si la communication des banques centrales se révèle défailtante. En ce qui concerne les actions, chaque entreprise doit être évaluée au regard de la hausse de l'inflation et des taux. Les actions décotées demeurent un bon terrain de chasse avec des entreprises dotées de modèles économiques réellement résistants à l'inflation. Cette saison de publication des résultats devrait être l'une des plus difficiles en termes de visibilité. Les marchés tiennent déjà compte des difficultés, de sorte que la saison de publication des résultats ne devrait pas être mauvaise, mais l'incertitude

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Positionnement neutre sur les actifs risqués, avec une vigilance accrue sur les taux réels et une plus grande attention portée à la sélection, compte tenu de l'inflation persistante et des risques asymétriques.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Ajustement de la durée core Euro (toujours prudent), plus grande sélectivité sur le crédit
- ▶ Changements tactiques sur les devises, plus prudent sur la GBP
- ▶ Attention aux valorisations sur les TIPS

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

est très élevée et une partie de la pression énergétique n'a pas encore été prise en compte : il sera donc important d'évaluer son impact sur les prévisions. La composante croissance du marché reste plus vulnérable à la hausse des taux. Si, pour le moment, la hausse est plafonnée, la prochaine séquence sera plus difficile et les investisseurs doivent se préparer à adopter un positionnement très prudent sur les segments où les valorisations sont extrêmes.

- **Dans les pays émergents**, qui peuvent désormais se joindre au mouvement de réouverture grâce à une amélioration de la situation épidémique, les disparités sont de plus en plus importantes. Les pays susceptibles de bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, comme la Russie et l'Indonésie, sont favorisés, tandis que les pays les plus exposés au ralentissement de la Chine semblent les plus faibles.

De manière générale, le contexte pour les investisseurs est de plus en plus incertain et risqué et le potentiel de hausse à court terme est faible. Les marchés sont coincés entre ces deux risques. La montée des craintes d'inflation pousse les rendements à long terme à la hausse, mais seulement jusqu'à un certain point, car lorsque la croissance est menacée, les banques centrales sont réticentes à durcir leur politique de manière significative. Les actions restent la classe d'actifs à privilégier compte tenu des faibles rendements des obligations, toutefois, dans un environnement de valorisations déjà tendues en termes absolus, toute hausse de l'inflation et des rendements à long terme devrait entraîner une réévaluation de chaque thèse d'investissement.

VUES DE LA RECHERCHE



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche
Cross Asset

Les pressions actuelles sur l'offre pourraient impacter la croissance économique en se répercutant sur les prix, mais le passage à des cours du pétrole élevés à long terme semble peu probable pour l'instant

Pénurie d'énergie : l'Europe et la Chine les plus touchées

- La crise énergétique actuelle est imputable à des pressions à court terme¹ et aux déséquilibres liés à la transition verte.
- L'Europe et la Chine sont plus durement touchées que les autres régions, car ce sont les plus gros importateurs de gaz naturel.
- Une pénurie mondiale d'énergie en 2022 est peu probable, mais les perturbations du secteur énergétique auront un impact sur l'inflation et pèseront sur la croissance et les marges bénéficiaires.

Depuis le début de l'été, nous avons assisté à une revalorisation importante de certaines matières premières énergétiques ou connexes. Bien que de nombreux facteurs interdépendants soient en jeu (goulots d'étranglement saisonniers liés à la reprise), le principal catalyseur a été la forte demande mondiale d'électricité. Selon l'AIE, après avoir baissé d'environ 1 % en 2020 en raison du Covid, la demande mondiale devrait augmenter de près de 5 % en 2021 et d'un peu moins en 2022, soit près du double de la moyenne annuelle sur 10 ans (2,7 %). Tout ceci survient au moment où la transition verte et la lutte mondiale contre le changement climatique s'intensifient, limitant les émissions de charbon, principalement dans l'UE et en Chine.

L'Europe et l'Asie sont dans une position inconfortable en termes de production de gaz, car elles sont historiquement les plus grands importateurs nets et le déficit à combler dans les années à venir sera énorme. En Europe, les pressions sur la demande de gaz naturel se sont concrétisées, la hausse des besoins étant à peine couverte par l'offre des deux principaux fournisseurs (Russie,

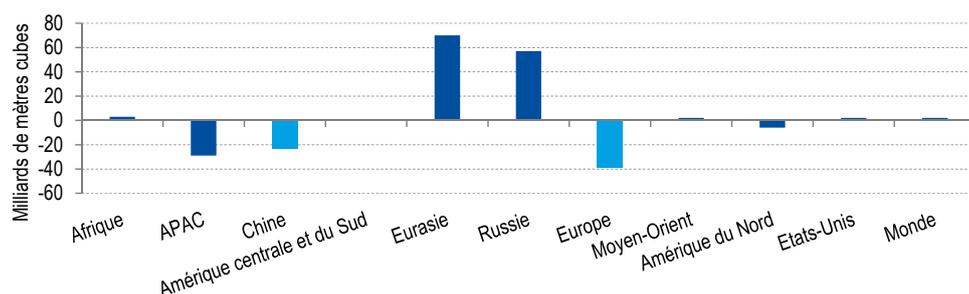
Norvège). En Chine, la demande d'énergie a été considérable et aggravée par un été très chaud et sec. De manière générale, environ 65 % de la consommation d'électricité en Chine est alimentée par le charbon et 17 % par l'hydroélectricité. Or, l'offre d'électricité provenant de ces deux sources a été limitée. Pour le charbon, la production nationale a connu des difficultés en raison des réformes réglementaires et des objectifs de limitation des émissions, tandis que la sécheresse estivale a limité la contribution hydroélectrique. Il en a résulté une demande très forte de gaz naturel en Chine. Les préoccupations croissantes concernant les pénuries d'approvisionnement en matières premières vertes et l'éventuelle pénurie d'énergie ont soutenu plusieurs matières premières, du cuivre à l'aluminium et du gaz au pétrole.

La ruée en Europe et en Asie pour stocker du gaz est sans précédent. Ces deux régions sont les plus en difficulté pour reconstituer leurs stocks de gaz et de pétrole à l'approche de l'hiver. La flambée des prix du gaz naturel s'est répercutée sur les marchés pétroliers, faisant grimper les prix du pétrole, car de nombreux pays ont été contraints de trouver des substituts au charbon et au gaz. Le pétrole est passé au-dessus de 80 dollars en raison du risque de sous-approvisionnement, malgré le contexte de décélération de la croissance, car, pour des motifs différents, voire opposés, les fournisseurs de pétrole² semblent peu enclins à augmenter leur production dans les prochaines semaines. La production américaine est restée en deçà de la demande mondiale de pétrole en raison d'une pause temporaire des activités de forage suite aux ouragans et du fait de la

¹ Hausse de la demande en hiver

² OPEC+ et États-Unis

Gaz naturel : déficit/excédent (2020 à 2021)



Source : AIE = Agence internationale de l'énergie. L'APAC inclut la Chine, l'Eurasie inclut la Russie, l'Amérique du Nord inclut les chiffres des États-Unis. Le graphique présente l'augmentation/diminution de la production moins l'augmentation de la demande de 2020 à 2021.

VUES DE LA
RECHERCHE

faible production de pétrole de schiste. Aux prix actuels et sans que le marché soit inondé par l'offre américaine, l'OPEP accumule les recettes et tente de corriger ses équilibres budgétaires souverains. Pendant ce temps, le secteur de l'énergie, principalement en Europe, restera sous pression, étant donné que nous entrons dans l'hiver avec des stocks de gaz historiquement bas et que la Russie et la Norvège ne seront pas en mesure d'augmenter leurs flux vers l'UE à court terme. Les flux russes vers l'Europe sont d'ailleurs déjà plus élevés que les niveaux d'avant-Covid. **Notre scénario central n'est pas celui d'une pénurie d'énergie durant l'hiver. En revanche, nous pensons que les tensions et les hausses de prix affecteront la croissance européenne** par le biais d'une inflation élevée, de la consommation des ménages, d'un resserrement des bénéfices des entreprises et d'une baisse de la productivité.

Le WTI devrait rester à environ 80 dollars pendant un certain temps et il semble prématuré d'anticiper un passage structurel dans la fourchette de 80 à 100 dollars. En effet, la production pétrolière américaine devrait se rétablir progressivement au cours du premier semestre 2022. De plus, les membres de l'OPEP+ sont capables de répondre à tout pic de demande inattendu et devraient intervenir si la situation énergétique s'aggrave encore et que les prix dérapent. Troisièmement, malgré le soutien à long terme de ces marchés par le passage du charbon au gaz et au pétrole, la contribution cyclique de l'économie à la demande devrait diminuer en 2022, à mesure que la croissance revient vers ses niveaux tendanciels. **Nous nous attendons donc, conformément aux perspectives officielles de l'EIA (Energy Information Administration), à ce que le pétrole tombe sous la barre des 80 dollars d'ici fin 2022.**

GESTION
DIVERSIFIÉE

Neutralité sur fond de hausse des risques et de bénéfices élevés



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous sommes neutres sur les actifs risqués et bien diversifiés dans l'ensemble, avec un positionnement équilibré sur les actions, en privilégiant les actions décotées et en évitant celles dont le pouvoir de fixation des prix est limité

La croissance économique demeure robuste, mais certains risques se dessinent sous la forme de contraintes de capacité de production qui, associées aux effets de base des confinements et aux chiffres récents de l'IPC, alimentent le scénario d'inflation à l'approche du premier semestre 2022. Ceux-ci poussent également les banques centrales à agir, comme en témoigne l'annonce très probable d'une réduction des achats de la Fed lors de sa réunion de novembre. D'un autre côté, le sentiment de risque reste constructif et pro-cyclique compte tenu de l'évolution de la pandémie. Les conditions financières sont accommodantes malgré un certain mouvement haussier des rendements core et la faiblesse de la Chine. Il convient donc de **rester neutre sur les actifs risqués, en privilégiant une approche patiente et active et d'attendre de meilleures opportunités, en conservant les couvertures existantes.**

Des idées à conviction forte

Les valorisations des actions sont tributaires de la faiblesse des taux d'intérêt, ce qui nous permet de continuer à acheter la faiblesse des marchés actions, quand l'attractivité des valorisations s'accompagne de bons fondamentaux. Ainsi, tout en restant quasiment neutres sur les pays développés et émergents, nous scrutons les publications de résultats pour mieux comprendre les prévisions et identifier les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix. Actuellement, les prévisions de croissance des bénéfices du marché sont déconnectées des surprises des données économiques. Ceci est important si l'on considère les pressions sur les marges découlant de la hausse du coût des intrants, du resserrement des marchés de l'emploi et des goulets d'étranglement. Nous cherchons également à trouver un équilibre

entre les facteurs positifs et les facteurs moins positifs (stagflation, réduction des dispositifs de soutien, hausse des taux réels et faiblesse de la Chine).

Nous maintenons notre position défensive sur les bons du Trésor américain à 10 ans, mais nous la gérons de manière tactique, car les fondamentaux suggèrent des niveaux de rendement plus élevés sur fond de dette et d'inflation élevées. L'offre de bons du Trésor américain restera élevée malgré une amélioration du déficit budgétaire en 2022, ce qui conforte notre position. Même si nous pensons qu'il est possible que les rendements augmentent encore et que la courbe se pentifie malgré la récente hausse, nous surveillons attentivement les mouvements.

Nous continuons d'envisager une pentification de la courbe au Royaume-Uni, même si la logique de cette évolution a changé de refutation à stagflation. Nous restons également constructifs sur les BTP par rapport aux Bunds, dans un contexte de portage attractif, de surprises économiques potentielles liées à la croissance italienne et de l'impulsion donnée par le fonds Next Gen EU.

Les obligations d'État chinoises constituent un excellent moyen de diversifier les portefeuilles internationaux lorsque les rendements des pays développés sont attendus en hausse. Contrairement aux rendements américains, les rendements chinois devraient rester stables au cours des six prochains mois grâce au soutien de la PBoC. Toutefois, de manière générale, nous restons neutres sur l'EMBI.

La quête de revenus sur les marchés IG et HY européens se poursuit, compte tenu de l'amélioration des fondamentaux, de l'évolution positive des facteurs techniques et

Convictions Amundi

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

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

GESTION
DIVERSIFIÉE

des politiques des banques centrales visant à maintenir les taux courts ancrés. Étant donné la tendance à la baisse des taux de défaut, l'amélioration des ratios de détresse et les conditions financières favorables, nous pensons que la dette subordonnée et le haut rendement sont des segments de crédit attractifs.

Les devises offrent des opportunités de valeur relative attractives. La stabilisation de la croissance mondiale et la normalisation de la politique de la Fed ont été positives pour le dollar, offrant aux investisseurs l'opportunité de profiter de la hausse de l'USD/JPY. Nous ne sommes plus négatifs sur l'euro par rapport à la couronne norvégienne, car cette dernière pourrait souffrir d'une volatilité accrue. Nous maintenons notre point de vue sur le portage de devises GBP/CHF et notre positionnement prudent sur la paire GBP/EUR. Face au billet vert, la livre sterling pourrait être sous pression en raison de l'isolement géopolitique

du Royaume-Uni par rapport aux États-Unis et à l'Union européenne, ainsi que de la crise énergétique actuelle. Nous sommes donc désormais défensifs sur la paire GBP/USD. Dans les pays émergents, nous pensons désormais que l'IDR pourrait être affectée par un éventuel sentiment d'aversion au risque lié au ralentissement chinois. Nous conservons en revanche notre positionnement positif sur le KRW et le CNH face à l'EUR et sur le RUB/EUR.

Risques et couvertures

La pression croissante sur les coûts due à l'inflation pourrait potentiellement affecter les marges et les ratios cours-bénéfices, ce qui constitue un risque à fort impact à surveiller et qui est susceptible d'affecter les prix. Nous recommandons donc aux investisseurs de maintenir leurs couvertures pour préserver l'exposition aux actions.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les disparités dans le crédit vont s'accroître, à mesure que les entreprises saines deviennent plus chères et que les entreprises de qualité moindre deviennent moins chères. La sélectivité sera donc de mise et les cas idiosyncrasiques seront nombreux

Rendements corrigés de l'inflation grâce à la sélection crédit

L'endettement élevé, aggravé par la réponse budgétaire à la crise du Covid, combiné à la réouverture des économies, aux pénuries d'approvisionnement et à la démographie, pousse l'inflation à la hausse. Si la répression financière (emprunts publics à des taux inférieurs à ceux du marché) fonctionne lorsque l'inflation est sous contrôle, elle pourrait désormais être un problème pour la valeur des actifs. Certaines banques centrales qui ont maintenu des taux bas se rendent compte que l'inflation n'est pas transitoire. Nous pensons que la Fed et la BCE vont probablement réduire leurs achats d'actifs, mais qu'elles s'abstiendront de prendre des mesures trop extrêmes, même si certaines politiques peuvent être asynchrones. La liquidité restera globalement élevée. Les investisseurs devraient rester actifs et revenir sur une position de durée longue malgré les récents mouvements à la hausse des rendements. **En matière de crédit, la dette subordonnée et les obligations émergentes offrent des rendements réels convenables, mais il convient de rester attentif aux niveaux d'endettement et d'examiner de plus près les cas d'investissement dans un contexte de valorisations serrées.**

Obligations mondiales et européennes

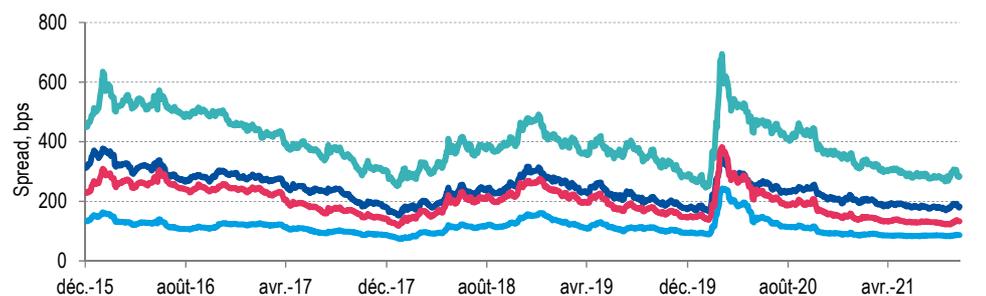
Nous restons prudents, mais actifs sur la durée aux États-Unis, l'Europe core et semi-core et le Royaume-Uni, mais positifs sur les obligations d'État chinoises. Nous percevons à présent un potentiel de pentification au Canada et d'aplatissement en Australie. Nous maintenons notre opinion positive de la dette périphérique (ajustement

marginal), car l'Italie offre un bon compromis risque/rendement. Concernant le crédit, les fondamentaux continuent de s'améliorer, bien qu'à un rythme plus lent et nous ne voyons pas d'augmentation des situations de détresse ou des défauts, tandis que le portage reste correct. Il convient de faire preuve de plus de sélectivité pour identifier les entreprises capables de répercuter les hausses de prix sur les consommateurs. Nous sommes, en revanche, prudents sur la dette à long terme (risque de durée) et privilégions les échéances plus courtes. Nous sommes constructifs sur les entreprises moins bien notées, mais cherchons un équilibre avec les entreprises offrant un potentiel de rendement supplémentaire pour jouer la carte de la compression. Nous sommes également constructifs sur les financières subordonnées HY et IG. **L'intensité carbone et les performances ESG sont des facteurs clés à surveiller.** La crise énergétique conforte notre point de vue selon lequel les investissements dans les technologies à faible intensité carbone doivent s'accroître pour que nous puissions atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.

Obligations américaines

Nous pensons que l'inflation est un phénomène mondial à long terme, alimenté par la baisse des taux d'activité aux États-Unis, la diminution des taux de natalité en Chine et les pénuries de main-d'œuvre. Dans ce contexte, les marchés sont actuellement dans une phase attendiste, mais les rendements core devraient finir par augmenter. Nous restons sceptiques, mais flexibles sur les

Les spreads restent serrés, mais des opportunités sélectives subsistent



— IG UE — Hybrides monde hors finance — Convertibles contingents — Dette financière subordonnée UE

Source : Amundi, Bloomberg, données au 20 octobre 2021

GFI = obligations mondiales, FX MEM = devises des marchés émergents mondiaux, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devises fortes, DL = devises locales, IC = Immobilier commercial, ECO = Europe centrale et orientale, JGB = emprunts d'État japonais, EZ = zone euro, BDP = balance des paiements.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

bons du Trésor américain dans un contexte d'endettement élevé, tout en surveillant l'évolution des taux nominaux et réels. **Nous sommes en revanche constructifs sur les emprunts d'État indexés sur l'inflation, mais restons attentifs aux valorisations et à leur potentiel de hausse limité.** Les fondamentaux du crédit sont favorables et nous recommandons aux investisseurs d'être très sélectifs afin de limiter le bêta de leur portefeuille et leur exposition à l'IG de duration longue. Étant donné que les *spreads* se sont déjà resserrés cette année, nous nous concentrons sur les risques idiosyncrasiques. **Le crédit titrisé – titres adossés à l'immobilier résidentiel et crédit à la consommation – est relativement attractif** étant donné que les revenus des consommateurs sont solides. De manière générale, nous restons vigilants sur le logement et percevons du potentiel dans les prêts hypothécaires non résidentiels sélectionnés.

Obligations des marchés émergents

Si le différentiel de croissance entre les pays émergents et les États-Unis évolue en faveur des premiers, les goulets d'étranglement de

l'offre et les prix élevés de l'énergie persistent. Il convient donc de privilégier les pays où les banques centrales prennent des mesures pour maîtriser l'inflation (Amérique latine et Russie) et d'éviter ceux où ce n'est pas le cas. La Chine, qui est confrontée à des faiblesses à court terme, mais où subsistent des opportunités sélectives à long terme, constitue une troisième catégorie. Pour les obligations en devises locales, notre conviction porte sur des pays tels que la Russie. Pour celles en devises fortes, nous maintenons notre préférence pour les titres HY par rapport aux titres IG, ainsi que pour les obligations d'entreprises des pays émergents.

Devises

Nous conservons notre opinion constructive à court terme sur le dollar, compte tenu du statut de valeur refuge de la monnaie, mais nous restons vigilants, car il s'agit d'une opinion consensuelle. En ce qui concerne les devises des pays émergents, nous sommes sélectivement positifs (RUB, INR, MXN), mais estimons que le changement de ton de la Fed pourrait tempérer l'ambiance. Nous restons vigilants, notamment sur le CNY.

ACTIONS

Les marchés à l'épreuve de la crise énergétique



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les marchés récompenseront les entreprises qui ont la possibilité d'augmenter leurs prix et de préserver leurs marges par rapport à celles qui ne sont pas en mesure de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, ce qui aura une incidence sur le cours des actions

Évaluation globale

Aujourd'hui, le problème central des marchés est l'inflation et la question de savoir si les entreprises seront en mesure de résister aux pressions sur leurs marges. Ceci est particulièrement important compte tenu de la flambée des prix de l'énergie qui impacte aussi bien les entreprises que les ménages (question politiquement délicate). Nous pensons que la situation actuelle en Europe va accélérer la transition énergétique à long terme. D'autre part, les valorisations dans certains domaines semblent chères, ce qui amène à s'interroger sur la viabilité de celles-ci en cas d'inflation élevée et de hausses des taux. Du point de vue de l'investisseur, **nous pensons que le champ des possibles est large et qu'il convient donc de respecter un processus de sélection rigoureux qui privilégie les fondamentaux (qualité des bénéfices et croissance) et de jouer les rotations favorisant les actions décotées et de qualité.**

Actions européennes

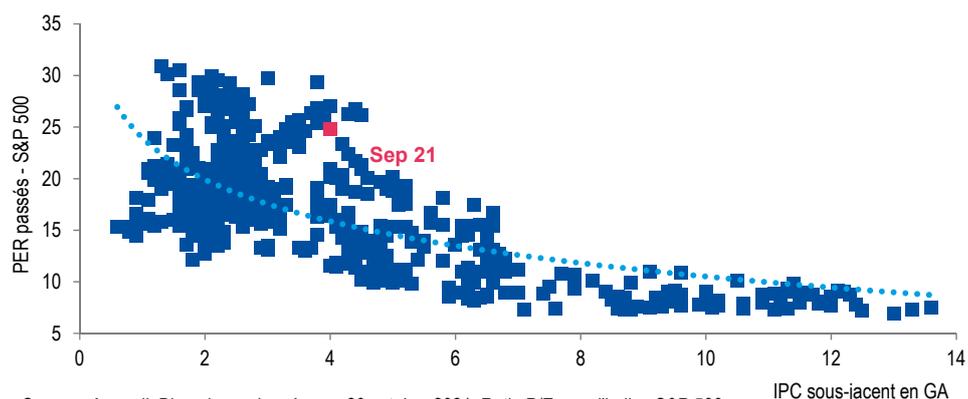
Nous conservons une position équilibrée en privilégiant un scénario de normalisation et de réouverture et mettons cette vision en œuvre par le biais d'une approche de type « barbell » avec des valeurs cycliques de qualité des secteurs de l'industrie et de la finance (value). En effet, la réouverture économique n'est pas encore pleinement prise en compte dans ces secteurs et les valorisations sont donc sélectivement attractives. Le tableau paraît en revanche mitigé dans les secteurs de la consommation et de l'énergie. Pour ce dernier, nous sommes devenus plus prudents en

raison de la forte progression récente et nous cherchons des réponses au-delà de la saison de publication des résultats, notamment en ce qui concerne l'impact de l'investissement vert sur le paysage plus global de l'énergie verte. Nous pensons qu'il faut investir dans le secteur de l'énergie avec une approche d'amélioration ESG qui pourrait avoir un impact significatif et favoriser l'investissement dans les énergies propres. L'autre volet de notre stratégie « barbell » se compose de titres défensifs attractifs dans les secteurs de la santé et des télécoms. De manière générale, nous recherchons des opportunités présentant des profils risque/rendement robustes et évitons donc les valeurs de croissance chères.

Actions américaines

Même si elle atteint un pic au cours des prochains trimestres, l'inflation risque de peser sur la valorisation des actions. Il est donc nécessaire pour les investisseurs de protéger leurs portefeuilles contre la hausse des prix. Outre les effets de base et les prix de l'énergie, un aspect essentiel qui pousse l'inflation à la hausse est la croissance des salaires, un phénomène qui se développe depuis un certain temps déjà (démographie, démondialisation, Chine). Nous pensons que les actions décotées permettent la création de portefeuilles résistants à l'inflation, mais celles-ci exigent une sélection rigoureuse. **Les valeurs énergétiques et financières présentent un potentiel intéressant.** En tant qu'investisseurs, si nous sommes déterminés à éliminer progressivement le charbon et le pétrole de la production d'énergie, notre capital devrait être orienté vers les entreprises qui accompagneront cette transition, tout

Les valorisations élevées au défi de la hausse de l'inflation



ACTIONS

en bénéficiant de celle-ci. Nous pensons que c'est la seule solution pour parvenir à la neutralité carbone d'ici 2050. En outre, nous nous intéressons aux valeurs financières, notamment les banques, qui rémunèrent activement les actionnaires par des rachats et des dividendes. Nous réduisons d'autre part la cyclicité dans les secteurs mondiaux affectés par le risque de hausse des prix de la logistique et des intrants. Nous évitons les actions de croissance coûteuses et les actions décotées en détresse et privilégions la valeur relative.

Actions émergentes

Les valorisations relatives attractives et la diminution des effets du Covid sont des

facteurs importants en faveur des actions émergentes. Il existe toutefois certains risques, comme la fragilité à court terme de la Chine et quelques situations idiosyncrasiques, notamment dans les pays d'Amérique latine. Nos principales convictions sont la Russie (exportatrice d'énergie et de matières premières) et l'Inde (consommation intérieure, bénéficiaire de la situation en Chine), tandis que sur le plan sectoriel, nous privilégions les biens de consommation discrétionnaire et les services de communication, en maintenant notre tendance à privilégier les valeurs décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Après la communication de la Fed fin septembre sur la réduction de ses achats d'actifs, les prévisions d'inflation et les rendements obligataires se sont renforcés et le thème de la réouverture a repris ses droits en termes de performance relative. Toutefois, compte tenu de la forte inflation, les investisseurs doivent protéger leurs portefeuilles contre la hausse des prix. Il convient également de rester attentif à la volatilité liée au plafond de la dette et aux hausses d'impôts. Nous estimons que tout en restant globalement neutre sur les actions, il convient de se concentrer davantage sur les fondamentaux, car les valorisations restent élevées.
	Actions US Value	+		La récente hausse des rendements core s'est accompagnée d'une poussée inflationniste. Nous pensons que les actions décotées (financières, énergie) constituent un moyen efficace de protéger les portefeuilles contre l'inflation, en particulier dans le cas d'entreprises de qualité disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix. La décote entre les titres value et growth est importante, mais les rendements à long terme dans ce domaine seront davantage déterminés par la sélection des titres.
	Actions US Croissance	-		Nous pensons que les valorisations actuelles ne sont pas cohérentes avec les anticipations d'inflation élevée et, par conséquent, de taux (réels) plus élevés, ce qui pourrait mettre au défi les valorisations excessives. À mesure que nous progressons sur ce front, les valeurs de croissance dont les prix reposent sur de faibles taux d'actualisation devraient connaître une certaine volatilité, justifiant ainsi un positionnement défensif.
	Europe	=		La reprise économique se poursuit en Europe dans un contexte de flambée des prix de l'énergie, mais les valorisations sont extrêmes dans certains segments et ne sont pas justifiées compte tenu de l'inflation élevée, qui pousse les entreprises à absorber les coûts, ce qui affecte leurs marges. Toutefois, face à la forte disparité des valorisations, les investisseurs doivent privilégier la sélection et explorer les valeurs décotées et de qualité capables de résister aux pressions sur les prix grâce à un fort pouvoir de fixation des prix ou à une position dominante sur le marché au-delà de l'actuelle saison de publication des résultats.
	Japon	=		Étant donné que le Japon est un marché plus cyclique, les actions devraient rester soutenues par un rattrapage des bénéfices à mesure que les nouveaux cas de Covid reculent et que la réouverture se poursuit. Un affaiblissement du yen devrait favoriser cette évolution.
	Marchés émergents	=		Nous pensons que la sélection est de mise dans les pays émergents et qu'ils ne doivent plus être considérés comme un « bloc unique ». Pour l'avenir, la normalisation des bénéfices et les progrès en matière de vaccination offrent un tableau encourageant pour les pays émergents, mais certains risques idiosyncrasiques existent. En ce qui concerne la Chine, une certaine faiblesse de la croissance et de potentielles mesures réglementaires nous incitent à la prudence à court terme, mais les perspectives à long terme sont bonnes, le pays s'engageant sur la voie d'une croissance plus équilibrée et de qualité. Nous privilégions des pays comme la Russie, en raison de la vigueur de ses exportations, et l'Inde, en raison du potentiel de sa demande intérieure.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les rendements core ont augmenté après les déclarations de la Fed concernant une réduction de ses achats d'actifs lors de la réunion du FOMC de septembre. L'inflation reste néanmoins élevée, tandis que les contraintes d'approvisionnement persistent. Nous pensons que les bons du Trésor américain pourraient être sous pression, mais le risque que l'inflation fasse dérailler la reprise fait que les banques centrales pourraient chercher à éviter tout durcissement significatif. Nous sommes donc prudents sur la durée, mais restons flexibles. Les emprunts d'État indexés sur l'inflation offrent des rendements protégés contre l'inflation, mais leur valorisation pose problème.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Les fondamentaux du crédit sont constructifs, mais nous explorons la classe d'actifs à travers un prisme très sélectif qui nous permet de limiter notre bêta et notre exposition à la dette de durée longue. Nous sommes également attentifs aux risques liés à la hausse des rendements core en ce moment. Les crédits titrisés et les prêts hypothécaires sont attractifs en raison des revenus élevés des consommateurs et de leur épargne importante, mais nous restons vigilants sur les marchés du logement compte tenu de la réduction à venir des achats d'actifs de la Fed.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous nous dirigeons vers une phase où la directionnalité du marché jouera un rôle de moins en moins important dans la génération des rendements. Bien que ce segment offre un bon potentiel de portage et que les fondamentaux soient favorables, nous nous appuyons de plus en plus sur la sélection pour séparer le bon grain de l'ivraie et éviter les zones très endettées.
	Govies Europe	-/=		L'inflation est élevée sur fond de goulets d'étranglement de l'offre et de pressions liées à la situation énergétique, ce qui se traduit collectivement par une hausse des rendements. Bien que la BCE ait évoqué un certain ralentissement de ses achats d'actifs, nous pensons qu'elle s'efforcera de maintenir des conditions financières accommodantes. Nous restons donc défensifs et agiles sur les obligations d'État européennes core et semi-core. En revanche, pour ce qui est de la dette périphérique, nous sommes positifs du fait de la reprise économique et du soutien du fonds Next Gen EU, mais nous continuons à surveiller les risques politiques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Les fondamentaux continuent de s'améliorer, bien qu'à un rythme légèrement plus lent et la liquidité reste élevée. Nous augmentons toutefois la sélectivité dans nos portefeuilles pour rechercher les entreprises capables de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Nous privilégions la dette à plus courte échéance et les entreprises notées BBB tout en évitant les entreprises mieux notées qui pourraient s'engager dans des projets de fusion-acquisition improductifs ou alourdir leur dette.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous ne pensons pas que ce soit le moment de procéder à une réduction structurelle du risque, mais nous restons prudents vis-à-vis de la dette à long terme et préférons jouer la carte de la compression des <i>spreads</i> . La dette financière subordonnée est un thème fort dans l'ensemble du crédit grâce à son rendement attractif, mais nous veillons à maintenir un équilibre d'ensemble entre rendement élevé et qualité.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		L'amélioration des balances courantes et le différentiel de croissance entre les ME et les MD sont des éléments positifs. Nous continuons de privilégier la dette en devises fortes et maintenons notre biais pour le HY par rapport à l'IG dans les pays bénéficiant de fondamentaux solides et de prix de matières premières plus élevés.
	Émergents Dette en devise locale	=		Le renforcement du dollar à court terme et la possibilité d'un durcissement dans les pays développés constituent un défi naturel pour la dette en devises locales, d'où la nécessité d'être sélectif. Nous nous concentrons sur des pays comme la Russie, où le resserrement monétaire est presque terminé. En Asie, la PBoC s'efforcera d'éviter tout débordement sur le reste de l'économie.
AUTRES	Matières premières			Si les prix du gaz naturel ont augmenté en raison des déséquilibres entre l'offre et la demande en Europe et en Asie, ils ne sont pas pour autant hors de contrôle. Un excédent net mondial est à prévoir sur le long terme. L'OPEP devrait augmenter sa production de pétrole pour éviter que la demande mondiale ne soit pénalisée. L'or pourrait connaître une certaine volatilité (normalisation de la politique de la Fed), mais reste un bon moyen de diversifier son portefeuille.
	Devises			Les divergences de politique monétaire et le ralentissement de la croissance mondiale devraient être positifs pour l'USD (portage de haute qualité) par rapport aux devises à faible rendement comme l'EUR, le CHF et le JPY, mais la devise américaine devrait toutefois se stabiliser par rapport aux devises cycliques à haut rendement. À plus long terme, le déficit et la dette élevés des États-Unis sont susceptibles de pénaliser le billet vert.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 26 octobre 2021, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise de bonne qualité, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

Amundi Research Center



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

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

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 28 octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation 2 novembre 2021.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

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

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

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

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

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit