

CIO VIEWS

Les 3D des marchés: Delta, Décélération et Divergences



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Les marchés actions sont restés dynamiques au cours des dernières semaines, malgré quelques difficultés (réglementation chinoise, crise afghane), portés essentiellement par d'exceptionnelles saisons de publications des résultats aux États-Unis et en Europe. **Nous voyons trois grands thèmes pour l'avenir : la propagation du variant Delta, la décélération de la croissance économique par rapport à son pic et les divergences entre politiques.** Pour ce qui est du premier D, celui de *Delta*, la recrudescence des cas de Covid-19 aux États-Unis et en Europe a été un sujet majeur et marque le retour des transactions dites « de confinement » qui pénalisent les actions des secteurs du voyage et des loisirs et favorisent les entreprises plus défensives. Nous pensons que le marché est probablement allé un peu trop loin dans la prise en compte des risques de reconfinement, ce qui pourrait créer des opportunités dans les secteurs les plus touchés.

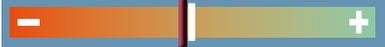
La crainte de propagation mondiale du variant Delta chevauche le second D de Décélération de la croissance économique qui est déjà en cours tant aux États-Unis qu'en Chine. La zone euro, en revanche, poursuit sa progression, avec un pic probable au cours d'un des deux prochains trimestres. Cette croissance est soutenue par les pays périphériques, dans un contexte inflationniste qui reste plus favorable que celui des États-Unis. Tous ces éléments se traduisent par le D de *Divergence* des politiques monétaires entre les États-Unis, la Chine et la zone euro. Aux États-Unis, l'accélération de la reprise du marché de l'emploi, conjuguée à une hausse de l'inflation, ouvre la voie à des discussions sur une réduction des dispositifs de soutien, tandis que la Chine semble privilégier une politique d'assouplissement et que la BCE reste accommodante dans l'ensemble. Par ailleurs, le volet budgétaire pourrait jouer en faveur de la zone euro dans les prochains mois, alors qu'aux États-Unis, la plupart des mesures budgétaires ont déjà été déployées et que le plan d'infrastructure prendra des années avant d'être mis en œuvre.

Les 3D constituent désormais un terrain fertile pour un retour de la volatilité de marché, qui déclenchera une pause dans la reprise des actions et de la valeur relative. Les investisseurs devront, par conséquent, s'en tenir à quelques convictions essentielles :

- **Il est judicieux, tout en restant globalement neutre sur les actions, de disposer d'une couverture.** Compte tenu des taux réels négatifs des obligations, les actions restent une alternative incontournable et d'autant plus si les rendements obligataires augmentent moins que l'inflation, influencée par l'action politique, et que les dividendes restent solides. À court terme, il est conseillé de faire preuve de prudence et de mettre en place des couvertures en cas de dégradation rapide des conditions économiques due à l'évolution du virus. De plus, on peut penser que l'extraordinaire croissance des bénéfices enregistrée cette année ne se répétera pas. Les entreprises ont globalement pu répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, mais si, comme nous le pensons, l'inflation est moins temporaire que prévu, une hausse des salaires suivra. Cela ne s'est pas encore concrétisé. Au niveau régional, nous gardons un positionnement neutre, mais considérons qu'en termes de valorisations, l'Europe est plus attractive, car elle n'a pas encore atteint son pic de croissance et qu'elle continue à bénéficier du soutien de l'action politique.
- **Biais intact pour les actions décotées, malgré les faiblesses estivales.** Les investisseurs ne s'étant pas positionnés sur les actions décotées en novembre dernier disposent d'une nouvelle fenêtre de tir pour s'engager sur ce thème pluriannuel. La première phase correspondait principalement à une opportunité cyclique. Cette deuxième phase pourrait être plus favorable aux entreprises sensibles aux taux d'intérêt (banques/finance) ainsi qu'à celles dont les valorisations sont attractives (énergie aux États-Unis).
- **Un positionnement court sur la durée reste de mise côté obligataire.** La quête de revenu continue de privilégier l'Europe périphérique, le crédit IG et HY mondial, ainsi que les obligations chinoises. Les niveaux d'endettement sont à surveiller en matière de crédit et doivent être appréhendés dans une perspective de hausse des taux. La sélectivité au niveau des entreprises reste donc primordiale.
- **Nous restons globalement neutres sur les actions des pays émergents, mais nous percevons certaines divergences.** À court terme, nous sommes plus prudents vis-à-vis de la Chine en raison des évolutions réglementaires, tandis que nous sommes constructifs vis-à-vis de l'Inde et du Brésil, où le pire de la crise du Covid est probablement derrière nous. Pour ce qui est de la Chine, nous conservons notre opinion positive à long terme et pensons que le trou d'air récent a ouvert des opportunités intéressantes. Les investisseurs pourraient profiter

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Légèrement plus prudent sur les actifs risqués, car les valorisations sont chères dans un contexte de ralentissement de la croissance cyclique et de la demande par rapport au pic, d'inflation élevée et de variant delta.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Neutre à court terme sur les actions ME et chinoises.
- ▶ Prudence accrue dans la sélection crédit aux États-Unis

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

CIO VIEWS

de la correction pour renforcer leur allocation aux actions chinoises dans les portefeuilles mondiaux et gérer la phase actuelle en se concentrant davantage sur les secteurs qui sont protégés par les modifications réglementaires, comme les valeurs liées aux biotechnologies et aux énergies propres. En ce qui concerne les obligations émergentes, un moteur essentiel de revenu, la prudence reste de mise. La perspective de réduction des achats d'actifs par la Fed nous incite à la prudence sur la duration, en privilégiant le HY, ainsi que sur certains cas idiosyncrasiques où le risque politique doit faire l'objet d'une surveillance (Cambodge, Thaïlande, Pérou, Chili, Brésil).

En conclusion, nous rappelons le besoin de vigilance, mais sans pour autant tomber dans un pessimisme excessif. Les marchés compensent les résultats économiques peu reluisants en prenant en compte l'action politique. Cela signifie que les dossiers d'investissement doivent être examinés de près, car, au vu des valorisations actuelles, les marges d'erreur sont faibles.

MACRO

Chine : perspectives à court et moyen terme



Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche Stratégie
Macroéconomique

Le récent fléchissement des chiffres entraînera un assouplissement de la position des responsables politiques qui, à long terme, visent une société socialiste moderne, où les gains économiques et la richesse sont répartis de manière plus équitable

Révision à la baisse de la croissance : les données mensuelles de juillet signalent un important ralentissement économique en Chine. La production, la consommation et les investissements ont tous trois déçu. Ce ralentissement est principalement imputable à une diminution d'ensemble des politiques de soutien et à un durcissement au niveau sectoriel. Les indicateurs du logement ont sensiblement baissé en juillet, les investissements immobiliers enregistrant une croissance très faible, proche de leur niveau d'avril 2020 (1,2 % en glissement annuel en juillet). Par ailleurs, les risques liés au variant Delta apparaîtront probablement plus clairement dans les chiffres de la consommation du mois d'août, étant donné le renforcement des mesures de distanciation sociale depuis la fin juillet. Nous avons par conséquent revu à la baisse nos prévisions de croissance pour les troisième et quatrième trimestres, les ramenant de 7 % et 5,1 % à 6,4 % et 4,7 % (en glissement annuel) dans l'anticipation d'une croissance séquentielle bien plus lente au troisième trimestre. Ceci amène nos **prévisions de croissance annuelle pour 2021 d'une fourchette de 8,6 à 9,2 % à une fourchette de 8,4 à 9,0 %, la croissance pour 2022 étant maintenue inchangée dans une fourchette de 5,1 à 5,7 %.**

Virage plus accommodant de la politique : compte tenu de l'affaiblissement de la dynamique de croissance et des risques d'inflation, le positionnement de la politique chinoise devrait devenir plus

accommodant. Cela étant, nous pensons que **l'assouplissement politique viendra du côté du crédit et du budget**, la PBoC conservant une attitude accommodante en matière de liquidité, mais sans baisse de taux (les anticipations de baisse du ratio des réserves obligatoires [RRR] au quatrième trimestre 2021 sont de plus en plus fortes). Pour l'heure, une baisse des taux ne serait pas d'un grand secours si le contrôle des circuits de crédit reste aussi strict et qu'un assouplissement complet de la politique n'est pas envisagé. Jusqu'ici, le rationnement du crédit par le haut et le durcissement sectoriel ont été les principaux problèmes, les liquidités étant dirigées vers le secteur manufacturier, or les dépenses d'investissement de ce secteur ne suffisent pas à compenser le ralentissement des secteurs de l'infrastructure et du logement. Un virage plus accommodant d'une combinaison d'outils politiques devrait permettre un assouplissement du crédit et une stabilisation de l'impulsion du crédit : les dépenses budgétaires devraient augmenter par le biais d'une hausse des émissions mensuelles d'obligations d'État locales (probablement en août, septembre et décembre), tandis que le resserrement des dépenses extrabudgétaires (véhicule de financement des gouvernements locaux et entreprises publiques locales) devrait se poursuivre. **En matière de politique monétaire**, la PBoC devrait maintenir une position accommodante sur la liquidité, sans baisse de taux, le refinancement de la facilité de prêt à moyen terme (MLF) restant généreux,

| Chine : les 3 piliers pour une prospérité commune | |
|---|--|
| Croissance de qualité | Doublement du PIB en 2035 par rapport à 2021. Diminution progressive du PIB : 5,5 % (2022-2025), 4,0 % (2031-2035) |
| | Circulation intérieure : réformes et augmentation de la productivité : (L Challenge) pic démographique en 2026. Relance de la fécondité, investissement dans le capital humain. (K challenge) Transition verte : neutralité carbone en 2060, efficacité du crédit. |
| Répartition des richesses | Circulation extérieure : équilibre entre ouverture et sécurité (chaînes d'approvisionnement indépendantes et sécurisées, libéralisation des marchés financiers pour accompagner la « nouvelle route de la soie », internationalisation du RMB). |
| | Part élevée des revenus moyens : redistribution par le biais de la fiscalité (propriété, héritage, gains en capital), de la sécurité sociale, des donations. |
| | Transformation du secteur privé : couverture des lacunes réglementaires, RSE, lutte contre les monopoles, la concurrence déloyale et la corruption. |
| Correction des déséquilibres entre zones rurales et urbaines et entre régions : hausse du revenu des ménages ruraux, droits d'utilisation des sols. | |
| Désamorçage des risques financiers | |

Source : Constitution du PCC, Xinhua, Recherche Amundi. Août 2021.
RRR = ratio des réserves obligatoires, RMB = Renminbi.

MACRO

à peine inférieur aux montants arrivant à échéance et avec une baisse supplémentaire du RRO, probablement annoncée fin octobre/début novembre, compte tenu du calendrier d'échéance des facilités de prêt à moyen et long terme. Il est peu probable que les changements réglementaires soient interrompus, mais on s'attend à ce qu'ils soient plus espacés et étalés sur un horizon plus long. Le resserrement du marché immobilier devrait se poursuivre.

Perspectives à moyen terme : en vue de construire un grand pays socialiste moderne d'ici 2049, la Chine a défini plusieurs piliers et la croissance du PIB reste un objectif important. La Chine entend doubler son PIB en 2035 par rapport à 2021, ce qui implique un taux de croissance annuel du PIB qui diminue progressivement au cours des deux prochaines décennies, passant de 5,5 % à 4 % en glissement annuel. Le passage à une croissance de meilleure qualité exige un investissement dans le capital humain, la population devant atteindre son pic en 2026 (selon les estimations d'Amundi), mais aussi une transition écologique, avec un pic des émissions de carbone en 2030 et une

meilleure distribution du crédit. L'ouverture de la Chine doit être sécurisée par une chaîne d'approvisionnement indépendante et un marché financier de plus en plus significatif au niveau mondial (nouvelle route de la soie, internationalisation du RMB). **Le deuxième pilier concerne la répartition des richesses**, avec une hausse de la part des revenus moyens grâce à la redistribution des impôts, une réduction des déséquilibres entre zones urbaines et rurales et entre régions et un renforcement des réglementations (lutte contre les monopoles et la corruption). **Troisièmement, pour développer un mécanisme de crédit plus efficace et un marché financier ouvert, il est essentiel de désamorcer les risques financiers.** De premiers effets sont déjà visibles avec l'augmentation du nombre de défauts : les grandes entreprises publiques font désormais la une des journaux et testent le programme de réduction des risques financiers. La façon dont Pékin se comportera à l'égard des entreprises publiques en difficulté, dont le risque financier pourrait atteindre des niveaux systémiques, donnera une idée claire de l'engagement du gouvernement à l'égard de son programme et de sa tolérance au risque.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Prudence accrue sur fond de complaisance des marchés



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Nous conservons des portefeuilles sensibles aux actifs risqués, mais constatons une stabilisation de la dynamique économique. Il convient donc de maintenir les couvertures et de rester actif

Tandis que nous surveillons la prochaine séquence de croissance économique et d'inflation, il semble que l'activité mondiale soit stable grâce au soutien politique des gouvernements. Nous conservons donc un positionnement neutre sur les actifs risqués, mais continuons à surveiller la décélération de l'activité économique, les tensions en Afghanistan et les élections en Europe. En outre, certains segments semblent menacés par le mouvement de reflation, tandis que d'autres restent résilients, les intervenants du marché étant convaincus que les banques centrales interviendront si nécessaire. Ce n'est donc pas le moment de modifier ses convictions fondamentales, mais de redoubler de vigilance, car les valorisations des actions et des obligations sont assez élevées. **Ainsi, avec une vision globalement neutre des actifs risqués, nous pensons qu'il est important de maintenir les couvertures des expositions aux actions.**

Des idées à conviction forte

Nous maintenons une position globalement neutre sur les actions et une approche procyclique, en surveillant les principales évolutions, notamment aux États-Unis, en Europe et en Chine. L'inflation reste un sujet clé et le moral des consommateurs et les données font état d'une certaine faiblesse. Pour autant, un changement de positionnement n'est pas nécessaire, mais cela souligne à quel point la vigilance et la sélectivité sont importantes, car le niveau de croissance économique pourrait s'avérer moins favorable pour les actifs risqués, ce qui n'est pas encore pris en compte dans les cours. Pour ce qui est des marchés émergents, notre opinion est neutre. Nous avons revu à la baisse notre position sur les actions chinoises, qui était auparavant légèrement positive, car

nous tenons compte des conséquences des mesures réglementaires prises pour atteindre les objectifs sociaux du gouvernement. Un autre aspect est la relation géopolitique entre les États-Unis et la Chine et les problèmes de liquidité qui en découlent lorsqu'on investit en Chine. Toutefois, à long terme, ces mesures pourraient être bénéfiques et offrir de bons points d'entrée.

En ce qui concerne l'obligataire, nous pensons que le niveau actuel des rendements core n'est pas cohérent avec nos perspectives d'inflation plus élevée, ce qui nous amène à **rester prudents sur la durée aux États-Unis (bons du Trésor à 10 ans) et sur les pays du cœur de l'Europe,** compte tenu de nos prévisions de hausse des taux et de reprise économique. Il convient néanmoins de rester actif et d'adapter ses positions si le sentiment évolue.

La valeur relative de la dette périphérique européenne, qui donne l'avantage aux BTP à 30 ans face au Bund, est attractive en raison du rebond des prévisions pour l'Italie et du soutien continu de la BCE.

Les opportunités de revenu et de diversification mondiale offertes par la dette locale du gouvernement chinois sont toujours d'actualité, car le pays continue de proposer des rendements réels attractifs. Les marchés de la dette de Chine devraient bénéficier de la montée en puissance du poids économique et géopolitique du pays, de leur intégration dans les indices mondiaux et de l'effet positif qui en résulte sur les flux entrants, notamment ceux des investisseurs passifs, en dépit des récentes mesures réglementaires. Nous gardons un avis neutre sur les *spreads* EMBI.

Dans un contexte marqué par le volume élevé de dette à rendement négatif, le crédit offre un certain répit. Les indicateurs

Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer. BoE = Banque d'Angleterre, ME = marchés émergents, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banque centrale, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

de crédit s'améliorent pour l'IG en euros, alors même que la classe d'actifs présente un potentiel de portage du fait du soutien de la BCE. Mais la sélectivité est de mise, car les valorisations sont serrées. Le HY en euros offre également du potentiel grâce à l'amélioration des perspectives de défaut sur fond de reprise économique.

Lorsque les risques sont asymétriques et l'incertitude élevée, la valeur relative est la seule valeur qu'il reste à explorer. Pour nous, le marché des changes est un terrain de jeu permettant de déployer des stratégies à long terme et des stratégies tactiques. En ce qui concerne les premières, nous tablons sur une poursuite de la reprise et sommes optimistes quant au potentiel de portage de la couronne norvégienne, de la livre sterling et du dollar américain par rapport à l'euro et au yen. Nous observons, en revanche, certains obstacles qui pourraient affecter le dollar canadien, ce qui nous amène à le revoir à la

baisse par rapport au franc suisse. En outre, la dynamique actuelle que nous observons sur les marchés obligataires, en particulier aux États-Unis, ne favorise pas une vision négative du franc suisse. Pour ce qui est des devises émergentes, nous continuons à privilégier le real brésilien par rapport à l'euro en raison de l'amélioration des taux de vaccination, de la croissance économique et de la hausse potentielle des taux.

Risques et couvertures

Nous percevons des risques liés au variant Delta et à d'éventuelles vagues épidémiques additionnelles après l'été, auxquels s'ajoute la question de l'Afghanistan et de son impact sur les portefeuilles. Il convient donc de conserver des couvertures au moyen de dérivés pour protéger l'allocation en actions des pays développés, car les marchés valorisent la perfection.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous constatons une évolution du contexte de marché qui après avoir été caractérisé par la « dominance de l'inflation » est désormais marqué par la « décélération de la croissance ». Cela ne signifie pas que l'inflation a disparu, mais traduit un déplacement des craintes du marché vers la phase d'après

Divergence entre rendements nominaux et inflation

La propagation des variants, les inquiétudes exagérées au sujet de la croissance et les politiques monétaires non conventionnelles sont les principales causes de la chute des rendements core et de leur divergence avec les chiffres réels de l'inflation. Malgré un certain ralentissement de la dynamique économique, la croissance reste forte et n'est pas en train de s'effondrer. D'un autre point de vue, la politique monétaire a aggravé les inégalités en affectant les revenus réels disponibles des travailleurs et en augmentant le patrimoine des plus riches. La croissance des salaires pourrait accentuer la pression sur l'inflation. À mesure que les plans de réduction des dispositifs de soutien de la Fed se précisent, les rendements devraient augmenter, de façon non linéaire. En outre, lorsque les marchés seront convaincus que l'inflation n'est pas seulement « transitoire », la divergence entre les rendements et l'inflation devrait s'atténuer. Nous restons prudents sur la duration et positifs vis-à-vis du crédit, tout en étant conscients que la sélectivité sur le crédit doit être renforcée.

Obligations mondiales et européennes

Nous restons prudents sur la duration des bons du Trésor américain et des obligations européennes core (et semi-core), mais nous restons actifs. L'évolution de la courbe des taux américains étant incertaine, nous recommandons une exploration active des opportunités sur l'ensemble de la courbe afin de tirer parti de tout mouvement tactique. Nous percevons en Europe des opportunités de pentification le long de la courbe. Nous

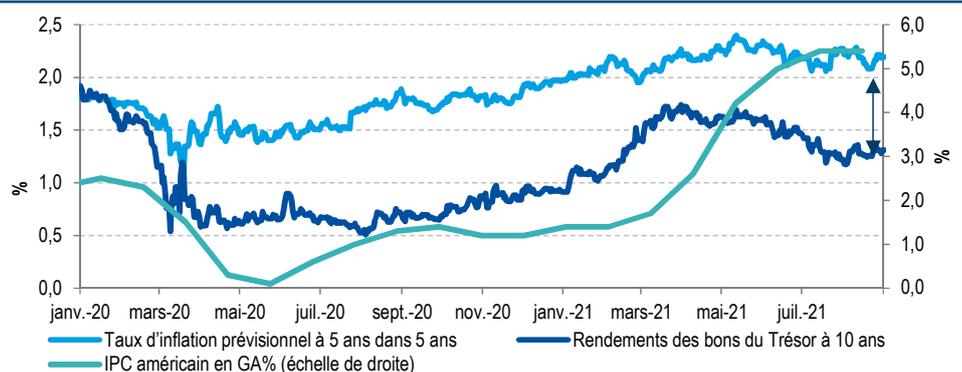
restons néanmoins constructifs sur la dette périphérique italienne, compte tenu des perspectives de reprise. En ce qui concerne l'inflation, nous sommes optimistes vis-à-vis des États-Unis et de l'Europe.

Le contexte du crédit s'améliore grâce aux bons résultats des entreprises et à l'amélioration des indicateurs et des conditions financières. Nous restons constructifs sur les titres IG (BBB) et HY (étoiles montantes), ainsi que sur la dette subordonnée. Nous privilégions les obligations à plus courte échéance et celles dont les prix ne seront que peu affectés par l'augmentation des rendements core. Cependant, l'incertitude persiste. C'est pourquoi la sélectivité nous semble primordiale et celle-ci sera d'autant plus efficace qu'elle se fera à travers le prisme ESG, non seulement en raison des réglementations à venir, mais aussi en raison de certaines rotations importantes favorisant l'ESG.

Obligations américaines

Nous sommes bien conscients du léger ralentissement de la dynamique, pour autant, nous insistons sur le fait qu'une grande partie de l'activité économique reste solide sur fond de progression des taux de vaccination (approbation du vaccin Pfizer). Nous conservons notre biais défensif sur les bons du Trésor américain, avec une vision flexible et tactique basée sur la volatilité du marché et les indications de la Fed quant à ses plans de réduction des dispositifs de soutien. Nous continuons également à anticiper une pentification de la courbe dans un contexte d'augmentation des émissions et de régime d'inflation à long terme. Les obligations indexées sur l'inflation, dont les rendements

Inflation et rendement des bons du Trésor US



Source : Amundi, Bloomberg au 26 août 2021. Les données d'IPC sont mensuelles

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

sont liés aux taux réels, semblent toutefois attractives. **Nous sommes optimistes sur le crédit**, mais prudents sur le bêta et les secteurs où les valorisations sont les plus tendues. Il convient en outre de détenir des titres de dette à court terme et de se concentrer sur les facteurs idiosyncrasiques, où la sélection conditionne les rendements. Le crédit HY sélectionné est bon dans une perspective de portage. D'autre part, les marchés hypothécaires restent solides grâce à la vigueur des revenus des consommateurs et du soutien de la Fed.

Obligations des marchés émergents

Compte tenu de notre positionnement globalement souple, nous privilégions la dette en devise forte avec un biais sélectif pour le HY. Nous restons néanmoins globalement défensifs sur la durée, prudents sur les devises (craintes liées

à la réduction du soutien de la Fed), en nous intéressant de manière sélective aux devises à haut rendement. Nous surveillons la recrudescence des cas de Covid en Asie, en adoptant un positionnement prudent sur le CNY, mais constructif sur les obligations chinoises, compte tenu des inquiétudes liées au ralentissement de la croissance dans le pays.

Devises

Nous recommandons aux investisseurs d'affiner leurs convictions, notamment sur le dollar, mais de rester positifs en raison du durcissement de la position de la Fed. Nous sommes également sélectivement prudents sur les devises liées aux matières premières en raison de corrélations faibles avec les prix des matières premières. Nous avons, en revanche, revu à la hausse notre opinion sur la livre turque et le real brésilien

ACTIONS

La prudence est de mise, car les marchés valorisent la perfection



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Bien que la croissance reste forte, certains obstacles se profilent à l'horizon : dynamique en baisse par rapport aux niveaux élevés actuels et inflation. Il convient d'éviter les segments où les valorisations sont excessives

Évaluation globale

Les marchés actions ont été portés par des bénéfices soutenus par rapport au passé et par des espoirs nourris, notamment en ce qui concerne les valeurs cycliques. Les entreprises compensent le coût des matières premières par des hausses de prix, pour autant, certaines inquiétudes subsistent, en raison de l'impact du variant delta, de la croissance et de l'inflation sur le redémarrage économique. En effet, l'inflation impacte les revenus réels disponibles, notamment aux États-Unis, ce qui pourrait provoquer des pressions à la hausse sur les salaires.

Nous continuons donc à privilégier les entreprises capables de maintenir leurs marges en répercutant le coût des intrants sur les consommateurs. Dans l'ensemble, nous pensons que les bénéfices ont encore une certaine marge de progression, mais les valorisations (PER) pourraient à l'avenir revenir à des niveaux plus raisonnables, les gagnants étant les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix.

Actions européennes

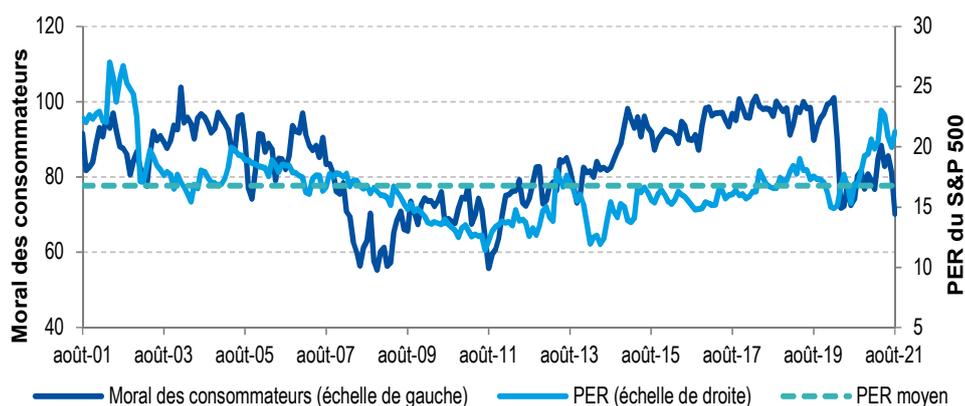
Nous gardons une approche équilibrée, en nous concentrant sur la sélection des titres et sur les entreprises présentant des modèles économiques et des prix solides. Nous observons de fortes disparités entre les secteurs, les valeurs financières (banques) étant très attractives et dégagant des bénéfices importants. Nous sommes neutres sur les valeurs énergétiques, malgré leurs valorisations attractives, mais pensons que la réglementation pourrait favoriser les énergies renouvelables afin d'aider l'Europe à

atteindre ses objectifs d'émission de carbone. Nous sommes également constructifs sur les valeurs industrielles. Nous nous intéressons par ailleurs aux secteurs défensifs, tels que les télécommunications et la santé. Nous restons en revanche prudents sur les secteurs de la technologie et des produits discrétionnaires en raison de valorisations moins attractives et de préoccupations quant à la demande chinoise pour les produits de luxe. D'ailleurs, sur ce dernier point, la volonté de la Chine de lutter contre les inégalités sociales pourrait avoir des répercussions à long terme sur le secteur du luxe en Europe. En termes de style d'investissement, nous privilégions les valeurs décotées et estimons que la récente pause est source d'opportunités idiosyncrasiques attractives.

Actions américaines

La progression des marges des entreprises a été exceptionnelle cette année, ce qui ne se reproduira probablement pas, le déconfinement du pays étant terminé. En revanche, la recrudescence des cas de Covid freine temporairement la dynamique, mais il est peu probable que cette reprise épidémique ait un impact important ou qu'elle entraîne un nouveau confinement du pays. **Désormais, les variables clés à surveiller sont l'inflation, les revenus réels et le moral des consommateurs, ainsi que les valorisations chères et les éventuelles hausses d'impôts.** En ce qui concerne les valorisations, nous constatons d'importantes divergences sur le marché, certains segments se négociant avec de fortes primes par rapport à d'autres, comme, notamment, le segment « value ».

Moral des consommateurs US et valorisations actions



Source : Amundi, Bloomberg, Univ. of Michigan Consumer Sentiment, dernières données mensuelles au 31 août 2021. BEst P/E.

ACTIONS

Nous sommes donc convaincus qu'éviter les entreprises endettées et de croissance spéculative peut s'avérer payant pour les investisseurs. En revanche, détenir des valeurs décotées et solides, du secteur de la finance ou de l'énergie, semble judicieux dans un contexte de hausse des rendements core. Cette rotation sera toutefois moins cyclique que par le passé et favorisera les secteurs susmentionnés, sensibles aux taux d'intérêt, par rapport aux secteurs de la consommation discrétionnaire et de l'industrie. En ce qui concerne les défensives, nous voyons quelques opportunités attractives dans le secteur de la santé, qui devrait bien se comporter après une longue période de sous-performance.

Actions émergentes

L'amélioration des taux de vaccination et les valorisations attractives devraient quelque peu soutenir les actions émergentes. Toutefois, les variants résistants aux vaccins et les mesures réglementaires de la Chine, ainsi que la politique de tolérance zéro du pays vis-à-vis du Covid, pourraient générer quelques difficultés. Nous envisageons la Russie, l'Inde et le Brésil de manière constructive. Au niveau sectoriel, nous privilégions les entreprises décotées/cycliques par rapport aux valeurs de croissance et restons positifs sur les produits discrétionnaires, notamment dans les pays où la reprise tarde à venir. Nous restons prudents sur les produits chimiques et les services financiers chinois.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|--|---------|------------------|---|
| PLATEFORME ACTIONS | États-Unis | = | | À mesure que l'inflation continue d'augmenter et que les mesures de relance budgétaire s'estompent, les revenus réels disponibles sont affectés. Les cas de Covid se multiplient en raison de la propagation des variants, mais nous pensons que cela ne provoquera pas de nouveau confinement à l'échelle nationale. Nous restons neutres et sélectifs, estimant qu'il convient de rechercher les entreprises dont le potentiel de bénéfices est durable. |
| | Actions US Value | + | | Les actions décotées ont, dernièrement, été affectées par la multiplication des cas de Covid, mais grâce aux campagnes de vaccination en cours, la reprise devrait se poursuivre, de même que la rotation vers les actions décotées. Celle-ci sera soutenue par une légère augmentation des rendements core. En revanche, la prochaine phase de la rotation reposera davantage sur la sélection et sera moins axée sur la cyclicité. |
| | Actions US Croissance | - | | La surperformance des valeurs de croissance devrait être limitée à mesure que l'économie continue de croître et que les rendements core augmentent, ce qui réduit la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Nous sommes donc prudents sur les entreprises de forte croissance et de croissance spéculative. |
| | Europe | = | | Nous avons assisté à une excellente saison de publication des résultats, malgré les attentes élevées du marché. À l'avenir, l'Europe devrait bien se comporter compte tenu de son profil cyclique (lié à la reprise) et de l'arrivée des fonds du plan Next Gen EU. Toutefois, la hausse des coûts des intrants et l'affaiblissement de la dynamique de croissance sont des risques à surveiller au second semestre. Nous recherchons donc des entreprises dotées d'un fort pouvoir de fixation des prix et de positions fortes sur le marché. |
| | Japon | = | | La nature cyclique des marchés japonais orientés vers l'export, liée à la reprise mondiale, devrait être positive, mais nous percevons certains obstacles sous la forme d'une stabilisation de la dynamique économique. |
| | Marchés émergents | = | ▼ | Les marchés émergents constituent un monde hétérogène où une sélection minutieuse est cruciale. Nous pensons que la poursuite de la croissance et des campagnes de vaccination devrait soutenir les performances dans les pays comme le Brésil et la Russie. Certains vents contraires sont toutefois présents, comme la hausse des taux américains et les inquiétudes concernant la croissance chinoise ou encore l'action réglementaire, etc. Cette dernière devrait toutefois ouvrir la voie à une diminution des risques systémiques à long terme en Chine. Dans l'ensemble, nous nous concentrons sur les entreprises décotées/cycliques avec des flux de trésorerie importants. |
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies États-Unis | - | | Même si les chiffres de l'inflation sont en phase avec les prévisions élevées, les rendements des bons du Trésor américain (nominaux et réels) restent à des niveaux bas qui ne sont pas cohérents avec l'environnement de croissance économique, la dette élevée et les déficits. Nous restons globalement prudents sur les bons du Trésor américain et gérons cette conviction de manière tactique. Pour l'avenir, nous pensons que les rendements devraient augmenter, de manière non linéaire, mais cela dépendra des programmes d'achat d'actifs de la Fed, de la communication et de la croissance future. Les obligations indexées sur l'inflation (TIPS) continuent d'offrir des rendements corrects ajustés à l'inflation. |
| | États-Unis Obligations d'entreprise IG | = | | Les tendances du crédit restent favorables, soutenues par une reprise des fondamentaux, mais nous recommandons aux investisseurs de limiter la durée dans leurs portefeuilles en se concentrant sur les titres de crédit à échéance plus courte et sur ceux qui sont les moins sensibles à une hausse des taux core. Les prêts hypothécaires d'agence offrent des rendements attractifs, mais leurs valorisations élevées exigent une approche sélective. |
| | États-Unis Obligations d'entreprise HY | = | | Les valorisations HY sont chères, mais les opportunités de sélection bottom-up existent. Étant donné que la reprise pourrait se heurter à quelques obstacles mineurs et que les faibles rendements core ont réduit les coûts d'emprunt même pour les émetteurs moins bien notés, il est essentiel de mettre l'accent sur les indicateurs de crédit et la solvabilité pour tirer parti des revenus excédentaires offerts par ce segment. |

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|---|---------|------------------|---|
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies Europe | -/= | | Nous sommes défensifs sur les obligations européennes core et semi-core dans un contexte d'amélioration de l'environnement économique, mais nous sommes conscients que la BCE maintiendra son soutien. À cet égard, nous suivons les prochaines élections françaises et allemandes, même si nous nous attendons à ce que la volatilité liée à ces événements soit faible. En revanche, la dette périphérique offre des rendements attractifs, principalement en Italie, compte tenu de ses nouvelles perspectives de croissance et de son potentiel de resserrement des <i>spreads</i> . |
| | Euro Obligations d'entreprise IG | =/+ | | L'environnement de l'IG euro demeure favorable, car les révisions à la hausse des notes sont plus nombreuses que les révisions à la baisse. Nous privilégions la dette à plus court terme et les instruments capables de résister à la hausse des rendements core. Il existe, en principe, un compromis en termes de rendement entre la détention de titres mieux notés et de titres moins bien notés. Toutefois, une sélection rigoureuse peut aider les investisseurs à faire face à cette situation pour bénéficier du redressement de l'économie conjugué au rebond cyclique. Nous pensons que les valeurs financières subordonnées et les obligations BBB sont des segments à privilégier, mais nous éviterions les crédits à durée plus longue. |
| | Euro Obligations d'entreprise HY | = | | Les valorisations dans certains segments du HY sont élevées, mais certaines opportunités sélectives existent sur une base ajustée au risque. Il convient néanmoins de trouver un équilibre entre le rendement, la qualité et la liquidité afin d'éviter de se retrouver piégé sur des titres dont les paramètres de crédit sont médiocres. Nous suivons une approche sélective pour explorer les étoiles montantes et les titres notés BB présentant des profils risque/rendement symétriques. |
| | Émergents Dette en devise forte | =/+ | | Nous privilégions la dette en devises fortes avec un biais pour le HY, mais restons prudents en termes de durée dans tous nos portefeuilles. Il convient de noter que les fondamentaux des entreprises sont solides et que les valorisations sont attractives sur une base relative. En ce qui concerne la Chine, les mesures réglementaires semblent être le début d'un scénario social de « prospérité commune », une évolution que nous suivons attentivement. |
| | Émergents Dette en devise locale | = | | Nous sommes attentifs à certains vents contraires pour les marchés émergents, sous forme de « taper tantrums » ou de hausse des rendements core américains. Nous sommes donc prudents à l'égard des devises émergentes, mais pensons qu'il existe des opportunités sélectives sur la dette en devises locales. |
| AUTRES | Matières premières | | | La reprise économique vigoureuse et la demande ont été les principaux moteurs des matières premières cette année. À cet égard, les annonces relatives à la politique de la Fed - et leur impact sur les taux réels - pourraient affecter le prix des métaux précieux tels que l'or à court terme, et nous nous attendons à une certaine volatilité. Les métaux de base, en revanche, sont susceptibles d'être affectés par d'éventuelles pénuries d'approvisionnement. |
| | Devises | | | Le thème de l'exceptionnalisme du dollar perd un peu de sa force, pour autant, le ralentissement de la croissance mondiale et les anticipations de normalisation de la politique de la Fed pourraient soutenir la devise. À court terme, il semble opportun de conserver une légère exposition à certaines devises cycliques sélectionnées, mais une position plus défensive pourrait s'avérer nécessaire à l'approche de 2022. |

LÉGENDE



Source : Amundi, au 19 avril 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 = Quantitative easing.

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 Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset 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 2 septembre 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 7 septembre 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 - MarianVejcik

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

DROZDIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

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

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LETORT Valérie, Global Views

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit