

## VUES DES CIO

## Le « vrai » casse-tête



Pascal BLANQUÉ,  
CIO Groupe



Vincent MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

Les « fantômes » d'Halloween que sont la réduction du soutien de la Fed, la crise d'Evergrande et la saison des résultats n'ont pas effrayé les marchés. La Fed a communiqué son message de manière claire et, tout en se réservant la possibilité d'ajuster son dispositif de réduction du soutien en fonction de l'état de l'économie, elle a réaffirmé le caractère « transitoire » de l'inflation. La BoE s'est montrée plus accommodante que prévu, maintenant en fait ses taux inchangés dans une posture de « laisser faire » (*benign neglect*) vis-à-vis du risque d'inflation. En conséquence, les rendements nominaux ont diminué et les rendements réels sont tombés proches des plus bas historiques. **Bien que les banques centrales s'en tiennent au scénario d'inflation transitoire, nous pensons au contraire que les derniers chiffres de l'IPC confirment le scénario d'une inflation plus durable.**

En ce qui concerne les actions, la saison de publication des résultats a globalement été favorable. Autre sujet d'inquiétude, un possible défaut d'Evergrande en Chine a une fois de plus été évité et, pour l'avenir, nous nous attendons à ce que les pouvoirs publics interviennent, si nécessaire, pour éviter un défaut. Aux États-Unis, bien que Joe Biden ait reconduit Jerome Powell dans ses fonctions de président de la Fed pour assurer la continuité de la politique monétaire, Lael Brainard a été confirmée au poste de vice-présidente. Une certaine volatilité devrait toutefois réapparaître en raison des efforts déployés par les démocrates pour faire adopter le projet de loi sur les infrastructures sociales par le Sénat (avant le 13 décembre). Toutefois la progression de ce projet semble incertaine tout comme le montant total final de l'enveloppe.

Enfin, nous sommes entrés dans une nouvelle vague de Covid et avec l'arrivée de l'hiver en Europe et aux États-Unis, les cas vont se multiplier. Pour autant, grâce aux campagnes de vaccination, nous ne pensons pas que cela puisse compromettre les perspectives de croissance. En revanche, après les records atteints ces derniers temps par les marchés boursiers, une hausse significative paraît difficilement envisageable : les cadeaux de Noël ont déjà été déballés. Le scénario le plus probable pour la fin de l'année est un marché actions fluctuant dans une fourchette étroite et des obligations volatiles avec une liquidité globalement réduite. **Dans ce contexte, nous maintenons notre positionnement neutre sur les actions, en privilégiant les durations courtes des obligations core et en restant modérément optimistes sur le crédit et les obligations périphériques.** En termes de construction de portefeuille, il conviendra de cibler les rendements réels.

- **L'allocation d'actifs globale continuera de privilégier les actions**, car à l'approche de la fin de cycle il n'y a pas vraiment d'autre solution. Le positionnement sur les actions passera probablement de neutre à surpondération tactique une fois que l'économie aura redémarré au deuxième et troisième trimestre 2022. Mais il sera toujours très important de se couvrir, car le risque d'erreur politique est de plus en plus présent. Nous constatons également que l'exposition aux actions a atteint un pic cyclique, favorisant les pays développés et en particulier les États-Unis, où les valorisations sont désormais très élevées. Nous nous attendons à ce que les investisseurs en quête de valorisations attractives commencent à se tourner vers les marchés émergents où la reprise gagne du terrain, où l'allocation est tombée en dessous des objectifs stratégiques et où le potentiel de rendement est plus élevé. De manière générale les marchés d'actions présentent encore des zones de bulles. Nous ne sommes pas encore en mesure d'identifier les entreprises dont le pouvoir de fixation des prix est insuffisant (qui se baignent nu), car les marchés ne différencient pas encore les entreprises sur ce critère. Il convient donc de privilégier les valeurs de qualité/dénotées, les titres versant des dividendes et les actions qui présentent un pouvoir de fixation des prix durable (ce qui n'est pas facile à déterminer).

- **Le crédit avec des rendements plus élevés et une durée courte** peut être le meilleur moyen de faire face à l'inflation élevée, mais la sélection sera primordiale, car les taux de défaut vont commencer à remonter à mesure que les conditions financières deviennent moins favorables.

- **Les actifs réels seront privilégiés, car ils peuvent contribuer à la protection contre l'inflation.** Les opportunités sont nombreuses dans ce domaine. Concernant la dette privée, les taux variables offerts sur ce marché et la prime de liquidité peuvent être adaptés aux investisseurs en quête d'opportunités de revenu plus résistantes au risque d'augmentation des rendements core dans un contexte où les demandes de financement sont en hausse. L'investissement dans les infrastructures bénéficie également de la forte dynamique des

### Sentiment de risque global



Dans un contexte de risques de marché asymétriques caractérisés par la répression financière, nous restons neutres sur le risque, mais attentifs à toute opportunité.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Ajustement tactique à la durée sur fond de prudence
- ▶ Exposition accrue aux dérivés pour se positionner sur les actifs risqués, protection renforcée
- ▶ Hausse globale de la vigilance sur le crédit

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

opportunités liées à la transition énergétique et c'est également une classe d'actifs qui offre en principe une protection contre l'inflation. Le capital-investissement est indispensable au financement de la reprise et dans la quête de perspectives de rendement plus élevées. Enfin, l'immobilier pourrait également offrir des opportunités sélectives durant la phase de reprise.

- **Concrétisation de certains risques ESG.** La COP26 a souligné l'urgence d'agir en matière de réduction des émissions. L'accord de dernière minute entre la Chine et les États-Unis pourrait marquer une nouvelle accélération de cette tendance, ce qui pourrait entraîner une hausse de la demande de la part des investisseurs et se traduire à terme par une hausse des prix du marché dans une boucle de réaction positive.

Nous pensons que les perspectives de rendements réels au cours des trois prochaines années sont assez modestes. Selon nous, le rendement réel annuel d'un portefeuille 60-40 en actions et obligations pourrait être proche de zéro tant aux États-Unis<sup>1</sup> qu'en Europe<sup>2</sup>. **Le vrai casse-tête pour les investisseurs est désormais de déterminer comment augmenter leur potentiel de rendement réel. Cela exigera la saisie des opportunités là où elles se présentent, dans toutes les classes d'actifs, car la valeur réelle subsistant dans le marché est peu abondante et les investisseurs devront donc disposer d'un arsenal d'instruments diversifié.**

<sup>1</sup> 60 % S&P 500 et 40 % US Aggregate Bond. Hypothèse d'inflation à 3,2 %

<sup>2</sup> 60 % MSCI EMU et 40 % Euro Aggregate Bond. Hypothèse d'inflation à 2,1 %

VUES DE LA RECHERCHE



**Monica DEFEND,**  
Responsable de la Recherche  
Groupe



**Claire HUANG,**  
Macrostratège Senior, Marchés  
émergents

2021 a été marquée par des changements réglementaires sans précédent sur fond d'objectif de « prospérité commune ». Mais la transparence et la coordination des politiques à venir devraient faciliter la transition structurelle de la Chine

## Stabilisation de la croissance chinoise en 2022

L'économie chinoise, pénalisée par les contraintes politiques qu'elle s'est elle-même imposées au début du quatrième trimestre, a enregistré une faible reprise. Les principales causes du ralentissement sont :

- la politique de tolérance zéro face au Covid-19
- le contrôle des émissions dans les secteurs très polluants
- le resserrement sur le marché du logement depuis le quatrième trimestre 2020.

Néanmoins, la faiblesse généralisée de l'économie a retenu l'attention des responsables politiques. **En octobre, la Commission nationale du développement et de la réforme (NDRC) est intervenue pour autoriser une hausse significative de la production de charbon afin de résorber les pénuries d'électricité** et certains gouvernements locaux ont commencé à supprimer les contrôles d'utilisation de l'énergie pour reprendre une production normale. Un assouplissement supplémentaire est également probable au tournant de l'année, ce qui atténuera les pressions sur le plan industriel.

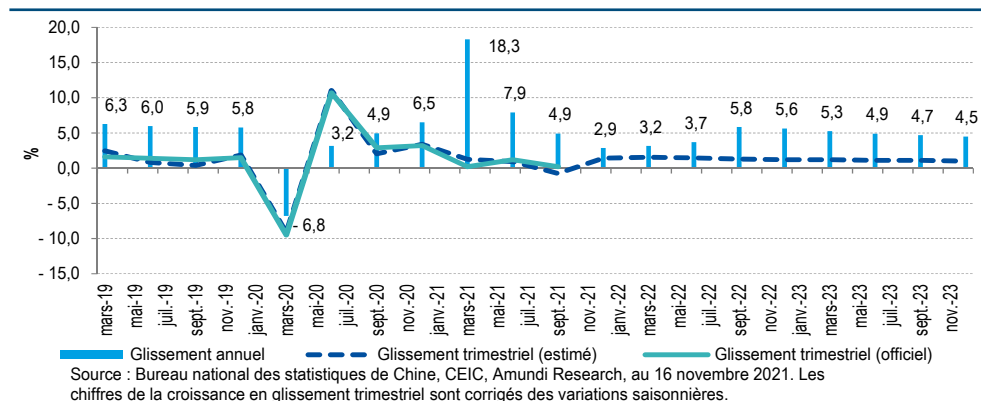
En ce qui concerne le contrôle et la prévention du Covid, il ne semble guère envisagé de modifier la politique de tolérance zéro avant les Jeux olympiques d'hiver de Pékin (du 4 au 20 février 2022). Toutefois, compte tenu du taux de vaccination élevé en Chine, nous prévoyons un certain ajustement de la politique nationale sur les voyages après le mois de février. Quelques changements opérationnels des politiques de logement sont également en cours. Cela dit, si les ajustements politiques effectués jusqu'à présent ont permis un assouplissement des pressions sur les liquidités à court terme pour les promoteurs, ils n'ont pas été suffisamment importants pour justifier une modification de nos prévisions de ralentissement du secteur du logement à moyen terme.

Pour l'avenir, nous pensons que l'économie, dans son ensemble, redémarrera peu à peu, une fois que les contraintes susmentionnées auront, une à une, été supprimées. Toutefois, le désendettement du secteur du logement va très probablement se poursuivre et il serait trop complaisant de s'attendre à une nouvelle série de mesures de relance du crédit à grande échelle alors que l'objectif de la Banque populaire de Chine (PBoC) est de maintenir un ratio dette/PIB stable. **Nous nous attendons à ce que l'accommodation politique reste ciblée et à ce que la sortie de cette phase de désendettement et de resserrement importants soit suffisante pour aider à stabiliser la croissance.** Nous continuons à penser que la croissance économique rebondira de manière séquentielle au quatrième trimestre, après le creux du troisième trimestre, avant de rester légèrement inférieure à la tendance en 2022.

**Toutefois, en raison d'importants effets de base négatifs, la croissance globale de la Chine en glissement annuel devrait tomber juste en dessous de 3 % au quatrième trimestre** et se situer entre 3 et 4 % au premier semestre 2022 pour ensuite rebondir au-dessus de 5 %. Le principal risque pesant sur nos prévisions est celui d'un ralentissement plus marqué du secteur du logement en l'absence de mesures de relance supplémentaires.

Du point de vue des investisseurs, cela exige une certaine vigilance à court terme, à mesure que le pays se fraie un chemin à travers les changements réglementaires et vers la « prospérité commune ». Pékin se montre nettement plus tolérant vis-à-vis du ralentissement de la croissance, mais nous pensons que la transparence et la coordination accrues des politiques faciliteront cette

### Croissance du PIB de la Chine (%)



## VUES DE LA RECHERCHE

transition structurelle de l'économie. À long terme, nous pensons que ces mesures devraient réduire les risques systémiques, ce qui permettra d'explorer les opportunités avec un regard sélectif.

En conclusion, les actifs chinois, y compris le CNH, offrent de solides avantages en termes

de diversification pour les portefeuilles internationaux en quête de revenus réels plus élevés, ceux-ci étant soutenus par le rôle croissant du pays dans le commerce régional asiatique et la volonté du gouvernement d'accroître le rayonnement international de la monnaie.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Chercher le potentiel haussier en limitant le risque baissier



**Matteo GERMANO,**  
Directeur du Métier Gestions  
Diversifiées

*Il existe des opportunités sélectives pour profiter de la légère hausse à court terme des actions, à l'aide d'options, tout en restant neutre sur les actifs risqués et diversifié dans l'ensemble*

Les perspectives de croissance mondiale se sont légèrement assombries dans un contexte de risques de stagflation persistants, mais les marchés semblent l'ignorer pour l'instant et se concentrent sur la dynamique et les bons résultats des entreprises. Nous constatons cette bonne santé, mais pensons que la vigilance des investisseurs reste de mise compte tenu des inquiétudes relatives aux pressions à venir sur les marges. Par conséquent, une gestion active est particulièrement indiquée pour les obligations comme pour les actions, car ce qui semble bon marché et attractif à première vue peut ne pas offrir de performances stables à long terme. **Nous recommandons aux investisseurs de rester neutres sur le risque, de rechercher des points d'entrée attractifs et d'explorer les options permettant de saisir le potentiel de hausse tactique.** En outre, compte tenu des valorisations élevées, il convient d'envisager des couvertures pour protéger l'exposition aux actions et au crédit.

### Des idées à conviction forte

Nous conservons notre position globalement neutre sur les actions des pays développés et émergents, mais nous suivons de près l'actuelle saison de publication des résultats, qui, notamment aux États-Unis, s'avère meilleure que prévu, celle-ci révélant que les goulets d'étranglement de l'offre n'ont eu qu'un impact limité sur les marges des entreprises. Aux États-Unis, nous avons légèrement revu à la hausse le niveau auquel nous pensons que les actions peuvent être tactiquement attractives. Nous restons néanmoins actifs sur ce marché et attentifs à tout signe d'affaiblissement du pouvoir de fixation des prix des entreprises. Suivant une approche globalement neutre, les investisseurs devront se tourner vers un

large éventail d'instruments, y compris les produits dérivés, pour jouer une légère hausse possible des actions américaines, mais ils devront rester bien équilibrés et diversifiés. En ce qui concerne les pays émergents, nous conservons un positionnement neutre et restons attentifs à toute faiblesse à court terme en Chine. **En ce qui concerne les obligations, nous restons agiles et cherchons à identifier les opportunités tactiques et à long terme sur l'ensemble des courbes de rendement du monde entier.** Nous sommes donc actuellement tactiquement neutres sur les bons du Trésor américain à 10 ans, puisque les rendements sont proches de nos valeurs cibles. Pour autant, cela ne constitue pas un changement structurel de notre vision prudente de la durée. En effet, nous continuons à percevoir un potentiel de hausse des rendements sur d'autres segments à plus courte échéance de la courbe des bons du Trésor. Par ailleurs, les rendements britanniques à 2 ans ont également atteint notre objectif après la décision de la BoE de ne pas relever ses taux. **Nous restons constructifs sur la dette périphérique italienne (BTP 30 ans vs Bund)** étant donné que la croissance du PIB italien aux deuxième et troisième trimestres a surpris à la hausse, ce qui a entraîné une amélioration des perspectives de notation. En Asie, nous restons positifs sur les emprunts d'État chinois en raison de nos prévisions de taux stables à court terme, des avantages de diversification et de l'affaiblissement de la croissance économique dans le pays. Nous restons en revanche neutres sur les obligations des marchés émergents.

**Le crédit présente un certain potentiel de rendement,** en particulier l'IG et le HY en euros, car les *spreads* sont restés résilients par rapport aux rendements core, les

### 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 3Comité 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

fondamentaux et les facteurs techniques s'améliorent et les banques centrales ont maintenu leur soutien en gardant les taux à court terme ancrés. En Europe, les segments à bêta élevé, tels que le HY et la dette subordonnée, sont des domaines attractifs à exploiter compte tenu de la tendance à la baisse des taux de défaut.

**Les valorisations étant actuellement élevées dans de nombreux segments de marché, les devises offrent des opportunités de valeur relative.** D'une manière générale, la politique de normalisation très modérée de la Fed devrait être légèrement favorable au dollar américain à l'approche de la fin de l'année. Nous apprécions le panier de portage qui favorise la livre sterling par rapport au franc suisse. En revanche, face au dollar et à l'euro, nous restons prudents sur la livre sterling en raison des enjeux géopolitiques et de l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Dans les pays émergents,

nous sommes optimistes sur la paire RUB/EUR en raison de la valorisation attractive du premier et de la fermeté de la Banque centrale russe. En Asie, nous voyons toujours d'un bon œil la paire CNH/EUR, car le pays continuera d'être le moteur du commerce régional et l'objectif du gouvernement de faire de la Chine une superpuissance mondiale devrait également soutenir le CNH. Par contre, nous pensons désormais que l'affaiblissement des flux de capitaux vers la Corée pourrait affecter le won à court terme.

**Risques et couvertures**

Malgré la poursuite de la croissance, le régime inflationniste constitue un risque élevé pour les marchés en termes d'impact potentiel. Nous pensons qu'il convient d'utiliser des couvertures à coût raisonnable pour protéger l'exposition au crédit HY tout en maintenant la protection des positions en actions de pays développés.

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 banques centrales acceptent un certain degré de liberté, faisant preuve d'une indifférence bienveillante vis-à-vis de l'inflation. Il convient de rester actif et de surveiller l'évolution des taux réels qui impactera la valorisation des actifs*

## Point sur la direction des taux réels

La croissance économique reste forte, mais les projections annoncent un affaiblissement (dispersion de la croissance). D'un autre côté, l'inflation reste élevée, sous l'effet des disparités entre l'offre et la demande, des prix des matières premières et des pressions émanant du marché du travail. Le niveau de l'inflation, qui dépasse les cibles des banques centrales, met la patience de celles-ci à l'épreuve : la Fed, comme anticipé, a annoncé son intention de réduire ses achats, mais la BoE a maintenu ses taux inchangés (asynchronie des banques centrales). Nous pensons que les marchés s'efforcent d'évaluer le seuil de tolérance à l'inflation des banques centrales, même si la Fed a d'ores et déjà indiqué que les pressions inflationnistes « transitoires » provoquées par les goulets d'étranglement de l'offre pourraient durer jusqu'au second semestre 2022. Les rendements réels se situant toujours à des niveaux trop bas pour être soutenables, **nous restons prudents sur les emprunts d'État et recherchons plutôt le revenu dans la dette des pays périphériques, le crédit des pays développés et les obligations des pays émergents en suivant une approche active et très sélective.**

### Obligations mondiales et européennes

Nous restons défensifs, mais flexibles sur la durée des obligations américaines et des obligations core (un peu moins maintenant) et semi-core d'Europe. Nous restons également prudents au Royaume-Uni et au Canada. Nous conservons, en revanche, notre positionnement constructif sur la dette périphérique italienne (forte croissance), la

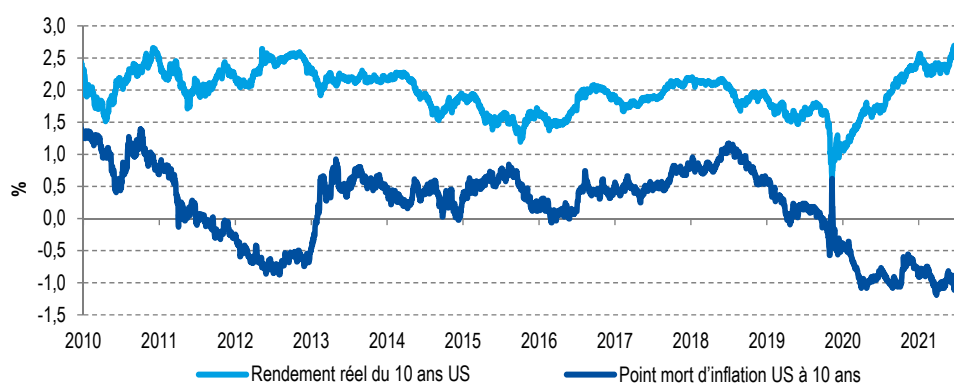
Chine (diversification) et l'Australie. **Côté crédit, les perspectives favorables sur les notations et les bons résultats du troisième trimestre montrent que les goulets d'étranglement de l'offre ne constituent pas une menace significative.** Toutefois, la volatilité des rendements core, la dispersion de l'évolution des ratios financiers et les problèmes de liquidité de fin d'année sont autant de risques de fragilité.

Nous nous intéressons à la dette à court terme (faible risque de durée) présentant des *spreads* élevés, en insistant davantage sur la sélection crédit. Nous constatons également une accélération du désendettement des entreprises HY et BBB- par rapport aux entreprises notées A et nous continuons d'explorer le thème des « étoiles montantes ». Ce faisant, nous surveillons attentivement la dynamique ESG et intégrons ce facteur dans notre processus de sélection global.

### Obligations américaines

Les marchés semblent adhérer au scénario d'inflation transitoire de la Fed, malgré les données récentes et l'écho politique croissant du thème de l'inflation. Nous pensons également que les mesures de relance budgétaire vont se réduire, mais pas autant que le marché le prévoit. Nous restons donc positifs sur les points morts d'inflation (par rapport aux bons du Trésor), mais recommandons quelques ajustements en raison des inquiétudes liées aux valorisations. Nous sommes défensifs sur les bons du Trésor américain, en raison de la hausse des dépenses du gouvernement et de la dette, en tenant compte de la poursuite

### Les rendements réels, qui restent bas, sont la variable



Source : Amundi, Bloomberg au mardi 16 novembre 2021

HY = haut rendement, IG = Investment Grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, EMOA = Europe, Moyen-Orient et Afrique.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

de la croissance économique, mais gérons notre positionnement de manière tactique. Nous sommes modérément constructifs sur le crédit IG et HY, mais en privilégiant une approche plus sélective. Parmi les autres sources de rendement, on peut citer le marché de la consommation, les prêts hypothécaires résidentiels et les marchés titrisés, dans un contexte de forte épargne des consommateurs, mais nous sommes très vigilants. Nous recherchons également des opportunités sélectives dans le domaine du crédit titrisé (RMBS, ABS).

**Obligations des marchés émergents**

Les obligations des pays émergents sont une classe intéressante, compte tenu du contexte de rendements bas et de nos anticipations de normalisation prudente de la politique de la Fed. Nous sommes optimistes sur la dette en devises fortes, et maintenons notre biais pour le HY face à l'IG, mais restons

prudents sur la dette en devises locales. À noter que les surprises à la hausse en matière d'inflation continuent de pousser les banques centrales des pays émergents à anticiper leur durcissement, notamment dans la région EMOA et en Amérique latine. Nous privilégions les pays (Russie) et les secteurs liés aux matières premières et sommes vigilants sur le Brésil et la Turquie.

**FX**

Les retards des banques centrales à relever leurs taux pourraient affecter les devises, dont nous suivons activement l'évolution. Nous conservons notre opinion à long terme sur le dollar américain et, compte tenu de la récente décision de la BoE, restons neutres sur la livre sterling. En ce qui concerne les devises des pays émergents, nous sommes optimistes vis-à-vis du rouble, de la roupie indonésienne et du peso colombien, compte tenu de leur potentiel de portage et de leurs exportations de matières premières.

ACTIONS

## Bonne saison de publication des résultats, malgré quelques nuages



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsible Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsible mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

*Les actions offrent toujours des performances ajustées au risque attractives, mais la situation est plus nuancée, car l'inflation constitue un problème majeur pour les entreprises. La sélectivité reste donc de mise*

### Évaluation globale

Les marchés ont été dynamiques ces dernières semaines, grâce à de solides bénéfices, à des prévisions encourageantes et à des progrès en matière de réouverture économique, alors que les multiples ont augmenté. Trois facteurs nous semblent néanmoins essentiels : les pressions inflationnistes, les valorisations relatives et absolues, et les taux réels. Lorsque les taux commenceront à augmenter, ce dernier facteur aura un impact sur les multiples d'actions les plus élevés, ce qui pourrait accentuer l'écart entre les entreprises qui ont un fort pouvoir de fixation des prix et celles qui n'en ont pas. Cette situation, conjuguée à la forte dispersion des valorisations sur les marchés, renforce l'importance de notre processus *bottom-up* discipliné, qui nous permet d'identifier les entreprises capables de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs. **Le moment est donc propice à une rotation sélective privilégiant les actions décotées et de qualité.**

### Actions européennes

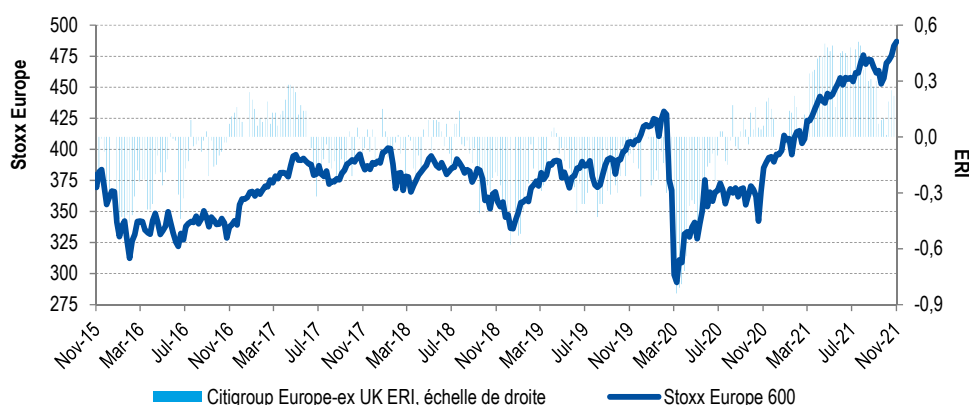
Dans le cadre du mouvement général de réouverture des économies, nous nous intéressons aux valeurs décotées, de qualité et cycliques en restant très sélectifs. De telles valeurs se trouvent parmi les financières et les industrielles, même si nous sommes un peu moins constructifs sur ces dernières. Les excellents résultats enregistrés cette saison par les financières et les cycliques renforcent notre conviction. À l'autre extrémité du spectre, nous apprécions les valeurs des secteurs défensifs (santé). **Quoi qu'il en soit,**

**le pouvoir de fixation des prix est essentiel compte tenu de la hausse des coûts** et, pour en juger, nous évaluons le portefeuille de marques des entreprises, leur propriété intellectuelle, etc. Nous restons en revanche méfiants vis-à-vis des entreprises à forte croissance des secteurs discrétionnaires et des technologies. L'ESG reste une considération essentielle compte tenu de la dynamique alimentée par les mesures politiques telles que le « green deal » de l'UE. De façon générale, nous considérons les volets E et S comme des réservoirs d'opportunités qui nous permettent de participer à la transition verte et de contribuer à réduire les inégalités sans compromettre les performances.

### Actions américaines

Le climat reste favorable, les marchés ayant atteint de nouveaux sommets, grâce aux résultats positifs des entreprises du S&P 500, qui ont pour l'instant réussi à surmonter les perturbations des chaînes d'approvisionnement et l'inflation élevée. Maintenant, tandis que nous attendons que les choses se précisent sur le marché du travail et les salaires, nous surveillons les entreprises pour voir si elles sont prêtes à renoncer à un peu de leur marge pour protéger leur part de marché. **En effet, savoir si les entreprises peuvent maintenir leur pouvoir de fixation des prix reste un élément clé de nos décisions.** Nous préférons les valeurs décotées, cycliques et de qualité supérieure aux valeurs défensives, mais nous pensons que c'est la sélection des valeurs qui déterminera les performances, car chaque société diffère dans sa capacité à faire face aux problèmes opérationnels liés à l'offre et à la main-d'œuvre. Nous sommes toutefois

### Les résultats ont été solides, mais la sélection en fonction du pouvoir de fixation des prix reste essentielle



Source : Amundi, Bloomberg, données hebdomadaires au 18 novembre 2021. Indice de révision des bénéfices, échelle de droite

## ACTIONS

prudents vis-à-vis des secteurs de substitution aux obligations (duration longue), des secteurs à fort *momentum*/croissance (technologie, dont les grandes capitalisations technologiques) et des valeurs *distressed*. En termes sectoriels, nous continuons à préférer la finance et l'énergie à l'industrie, en particulier lorsque nous pouvons contribuer à infléchir le processus décisionnel des entreprises en faveur des énergies vertes et de la réduction des émissions de carbone. Les secteurs de la consommation semblent valorisés à leur juste valeur et sont exposés aux problèmes de main-d'œuvre et de chaîne d'approvisionnement.

**Actions émergentes**

Les perspectives d'élargissement des primes de croissance entre pays développés et pays

émergents en 2022 et les valorisations relatives bon marché devraient soutenir les actions des pays émergents, mais nous recommandons un positionnement défensif jusqu'à la fin de l'année en raison du peu de visibilité sur la direction du marché. Les perspectives à court terme de la Chine sont impactées par l'incertitude liée au ralentissement actuel, mais les perspectives à long terme restent intactes. Ailleurs, nous sommes optimistes vis-à-vis de la Russie (exportateur de matières premières et d'énergie) ainsi que de la Hongrie et de l'Inde. Au niveau sectoriel, nous préférons l'énergie aux matériaux et aux services discrétionnaires et de communication et nous continuons à privilégier les valeurs décotées et cycliques vis-à-vis des valeurs de croissance.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		L'actuelle saison de publication des résultats a mis en évidence le fait que les entreprises ont jusqu'ici été capables de faire face aux pressions sur leurs marges et aux goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement. Toutefois, compte tenu de la persistance de l'inflation et des disparités entre l'offre et la demande dans un contexte de valorisations élevées et de ralentissement de la croissance, nous restons très sélectifs et continuons à nous concentrer sur les fondamentaux. À ce propos, nous suivons l'évolution du projet de loi sur les infrastructures sociales, qui vise à stimuler la croissance à long terme.
	Actions US Value	+		À mesure que l'économie progresse selon un rythme de reprise plus lent, nous recherchons les entreprises bénéficiant de la réouverture et qui disposent d'un pouvoir de fixation des prix leur permettant de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs (croissance durable des bénéfiques), qui ont une base de clientèle stable et qui affichent une dynamique d'amélioration de leurs performances ESG. Une sélection rigoureuse est essentielle pour identifier ces valeurs.
	Actions US Croissance	-		Dans un contexte d'inflation croissante et de hausse potentielle des taux américains, les actions à long terme dont les valorisations reposent davantage sur les flux de trésorerie futurs à long terme pourraient être impactées négativement. Ceci, ajouté au fait que les valorisations de certains segments du marché sont déjà chères, nous incite à la prudence dans ce domaine.
	Europe	=		Les marchés ont été portés par les bons résultats des entreprises et par la poursuite de la reprise économique (inégaie), mais nous pensons que les valorisations absolues sont chères dans certains segments et que l'intérêt de la sélection de valeurs est élevé. Nous sommes optimistes sur les entreprises capables de préserver leurs marges et sur les titres décotés, de qualité et cycliques. Nous nous concentrons sur les fondamentaux et les critères ESG, car cela nous permettra de découvrir des titres susceptibles de générer des rendements au-delà de la saison des bénéfiques à court terme.
	Japon	=		Le Japon devrait bénéficier de la stabilité politique (mesures de relance) qu'offre le nouveau gouvernement, des anticipations d'amélioration de la croissance des bénéfiques et des valorisations relatives attractives. À mesure que le nombre des cas de Covid recule, la reprise du pays devrait rattraper celle des autres marchés développés.
	Marchés émergents	=		Les perspectives des pays émergents sont attractives sur le long terme, car la région est entrain de sortir de la crise. Nous restons néanmoins très sélectifs sur le plan géographique et considérons les mesures réglementaires en Chine comme une source de faiblesse à court terme, malgré les opportunités à long terme qu'offre le pays. En outre, les valorisations relatives des pays émergents semblent attractives, tout comme la croissance économique à moyen terme. Nous voyons d'un bon œil les pays comme la Russie et l'Inde, tout en conservant un biais pour les titres décotés et cycliques.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les pressions inflationnistes perdurent, testant le seuil de tolérance de la Fed, alors même que celle-ci a annoncé la réduction progressive de ses dispositifs de soutien et sa volonté de normalisation. La trajectoire à moyen terme des taux nominaux et réels doit être surveillée et nous pensons que la dette massive et le déficit budgétaire exerceront une pression à la hausse sur les rendements <i>core</i> . Vu que ce mouvement ne sera pas linéaire, nous restons prudents sur la duration mais flexibles sur les courbes. Nous restons constructifs vis-à-vis des TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) tout en restant attentifs aux valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous recherchons les crédits de qualité, mais préférons le risque spécifique aux entreprises à l'exposition au bêta sur le segment IG. En revanche, nous évitons la dette d'entreprises susceptibles d'être affectées négativement par une hausse des rendements <i>core</i> . Les marchés des prêts à la consommation et des prêts immobiliers résidentiels restent vigoureux les défauts étant encore peu nombreux, mais nous pensons qu'il convient de rester attentif à l'allongement des durations compte tenu de la hausse des taux.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Conformément à notre objectif de concilier rendement et qualité, nous restons sélectifs sur le HY et misons moins sur la directionnalité, même si les fondamentaux sont en voie d'amélioration. Nous évitons les zones trop endettées.
	Govies Europe	-/=		Nous restons défensifs sur la dette souveraine européenne <i>core</i> et semi- <i>core</i> dans un contexte de pressions inflationnistes, mais nous sommes conscients que la BCE restera conciliante afin de préserver le caractère accommodant des conditions financières malgré le ralentissement de son programme d'achats d'actifs. Nous restons en revanche positifs vis-à-vis de la dette de pays périphériques comme l'Italie, dont les perspectives de croissance économique sont solides et qui pourrait bénéficier des fonds de Next Gen EU.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Les fondamentaux du crédit s'améliorent et les entreprises semblent pour le moment capables de composer avec les goulets d'étranglement de l'offre, comme en témoignent les dernières publications de résultats. Nous surveillons néanmoins la volatilité des rendements <i>core</i> , la dispersion des indicateurs de crédit entre les entreprises et la liquidité. Ainsi, grâce à une approche sélective, nous préférons les actifs à échéance courte, avec un risque directionnel limité et explorons les valeurs qui présentent un potentiel d'amélioration avant que les primes ne s'ajustent (« étoiles montantes », BBB).
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous restons actifs sur le segment HY et estimons que la dette subordonnée offre des rendements attractifs, car nous constatons une amélioration des ratios de titres en difficulté et des conditions de financement accommodantes. La sélectivité reste néanmoins de mise. Il convient de trouver un équilibre entre qualité et rendement et rester attentif à la liquidité des marchés à l'approche de la fin de l'année.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Dans le cadre d'un positionnement globalement défensif sur la durée, nous continuons à privilégier la dette en devises fortes avec un biais pour le HY par rapport à l'IG en raison de ses rendements attractifs. Nous restons néanmoins très sélectifs compte tenu de la normalisation de la politique de la Fed et des taux de vaccination plus faibles dans les pays émergents par rapport aux pays développés.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous percevons quelques difficultés pour la dette en devises locales en raison de l'appréciation du dollar, mais des opportunités <i>bottom-up</i> subsistent. Certains pays comme la Russie continuent d'être portés par la vigueur des prix des matières premières, mais nous surveillons les risques idiosyncrasiques et la situation du secteur immobilier en Chine.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières continuent leur consolidation aux niveaux actuels, compte tenu des tendances de la croissance et des risques de pénurie. Les problèmes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement vont persister pendant un certain temps, soutenant les prix des métaux de base et de l'énergie. Pour l'or, en revanche, les banques centrales et les taux réels restent les variables clés. Enfin, pour l'instant, le pétrole est conditionné par la décision de l'OPEP d'augmenter sa production.
	Devises			L'inflation, le marché de l'emploi et les ventes au détail sont plus élevés que prévu aux États-Unis et impactent les prévisions des investisseurs, annonçant une hausse plus rapide qu'anticipé des taux de la Fed, mais nous suivons cela de près. Nous maintenons notre préférence à court terme pour le dollar américain, en particulier par rapport aux monnaies à faible rendement.

### LÉGENDE

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

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

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

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://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 30 novembre 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 décembre 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**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

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit