



VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Miser sur la désynchronisation du cycle

Les actions et les obligations ont connu des fluctuations spectaculaires au cours des dernières semaines, en raison des chiffres d'inflation élevés, des mesures et annonces des banques centrales et des inquiétudes croissantes concernant la croissance économique. **Ces évolutions rappellent le changement de régime en cours, marqué par la réapparition des risques stagflationnistes tandis que les banques centrales s'efforcent d'affirmer leur crédibilité.** Pour l'heure, la croissance, l'inflation et les politiques des banques centrales restent les principaux déterminants des marchés :

1. Croissance : alors que nous nous attendions déjà à un tassement de la croissance au début de l'année, nous nous dirigeons désormais vers un ralentissement marqué, notamment dans la zone euro, avec le risque d'une récession technique. En Europe (zone la plus touchée par l'inflation), ceci est principalement dû à la faiblesse de la consommation des ménages et de l'investissement. Aux États-Unis, en revanche, la consommation et l'investissement sont nettement plus vigoureux et devraient à continuer à soutenir la croissance. Nous anticipons toutefois un ralentissement marqué et une augmentation des risques de récession en 2023. Le marché va porter son attention sur la trajectoire de la croissance et, en particulier, sur tout signal de détérioration des perspectives aux États-Unis.

2. Inflation – le pic n'a pas encore été atteint et les déterminants sont différents aux États-Unis et en Europe : le point culminant de l'inflation devrait être plus tardif et plus élevé qu'anticipé auparavant. Les déterminants de l'inflation sont différents de part et d'autre de l'Atlantique, l'inflation étant davantage tirée par la demande aux États-Unis, tandis qu'en Europe elle est principalement due aux contraintes d'approvisionnement, le choc énergétique provoqué par la guerre ne faisant qu'aggraver la situation. Au fur et à mesure du ralentissement de la croissance, l'inflation devrait ralentir aussi.

3. Les banques centrales ont la tâche difficile de restaurer leur crédibilité : en général, un resserrement monétaire est plus efficace lorsque l'inflation est alimentée par une forte demande intérieure. Quand, en revanche, l'inflation est imputable à des facteurs extérieurs (contraintes d'offre), le resserrement risque d'être beaucoup moins efficace. Les États-Unis disposent donc d'une plus grande marge de manœuvre, tandis que la BCE se trouve dans une position moins favorable, d'autant plus qu'elle doit également composer avec le risque de fragmentation de l'UE, comme le montre la récente annonce, par la BCE, d'un outil anti-fragmentation. Globalement, nous pensons que lorsque l'inflation atteindra son pic et que l'attention se portera davantage sur le ralentissement de la croissance, les banques centrales pourraient marquer le pas et resserrer la politique monétaire un peu moins qu'initialement annoncé.

Dans ce contexte toujours très volatile, les investisseurs doivent rester diversifiés et éviter de prendre davantage de risques, car la correction du marché, bien qu'avancée, n'est pas encore terminée. Il convient maintenant de s'orienter vers des secteurs de haute qualité avec des modèles économiques résilients, capables de préserver leurs marges.

- **La correction récente des obligations rend cette classe d'actifs plus attractive à condition d'être sélectif**, étant donné que le durcissement de ton des banques centrales est désormais intégré dans les cours et qu'à un moment donné, elles pourraient être contraintes d'en faire moins pour éviter une récession ou une plus grande fragmentation. Les niveaux actuels commencent également à être attractifs pour certains investisseurs comme les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ce qui pourrait limiter le potentiel de hausse des rendements. **Nous sommes plus positifs qu'auparavant et presque neutres sur la durée aux États-Unis et en Europe core**, mais nous conservons, dans l'ensemble, une approche agile. Nous restons neutres sur la dette périphérique de la zone euro et surveillons de près les risques de fragmentation.
- **Crédit – nous recommandons de privilégier le crédit de qualité supérieure** et d'être plus sélectif en général sur l'ensemble du spectre du crédit (IG et HY), compte tenu des inquiétudes sur les bénéfices. Nous maintenons néanmoins notre préférence régionale pour l'IG des États-Unis, au vu de la vigueur de la consommation et du marché du travail du pays qui devraient lui assurer une meilleure croissance économique.
- **Actions** – nous restons globalement vigilants. Nous sommes un peu plus prudents sur l'Europe où les révisions à la baisse des bénéfices ne sont pas entièrement prises en compte

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Vu l'environnement stagflationniste il ne faut pas augmenter le risque, mais rester diversifié et s'orienter vers les secteurs de meilleure qualité et moins cycliques des marchés d'actions et du crédit.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Nous sommes prudents sur l'Europe à court terme en raison des risques de récession des bénéfiques.
- ▶ Regard positif sur la Chine sur fond de réouverture et de soutien politique.
- ▶ Nous sommes moins optimistes sur le yen, car la BC maintient sa politique accommodante.

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

et où l'inflation élevée pourrait freiner la demande des consommateurs. Les États-Unis, en revanche, devraient s'en sortir relativement bien et nous maintenons notre préférence pour ce pays. En termes de style, les investisseurs devraient privilégier les secteurs moins cycliques des actions value, qualité et rendement. Les entreprises présentant un bilan solide et un pouvoir de fixation des prix, ainsi que la capacité à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs et à préserver leurs marges, devraient tirer leur épingle du jeu.

- **Notre optimisme pour les actions A chinoises se renforce légèrement**, celles-ci étant moins exposées aux risques de stagflation que les actions des pays développés. Nous nous attendons également à ce que cette classe d'actifs bénéficie de la réouverture de l'économie chinoise et des politiques de relance.
- **Il convient, à des fins de diversification, de s'intéresser aux matières premières et aux stratégies peu corrélées aux actions et aux obligations.** Concernant les devises, nous maintenons notre préférence pour le dollar face à l'euro et, dans une moindre mesure, pour le yen.



AMUNDI INSTITUTE

Les banques centrales en quête de crédibilité



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Plus l'écart entre ce que les banquiers centraux disent et ce que les gens croient est grand, plus la maîtrise de l'inflation pourrait coûter cher.

En l'espace de quelques semaines, les politiques monétaires occidentales ont effectué un impressionnant virage à 180°. La Réserve fédérale a annoncé sa plus forte hausse de taux depuis 1994 et la Banque centrale européenne s'apprête à hausser les siens sous peu. Ceci a fortement secoué les marchés, les investisseurs s'interrogeant sur la crédibilité des banques centrales dans un contexte de remontée du risque de récession. Plus l'écart entre le discours des banquiers centraux et les attentes des agents est grand, plus la maîtrise de l'inflation risque d'être coûteuse, car un resserrement significatif de la politique monétaire peut devenir nécessaire pour contenir les anticipations de rapide hausse des prix.

Aujourd'hui, la plupart des gens n'ont jamais été confrontés à des périodes prolongées de forte inflation. Au contraire, la mémoire collective a été marquée par un environnement où les banques centrales s'inquiétaient plutôt d'être trop en dessous de leurs objectifs d'inflation et étaient libres d'agir pour soutenir la croissance. Mais ces décennies de faible inflation ne sont pas tant dues à la politique monétaire qu'à d'autres facteurs (ou coïncidences), comme l'entrée de la Chine sur la scène économique mondiale qui a fait baisser les coûts internationaux de main-d'œuvre. Maintenant que les anticipations d'inflation sont en train de perdre leur ancrage, une nouvelle approche est nécessaire. Trois grands scénarios sont possibles :

- 1. « Désinflation crédible » :** prévalence de la mémoire collective récente d'une inflation peu élevée et rétablissement de la crédibilité des banques centrales. Dans ce scénario, un atterrissage en douceur de l'économie pourrait être orchestré. Les marchés financiers reviendraient à leur situation d'avant la crise, caractérisée par des taux relativement bas et des primes de risque faibles. C'est plus ou moins le scénario qu'intègrent les marchés aujourd'hui, malgré le repli de certaines classes d'actifs et segments de marché surévalués. Ce scénario ne semble pas très probable, à moins que l'inflation ne recule d'elle-même, ce qui représenterait une chance comparable à la série de coïncidences qui ont permis la faible inflation des dernières décennies.
- 2. « Désinflation sans crédibilité » :** les banques centrales ayant trop laissé filer l'inflation s'efforcent d'empêcher que des souvenirs d'inflation longtemps endormis ne refassent surface et ne s'installent durablement. Dans ce scénario, les mesures de resserrement monétaire seraient douloureuses pour les marchés et l'activité économique, mais nécessaires pour juguler l'inflation. Les investisseurs, pour leur part, devraient chercher refuge et attendre la fin de la tempête. Il y aurait une récession et l'éclatement des bulles de prix d'actifs, avant un retour à la normale. Ce scénario est en soi plausible, mais les responsables politiques ne sont sans doute pas assez déterminés pour mener un combat aussi long et difficile.
- 3. « Inflation sans crédibilité » :** les banques centrales laissent filer l'inflation non par hasard ou par erreur, mais parce qu'elles sont en train de se transformer en profondeur. Elles tolèrent une inflation plus élevée pour soutenir la croissance nominale. Un tel scénario suppose également un changement structurel dans la psychologie des agents, des anticipations d'inflation plus élevées devenant la norme. Dans ce scénario, les actions afficheraient des performances supérieures aux attentes et les taux réels resteraient bas pendant un certain temps, retardant, sans les éliminer, les risques de récession. Les investisseurs devront faire face à l'inflation en se positionnant sur les actifs réels. Ce scénario constitue une alternative crédible au consensus actuel.

AMUNDI INSTITUTE

Découvrez le nouveau Global Investment Outlook pour le second semestre 2022 “Life above zero: investors’ journey at a time of rising rates”



	Scénario le plus probable		
Scénario	Désinflation crédible	Désinflation sans crédibilité	Inflation sans crédibilité
Probabilité	 BASSE	 MOYENNE	 ÉLEVÉE
Conséquences	Résorption autonome de l’inflation et orchestration d’un atterrissage en douceur de l’économie.	Les politiques monétaires agressives viennent à bout de l’inflation, mais entraînent aussi une récession.	Les BC tolèrent une inflation plus élevée pour encourager la croissance. Il en résulte une modification durable des anticipations d’inflation.
Répercussions	POSITIVES Retour des marchés à leur niveau d’avant-crise, avec des taux bas et des primes de risque réduites.	TRÈS NÉGATIVES Éclatement de bulles des prix des actifs et période d’ajustement brutal des marchés financiers.	POSITIVES POUR LES ACTIONS Taux réels bas longtemps et performances meilleures qu’attendu des marchés actions.

Source : Amundi Institute, au lundi 27 juin 2022.



GESTION
DIVERSIFIÉE

Prudence avec une préférence pour la Chine et les États-Unis



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



John O'TOOLE,
Responsable des Solutions
d'Investissement Multi-Asset

Les actions et les rendements ont déjà corrigé, mais nous pensons que ce n'est pas encore fini. Au lieu de renforcer le risque, il convient d'essayer de tirer parti des divergences des perspectives

Les répercussions de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, la dynamique de l'offre et de la demande d'énergie et les hausses de taux des banques centrales constituent autant de facteurs perturbants pour les marchés. Alors même que nous observons des pressions baissières sur la croissance, les pressions à la hausse sur l'inflation se sont accentuées depuis un certain temps (répression financière), la conjonction de ces deux tendances affectant les bénéfices des entreprises, en particulier en Europe. L'évolution du *policy mix* monétaire et budgétaire ajoute une autre couche de complexité qui va durcir les conditions financières. **Nous pensons que les investisseurs doivent privilégier les stratégies de valeurs relatives et jouer les divergences : rester prudent sur les actions européennes et exploiter de manière sélective la résilience des États-Unis et la réouverture de la Chine.** En ce qui concerne la durée, la neutralité et l'agilité sont à privilégier. En outre, la corrélation positive entre les actions et les obligations exige une diversification par le biais de solutions alternatives telles que les matières premières (par exemple, le pétrole ou l'or).

Des idées à conviction forte

Nous privilégions une certaine prudence sur les actions en raison essentiellement de notre positionnement sur l'Europe, mais nous maintenons notre préférence régionale pour les États-Unis. L'Europe souffre davantage de la crise ukrainienne et de son impact sur l'inflation et la demande ainsi que de la faiblesse des bénéfices des entreprises. Dans les pays émergents où nous recherchons des opportunités de valeur relative, notre regard sur la Chine devient plus favorable (par rapport à l'Inde où les matières premières ont un impact inflationniste) en raison de sa

désynchronisation avec l'économie mondiale et des politiques chinoises de relance.

Nous avons réduit notre position prudente sur la durée (États-Unis, Europe core) et évolué vers la neutralité sur les obligations, en raison de la forte hausse des rendements core aux États-Unis et en Europe et de l'apparition d'inquiétudes quant à la croissance économique. Toutefois, nous restons flexibles compte tenu des incertitudes liées à la trajectoire de l'inflation et aux niveaux que les taux des banques centrales atteindront en fin de cycle. Au Royaume-Uni, nous ne croyons plus à la pentification du segment de 2 à 10 ans de la courbe des rendements. L'aplatissement des courbes de taux mondiales, suite à l'augmentation importante des rendements à court terme du fait de l'attitude restrictive des banques centrales, pourrait exercer une pression à la hausse sur les taux courts britanniques. Nous recommandons aux investisseurs de rester actifs sur l'ensemble des courbes et des régions afin de tirer parti de toute opportunité future.

Concernant la dette périphérique en euros, nous sommes moins constructifs qu'auparavant sur les BTP italiens à 10 ans. Le discours plus musclé de la BCE et la tendance générale à la hausse des rendements core ont provoqué une certaine volatilité. Nous surveillons de près la communication et les efforts de la BCE pour éviter une fragmentation de la zone euro. **Ailleurs, nous pensons que la détermination de la Fed à resserrer sa politique pourrait affecter les obligations des pays émergents, sur lesquelles nous sommes désormais neutres. La situation est néanmoins dynamique et nous restons donc vigilants.** Sur les marchés du crédit, nous continuons à penser

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, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds. QT = resserrement quantitatif.

GESTION
DIVERSIFIÉE

que les titres IG des États-Unis offrent des opportunités dans un contexte de résilience des bénéficiaires, de consommation élevée et de fondamentaux solides des entreprises américaines. Cependant, nous nous méfions des paris directionnels sur le segment HY en raison des risques de creusement des *spreads* et de nouvelle augmentation des défauts. La hausse de la volatilité peut offrir des opportunités, mais nous restons sélectifs.

Sans surprise, les décisions politiques des banques centrales affectent les marchés des changes. Nous sommes moins constructifs sur le JPY (par rapport à l'EUR) maintenant que la banque centrale japonaise a décidé de maintenir son attitude très accommodante. Nous conservons en revanche notre opinion positive sur le CHF/EUR et notre position prudente sur l'EUR/USD dans un contexte de différentiel de taux d'intérêt important en faveur des États-Unis. Le dollar devrait

continuer à faire bonne figure face au CAD. Sur les marchés émergents, malgré notre prudence vis-à-vis des devises en général, nous restons positifs sur le BRL face au PLN et au HUF. Le réal brésilien devrait bénéficier de la hausse des prix des matières premières tandis que la Pologne et la Hongrie sont importatrices de matières premières et géographiquement proches du conflit ukrainien.

Risques et couvertures

Les coûts de couverture ont augmenté en raison de la forte hausse de la volatilité. Nous recommandons aux investisseurs d'évaluer le rapport coût-efficacité des couvertures et de maintenir les protections sur le crédit, les devises et les actions. Il convient de se protéger en gardant à l'esprit les risques liés aux prochaines saisons de publication des résultats ainsi que le risque de récession (encore limité pour l'heure).



MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Dettes souveraine et crédit investment grade en ligne de mire



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La volatilité pourrait persister dans un contexte d'incertitude quant aux perspectives de croissance et d'inflation, mais à leur niveau actuel, les rendements souverains sont plus attractifs qu'auparavant

Les pressions inflationnistes, la persistance de goulets d'étranglement et le resserrement des conditions financières pourraient mener certaines économies développées à la récession. Les banques centrales interviennent vigoureusement pour contrôler l'inflation, et les taux à court terme sont donc appelés à dépasser le taux neutre. La grande question pour les marchés est de savoir quel degré de resserrement monétaire s'avérera nécessaire et quel en sera l'effet sur la demande des consommateurs et les bénéfices des entreprises. **Concernant les rendements, il faut s'attendre à une poursuite de la volatilité, mais leurs niveaux actuels deviennent attractifs si l'on considère que la croissance est orientée à la baisse et que l'inflation atteint son pic. Côté crédit, il convient de s'intéresser aux actifs de meilleure qualité pour les portefeuilles et de se tenir à l'écart des segments à haut risque et endettés.**

Obligations mondiales et européennes

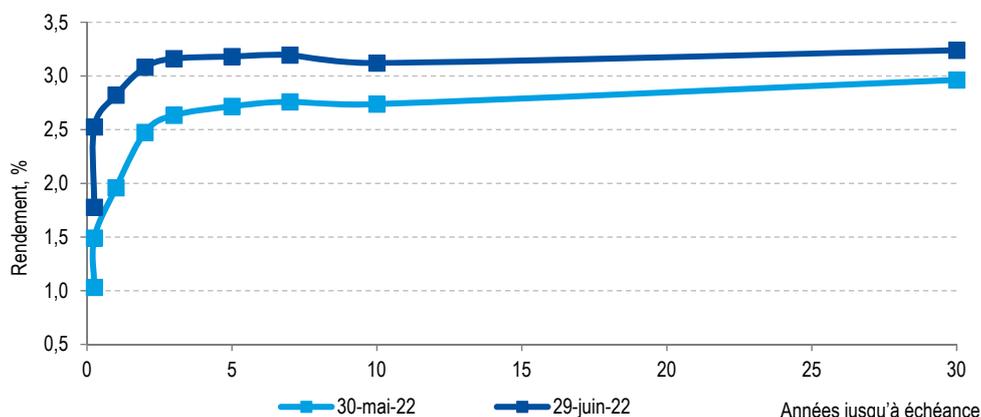
Nous restons proches de la neutralité sur la durée en général, mais gardons un positionnement flexible sur l'ensemble des régions et des courbes de rendement compte tenu du manque de visibilité sur les taux finaux et des craintes liées à l'inflation et à la croissance économique. **En Europe et au Royaume-Uni, par exemple, nous sommes légèrement prudents, voire neutres, mais nous restons défensifs aux États-Unis.** Sur les points morts d'inflation, nous ne sommes plus positifs, car nous pensons que la politique

musclée de la Fed pourrait entraîner des mouvements à la hausse des taux réels. En revanche, concernant la dette périphérique, nous restons neutres et surveillons l'évolution de la politique de la BCE et la manière dont la banque centrale aborde la question de la fragmentation de l'UEM au moyen de son outil anti-fragmentation qui reste à préciser. **Les obligations chinoises continuent d'offrir des opportunités de diversification.** Sur les marchés du crédit, les primes des nouvelles émissions peuvent être attractives, à condition d'être sélectif. De manière générale, **nous préférons l'IG américain à l'IG européen** et pensons que les fondamentaux sont robustes. Les préoccupations en matière de croissance et de liquidité pourraient toutefois exercer une pression sur les segments plus risqués. Il convient donc de conserver des marges de sécurité suffisantes et de s'écarter des signatures plus risquées au profit de titres de qualité, notés A et plus liquides.

Obligations américaines

La Fed continue de viser un « atterrissage en douceur », mais nous pensons qu'elle pourrait tenir compte du ralentissement de la croissance économique en cherchant un équilibre permettant de contenir l'inflation sans entraver la croissance. Nous pensons également que l'emploi et la demande des ménages restent forts, ce qui devrait empêcher une récession à court terme. Ainsi, même si les marchés anticipent déjà un durcissement important de la politique monétaire de la Fed, le risque reste bidirectionnel pour les

Nouveau réajustement de la courbe des rendements américains en juin



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 29 juin 2022.

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, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

rendements. C'est pourquoi **nous sommes quasi neutres, tout en restant très actifs**. Sur le segment des actifs de consommation, les MBS d'agence semblent s'être remis des craintes liées au resserrement quantitatif et nous pensons qu'ils offrent un bon potentiel moyennant une approche sélective. **Nous mettons l'accent sur la qualité dans le domaine du crédit d'entreprises** et, ce faisant, limitons la durée de nos *spreads*. Ce point est important, car les valorisations du crédit (IG et HY) sont proches de leurs moyennes à long terme, mais ne sont certainement pas bon marché (dans l'ensemble) et pourraient être affectées si la liquidité s'assèche. La liquidité et les facteurs spécifiques aux entreprises sont donc à considérer en priorité.

Obligations des marchés émergents

Dans un contexte de prudence globale, nous pensons que la croissance des marchés émergents ralentira en 2022, avant de rebondir en 2023. Nous sommes un peu

moins prudents sur la durée compte tenu des évolutions observées cette année. Sur le marché de la dette en devises fortes, les valorisations du HY sont plus attractives que celles de l'IG. Sur le marché de la dette en devises locales, la sélectivité reste primordiale compte tenu des incertitudes en matière d'inflation et de notre prudence sur les devises émergentes. Au niveau régional, nous privilégions les pays exposés au cycle des matières premières (Amérique latine et Afrique du Sud).

Devises

Nous sommes optimistes sur le dollar en raison des prévisions de hausse des taux, mais nous en surveillons les évolutions de près. Nous restons en revanche prudents sur l'EUR, le JPY et le CNY. Concernant les marchés émergents, les devises des pays exportateurs de matières premières (MXN, CLP) bénéficient de la hausse des prix, alors que les devises d'Europe de l'Est sont pénalisées.



ACTIONS

Moment de vérité pour les bénéfices



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Le pouvoir de fixation des prix est primordial et ce n'est qu'une question de temps avant que les bénéfices soient mis sous pression, ce n'est donc pas le moment de faire des compromis sur la solidité des bilans

Évaluation globale

Nous insistons depuis un certain temps sur le fait que les valorisations ne sont pas totalement justifiées compte tenu des risques pesant sur la croissance économique, mais les marchés ne s'en sont rendus compte que récemment. **Les craintes liées à la croissance, le durcissement énergétique des politiques monétaires et l'inflation élevée sont à l'origine de la récente correction.** Pour l'avenir, nous pensons que la croissance des bénéfices pourrait être affectée par la baisse des revenus disponibles et par la hausse des coûts de financement et du coût des intrants (les bénéfices pourraient être revus à la baisse). Toutefois, ceci ne sera pas ressenti de manière égale dans tous les secteurs, régions et entreprises. Les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix et proposant des produits différenciés devraient mieux s'en sortir. **La sélection de titres reste le facteur clé des performances à long terme, mais nous exploitons également les divergences régionales (préférence à court terme pour les États-Unis et la Chine).**

Actions européennes

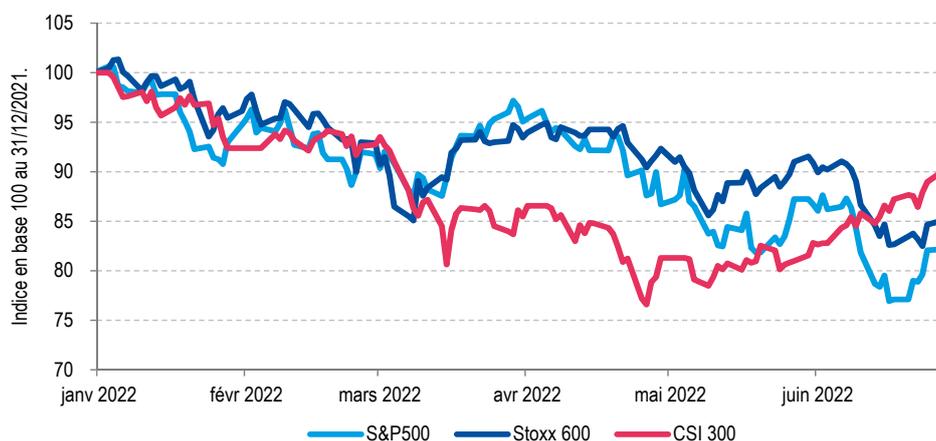
Dans un contexte difficile pour l'Europe, nous pensons que la hausse des prix des intrants et des taux pèsera sur les bénéfices des entreprises et les valorisations. Nous notons également que la dispersion des valorisations est élevée dans tous les secteurs et estimons qu'il convient d'appliquer une stratégie *barbell*, avec des valeurs défensives (santé, produits de base) d'un côté et des entreprises *value* cycliques (matériaux, industrie) de

l'autre. **Il est toutefois important de rester équilibré, de maintenir un biais qualité dans les portefeuilles et de se concentrer sur le pouvoir de fixation des prix et la solidité du bilan des entreprises.** En effet, les entreprises capables de répercuter la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs sont susceptibles de préserver leurs marges. Nous maintenons donc la sélection comme notre principal déterminant de risque. Nous restons prudents sur les technologies de l'information et les services aux collectivités, en particulier dans les segments où les valorisations sont tendues et où nous jugeons le rapport risque/rendement peu attractif.

Actions américaines

L'« effet richesse » (perte de valeur des actifs qui décourage les dépenses discrétionnaires), associé à une inflation élevée, pourrait entraîner un ralentissement de la croissance. Pour autant, notre scénario central ne prévoit pas de récession. La récente correction a fait baisser les valorisations, mais les multiples ne sont pas bon marché et les entreprises sont toujours exposées au risque de correction des bénéfices, car les marges restent élevées. D'un autre côté, le consensus actuel prévoit une inflation élevée et un ralentissement de la croissance, même si les marchés peinent à le comprendre. **Nous maintenons notre conviction en faveur des entreprises qui rémunèrent leurs actionnaires par des rachats ou des dividendes et qui maintiennent leur efficacité opérationnelle dans un contexte de hausse des prix des intrants.** De telles entreprises existent dans les segments qualité et *value* de marchés dont les

Persistance des divergences régionales sur les marchés d'actions



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au lundi 27 juin 2022.



ACTIONS

prix sont raisonnables. Par ailleurs, nous nous intéressons aux entreprises rentables dans certains secteurs de croissance, qui après leur correction sont redevenues attractives, mais la sélection reste essentielle. Nous sommes en revanche prudents vis-à-vis des entreprises de croissance non rentables et recherchons, au contraire, celles qui présentent un rendement stable des capitaux propres. C'est le cas notamment des titres *value* et des banques américaines, ainsi que d'une sélection de titres des secteurs de l'énergie, des matériaux et de la santé. Nous privilégions néanmoins les secteurs moins cycliques et davantage axés sur la qualité.

Actions émergentes

Nous conservons une position prudente au vu de la forte incertitude globale. **Des valorisations attractives associées à de fortes divergences subsistent au niveau des pays, ce qui nous permet d'être très sélectifs** en privilégiant les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU). En Chine, le climat est devenu favorable, notamment concernant la consommation discrétionnaire, en raison du rebond attendu de la demande. De manière plus générale, nous maintenons notre préférence pour le style *value* par rapport au style croissance.



ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		Une récession n'est pas notre scénario central, mais la poursuite du resserrement monétaire de la Fed dans un contexte d'inflation élevée pourrait avoir des répercussions sur la croissance et, partant, sur les bénéfices des entreprises. La consommation et les marchés du travail restent vigoureux. Nous sommes sélectifs et privilégions les actions value, qualité et de rendement. Nous évitons en revanche les titres de croissance chers et les méga-capitalisations.
	Actions US Value	+		La correction du mois dernier n'a pas réussi à enrayer la surperformance des actions value. Il convient néanmoins de rester sélectif, de s'intéresser aux entreprises des segments moins cycliques et de conserver un biais qualité. Les entreprises capables de reverser leurs surplus de liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes, etc., en période d'inflation élevée doivent être privilégiées, moyennant une analyse <i>bottom-up</i> approfondie.
	Actions US Croissance	-		Alors que la réévaluation des actions et des taux se poursuit, nous pensons que les valeurs de croissance dont les valorisations dépendent de flux de trésorerie à très long terme pourraient baisser davantage. Si les valorisations ont reculé dans certains secteurs comme la technologie, elles ne sont toujours pas bon marché et nous restons donc globalement prudents vis-à-vis des valeurs de croissance.
	Europe	-	▼	La guerre Russie-Ukraine exacerbe les pressions inflationnistes et pourrait peser sur la demande dans la région, affectant au passage les bénéfices des entreprises (et donc les valorisations). Dans ce contexte, nous restons vigilants à court terme et pensons que les entreprises présentant un bilan solide et la capacité de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs devraient être en mesure de préserver leurs bénéfices.
	Japon	=		Un ralentissement de la croissance mondiale pourrait peser sur le marché japonais, tourné vers les exportations. Un yen faible pourrait cependant soutenir les actions du pays. Nous sommes neutres compte tenu de la nature cyclique du marché national.
	Chine	=/+	▲	La désynchronisation de l'économie chinoise par rapport à celle du reste du monde, les politiques de soutien et le redémarrage de l'économie permettent de dresser un tableau plus favorable, d'autant plus que le pays s'oriente vers un modèle de croissance saine reposant sur la consommation intérieure. Nous sommes constructifs sur les actions du marché intérieur tout en restant sélectifs.
	Marchés émergents	=		Nous restons prudents même si nous observons des valorisations attractives après la récente réévaluation. La sélectivité reste de mise dans cet univers très fragmenté, où nous privilégions les exportateurs de matières premières (Brésil, Émirats arabes unis) et les titres portés par une demande intérieure forte. Nous sommes globalement attentifs aux valorisations et continuons de privilégier le style value à la croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		À mesure que la Fed poursuit vigoureusement son resserrement monétaire, les rendements core subissent la double pression de la croissance économique et de la hausse des taux de la Fed. Nous restons, pour l'instant, proches de la neutralité avec un biais légèrement négatif et nous tenons prêts à ajuster ce positionnement en fonction de l'évolution des taux finaux et de l'inflation. Nous limitons notre opinion sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation).
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/		Nous restons légèrement positifs sur l'investissement grade américain, en particulier sur les titres de crédit les mieux notés, car ils offrent un potentiel de portage attractif tandis que le pays bénéficie d'une consommation vigoureuse et de marchés du travail résilients. Les fondamentaux des entreprises sont également solides du fait de la capacité des entreprises à répercuter les hausses de coûts des intrants sur les consommateurs. Pour autant, les valorisations ne sont pas bon marché.



ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Notre attention à la liquidité et aux facteurs spécifiques aux entreprises nous amène à rester neutres sur le haut rendement. Nous sommes attentifs à tout risque d'élargissement des <i>spreads</i> causé par le positionnement monétaire agressif de la Fed ou par une dégradation des conditions financières.
	Govies Europe	=		L'incertitude économique et les risques de fragmentation, associés à l'inflation élevée et au durcissement de ton de la BCE, justifient un positionnement quasi neutre sur la durée des obligations core européenne. Nous restons néanmoins flexibles et tactiques dans notre approche des courbes de rendement européennes et surveillons de près la trajectoire des politiques monétaires et budgétaires. Nous sommes neutres sur la dette périphérique. Nous attendons plus de visibilité sur le nouveau dispositif de la BCE destiné à prévenir la fragmentation à mesure que la banque centrale cherche à resserrer sa politique sans nuire à la croissance.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les incertitudes persistantes concernant la croissance, le discours musclé de la BCE et les préoccupations relatives aux bénéfices (en raison du coût élevé des intrants) assombrissent quelque peu les perspectives, même si les fondamentaux des entreprises restent solides pour le moment. Les investisseurs sont invités à privilégier les titres liquides de qualité supérieure aux entreprises fortement endettées.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les taux de défaut sont actuellement peu élevés, mais si l'environnement économique se dégrade, des problèmes de liquidité pourraient apparaître. C'est pourquoi nous distinguons les titres à haut rendement en fonction des risques de liquidité et de qualité, de manière à identifier les bilans résilients. De manière générale, nous ne souhaitons pas prendre d'exposition directionnelle à cette classe d'actifs.
	Govies Chine	=/+		Les obligations chinoises continuent d'offrir des opportunités de diversification aux portefeuilles mondiaux. Ceci, associé à l'attitude légèrement accommodante de la PBoC, devrait être positif pour les obligations d'État.
	Émergents Dette en devise forte	=/+	▼	Nous sommes légèrement positifs sur les obligations en devise forte, avec une préférence pour le haut rendement où nous pensons que les valorisations sont attractives par rapport à celles de l'investment grade. Nous conservons néanmoins un important biais de sélection bottom-up.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous percevons des divergences dans l'univers de la dette en devise locale, avec un biais favorable à l'Amérique latine (exportatrice de matières premières) alors qu'une certaine prudence s'impose vis-à-vis de l'Asie. Nous sommes particulièrement prudents vis-à-vis des devises émergentes en raison de la hausse des taux américains et du risque de fuite vers les valeurs refuges.
AUTRES	Matières premières			Durant les phases d'inflation, les matières premières offrent un potentiel de diversification intéressant. Nous sommes légèrement positifs sur le pétrole sur fond d'anticipations de pénurie d'offre, qui devrait compenser la modération de la demande à moyen terme, même si les prix restent volatils à court terme. Notre objectif de cours à 3 mois pour le WTI est de 105 dollars/baril.
	Devises			Nous ne voyons aucune raison pour que le rallye de l'USD s'arrête dans l'immédiat et nous pensons que l'EUR/USD pourrait se rapprocher de la parité (objectif à 6 mois maintenu à 1,02) sur fond de fermeté de la Fed, de gains de productivité aux États-Unis et de ralentissement de la croissance économique en Europe.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 28 juin 2022, 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 investment grade, 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

INFORMATION IMPORTANTE

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 07 juillet 2022. 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: 8 juillet 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - d3sign

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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, *Spécialiste Investment Insights*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DELBO'Debora, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

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*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights*