

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## La guerre menace les perspectives économiques

Le premier mois de guerre entre la Russie et l'Ukraine a entraîné une hausse généralisée de la volatilité, malgré quelques signes récents de stabilisation sur les marchés d'actions. **L'Europe est la zone la plus exposée, de par les effets de la hausse des prix de l'énergie, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de sa proximité géographique** avec la zone du conflit. Toutefois, la crise des matières premières va bien au-delà de l'énergie et concerne aussi les matières premières agricoles et les métaux. Dans ce contexte, la demande de valeurs refuges telles que l'or reste forte, tandis que les rendements des bons du Trésor ont récemment été tirés par la hausse des anticipations d'inflation et de taux, les rendements progressant sur l'ensemble de la courbe. L'incertitude sur le front de la guerre reste élevée et les marchés s'efforcent d'anticiper les nouvelles sanctions qui pourraient frapper la Russie, les prochaines étapes diplomatiques qui pourraient s'avérer plus productives ou, dans le cas contraire, les risques d'une aggravation de la crise en termes de durée et de portée géographique.

À ce stade, quatre questions brûlantes se posent en matière d'investissement :

- 1. Nous dirigeons-nous vers une récession mondiale ?** Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance mondiale de 0,5 % en 2022 (pour les ramener dans une fourchette de 3,3 à 3,7 %) compte tenu de l'impact de la hausse des prix des matières premières. Cet impact diffère toutefois d'un pays à l'autre. Les États-Unis, sans être à l'abri, semblent mieux résister au choc que la zone euro. Une récession mondiale devrait être évitée, mais le risque de récession technique est plus élevé en Europe.
- 2. Quel est le degré de risque d'erreur politique de la part des banques centrales (BC) ?** La tâche des banques centrales n'est pas aisée et le risque d'erreurs de politique est élevé, surtout en ce qui concerne la BCE, dans un contexte de perspectives économiques plus incertaines (tant au niveau de l'UE que des pays individuels) et de risques croissants de fragmentation de la zone euro. Les choses ne sont pas faciles non plus pour la Fed. Malgré sa première hausse de taux depuis 2018, elle reste en décalage face à l'inflation et pourrait devoir ajuster sa trajectoire compte tenu de l'importance du thème de l'inflation dans le débat politique.
- 3. Quel est le risque de pénurie de liquidités ?** La liquidité s'est réduite dans toutes les principales classes d'actifs, la profondeur du marché se détériorant de manière générale. À l'heure actuelle, nous ne voyons pas de risque significatif de pénurie de liquidités, mais il est indispensable de rester vigilant et de constituer des réserves de liquidités.
- 4. Marchés : où en est le processus de restauration de la valeur ?** Nous confirmons une approche prudente, mais reconnaissons que des opportunités d'achat peuvent se présenter dans l'avenir proche et nous restons donc prêts à ajuster tactiquement notre niveau de risque. Un processus de restauration de la valeur est bien en cours, mais il reste incomplet et fragmenté. Plus particulièrement, les impacts réels des actions de la Fed et de la BCE ne sont toujours pas visibles. Ceci plaide en faveur d'un peu de patience, car la volatilité supplémentaire à venir offrira des points d'entrée.

Dans ce contexte, nos principales convictions sont les suivantes :

- **Les taux à long terme sont toujours trop bas dans un contexte d'inflation élevée persistante.** Les virages restrictifs récents des banques centrales confirment que les taux sont orientés à la hausse. Nous continuons de privilégier les durations courtes et restons tactiques dans l'ajustement de notre position de durée, car cela peut faciliter les couvertures en période de turbulences.
- **Côté actions, nous continuons à privilégier les valeurs décotées avec un biais plus marqué pour la qualité pour traverser cette crise.** Il reste important d'être très sélectif et de s'intéresser aux entreprises dont le modèle économique est solide et qui sont en mesure de répercuter les hausses des prix sur les consommateurs. Au niveau régional, **les États-Unis devraient continuer à mieux résister que l'Europe, où le risque de récession des bénéfices est plus élevé. Nous sommes donc relativement optimistes quant aux actions américaines par rapport aux actions européennes.** Les perspectives pour les actions chinoises sont tactiquement plus prudentes, en raison de l'alourdissement du risque réglementaire et de l'extrême volatilité.
- **Côté crédit, les risques, à ce stade, sont davantage liés à la liquidité qu'aux fondamentaux.** Les conditions financières se resserrent, il est donc important de rester attentif au risque de liquidité. De manière générale, nous sommes plus prudents sur les segments à haut rendement, notamment en Europe, où un nouveau creusement des *spreads* est possible.

### Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Ne pas augmenter le risque et continuer à se concentrer sur la liquidité, compte tenu des incertitudes sur la politique des BC et la croissance des bénéfices.

#### Changements par rapport au mois dernier

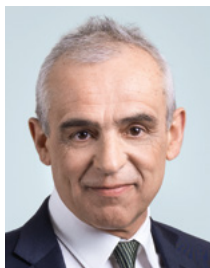
- ▶ Jouer l'impact relatif de la crise sur les perspectives de bénéfices avec une préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe.
- ▶ Ajustements tactiques de la durée.
- ▶ Ajustement des couvertures, y compris des devises.

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

- La volatilité restera élevée et malgré de fortes corrections du marché, **nous maintenons des couvertures en place compte tenu de l'issue incertaine de la crise.** En outre, pour construire des portefeuilles plus résilients, il convient de continuer à se concentrer sur les zones de diversification. Dans cette optique, on pourra s'intéresser aux obligations d'État chinoises avec une perspective de long terme. Les devises peuvent également jouer un rôle en matière de diversification. Nous privilégions ici le franc suisse, compte tenu de son attractivité en période de tensions sur les marchés.

En conclusion, nous pensons qu'il faut résister à la tentation d'allocation d'actifs agressive, car la visibilité est encore trop faible. Il convient, en revanche, de **continuer à envisager la construction de portefeuille sous l'angle de l'inflation (et des taux réels) à la recherche de zones de résilience.**



**Pascal BLANQUÉ,**  
Chairman, Amundi Institute

---

*Tant que les valorisations n'intègrent pas plus largement le nouveau régime et les risques de stagflation qui se profilent, une certaine prudence est de mise*

---

## Considérations d'un investisseur sur l'impact de la guerre dans un contexte de changement de régime

Dans le passé récent, les crises géopolitiques ont entraîné des chocs initiaux négatifs de courte durée sur les marchés, suivis par des reprises rapides dues à la perception d'évolutions positives, offrant ainsi des opportunités d'achat aux investisseurs. Dans le cas présent, toutefois, le conflit entre la Russie et l'Ukraine constitue une difficulté supplémentaire, en plus de la **fragmentation accrue** et de l'inflation plus élevée qui caractérisent le scénario de changement de régime que j'appelle le « retour aux années 70 ». Les investisseurs devront considérer quatre grands facteurs macroéconomiques qui détermineront les performances des portefeuilles :

- 1. Le facteur croissance devient moins favorable**, notamment en Europe (voir l'article page suivante), où la trajectoire globale de retour au potentiel est rallongée par la crise. → Le crédit est plus exposé à une réévaluation que certains segments des marchés d'actions.
- 2. Le facteur inflation s'est renforcé et constitue un sujet brûlant.** → La trajectoire des bénéfices dépend de manière encore plus cruciale de la capacité à répercuter les pressions inflationnistes.
- 3. Le facteur taux réels reste favorable.** Les banques centrales continuent de faire preuve d'un certain laxisme vis-à-vis de l'inflation, même en tenant compte des prévisions. → Les taux réels resteront négatifs dans un environnement de répression financière. Ceci devrait compenser l'impact négatif de l'affaiblissement du facteur croissance dans certains segments d'actions (aux États-Unis, en particulier).
- 4. Le facteur liquidité a passé le pic** et la liquidité macroéconomique mondiale est en baisse. → La réduction des liquidités injectées par les banques centrales contribuera à entretenir une volatilité globalement élevée.

Le réajustement des anticipations de politique monétaire et l'évaluation des dégâts économiques causés par le conflit sont à l'origine du processus de réorganisation des primes de risque, qui finiront par s'aligner sur l'équilibre du nouveau régime. Par conséquent, les investisseurs en recherche de points d'entrée devront **surveiller les valorisations pour identifier le moment où elles commencent à être en phase, voire à offrir un écart positif et attractif par rapport à l'équilibre attendu dans le nouveau régime (où la stagflation sera le principal risque).**

Les investisseurs devront résister à la tentation de trop renforcer leurs positions en obligations souveraines. Il est possible de gérer la durée de manière plus flexible, mais les durées courtes sont la meilleure alliée. Dans la quête de sécurité face à la hausse des risques stagflationnistes, les actions présentant des caractéristiques obligataires pourraient bénéficier d'un statut d'actifs core « refuges ». Celles-ci se caractérisent par une forte visibilité sur leurs bénéfices et de faibles niveaux d'endettement.

## Risques stagflationnistes en Europe



**Monica DEFEND,**  
Directrice d'Amundi Institute

La guerre Russie-Ukraine est susceptible d'affecter l'économie européenne via deux canaux principalement.

- 1. Exposition directe.** En 2020, la Russie était le cinquième partenaire commercial de l'Union européenne (UE), les exportations vers la Russie représentant environ 6 % du total des exportations de l'UE.
  - 2. Exposition indirecte.** La vulnérabilité énergétique de l'UE reste considérable, car la Russie est son principal fournisseur de pétrole brut, de gaz naturel et de combustibles fossiles solides. Ainsi, les canaux du pétrole et du gaz sont-ils la principale source de stress.
- **Révision à la baisse de la croissance et à la hausse de l'inflation en 2022.** Le PIB serait affecté de -1 % à -1,5 % (baisse de la consommation et des investissements), ce qui se traduirait par une croissance en glissement annuel de l'ordre de 2 à 3,2 %. La région est confrontée au risque de stagflation le plus élevé et la possibilité d'une récession temporaire est intégrée dans la partie basse de nos projections. En ce qui concerne l'inflation, l'IPC devrait progresser de 1,5 % par rapport à notre précédente estimation, le pic d'inflation (6 à 7 %) étant encore à venir (peut-être au deuxième trimestre) et l'inflation annuelle moyenne devrait se situer à 6 % pour l'année. En revanche, au quatrième trimestre, l'inflation pourrait retomber entre 4 et 5 %.
  - **Inquiétudes sur les bénéfices.** Une récession des bénéfices pourrait survenir en Europe avant même qu'une récession économique ne se déclenche. Si nous considérons l'inflation sous l'angle de l'IPP et de l'IPC<sup>1</sup> et les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement (c'est-à-dire la hausse des prix des intrants, des matières premières et de l'énergie), on se rend compte qu'il existe un écart considérable. Cela signifie que si les producteurs n'augmentent pas les prix, leurs marges seront affectées, car ils seront obligés d'absorber la hausse des coûts. Mais si les entreprises augmentent leurs prix, le risque est que les volumes soient affectés, ce qui pourrait éventuellement peser sur les bénéfices.

**Conséquences en matière d'investissement.** Nous recommandons un positionnement neutre sur les actions mondiales. Un recalibrage est en cours sur les marchés obligataires. La faiblesse des facteurs techniques, caractérisée par une combinaison de facteurs tels que le retrait du soutien des banques centrales, la hausse des taux et la pression sur la croissance économique, plaide pour une allocation défensive au crédit. En outre, les pressions sur la liquidité et la fuite vers la qualité impliquent un renforcement des emprunts d'État et des liquidités. Enfin, la persistance de l'inflation exige un biais positif sur les actifs sensibles à l'inflation, à savoir les obligations indexées sur l'inflation, l'or et certains actifs réels.

<sup>1</sup> IPP = indice des prix à la production, IPC = indice des prix à la consommation,

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Ne pas se précipiter sur le marché, jouer les États-Unis contre l'Europe



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



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

*Nous préférons les opportunités de valeur relative aux paris stratégiques pour le moment, sans pour autant augmenter notre exposition au risque directionnel*

Les marchés financiers et l'environnement économique sont actuellement influencés par trois grandes forces : les anticipations d'inflation et de croissance, la réponse (budgétaire et monétaire) des responsables politiques à ces anticipations et l'évolution du paysage géopolitique. Nous nous attendons à ce que les deux premières forces soient de plus en plus affectées par la troisième, ce qui réduirait la visibilité globale sur les trajectoires économiques à venir.

Par conséquent, ce n'est pas le moment de revenir sur le marché de manière agressive, malgré les récents signes de stabilisation. Il convient, en revanche, de se concentrer sur la liquidité, la diversification (pour inclure l'or et les matières premières, entre autres actifs) et d'affiner l'exposition en tenant compte des opportunités de valeur relative. En outre, les couvertures et les devises doivent être considérées comme des piliers essentiels des portefeuilles, l'accent étant mis sur les risques politiques et les flux de fuite vers la qualité.

### Des idées à conviction forte

**Nous restons globalement neutres sur les actions, mais recherchons les opportunités tactiques de valeur relative.** Nous devenons plus constructifs sur les États-Unis par rapport à l'Europe. La détermination résolue de la Fed à lutter contre l'inflation à court terme provoque un aplatissement de la courbe qui devrait profiter au marché américain, notamment dans certains segments de croissance. Nous avons donc mis en œuvre une approche de sélection de valeurs cohérente, en réduisant notre biais *value* durant la phase actuelle. Le risque accru d'affaiblissement de la dynamique des bénéfices en Europe plaide pour une attitude plus prudente dans la région. Nous restons neutres dans les marchés

émergents et sommes également passés à neutre sur les actions chinoises en raison de la volatilité exceptionnelle et des risques liés aux nouveaux confinements.

**Tout en maintenant une vision globalement prudente sur la durée,** nous pensons désormais que les Bunds allemands pourraient bénéficier des flux vers les valeurs refuges et des préoccupations liées à la croissance économique européenne découlant du conflit Ukraine-Russie. Néanmoins, la volte-face allemande sur l'augmentation des dépenses militaires fait grimper les projections de financement du gouvernement, ce qui pourrait augmenter les émissions d'obligations, poussant de ce fait les rendements à la hausse (ceux-ci étant également soutenus par le récent durcissement de ton de la BCE). Nous suivons donc de près la situation et restons flexibles.

Concernant la dette périphérique, nous maintenons notre positionnement optimiste sur les BTP italiens par rapport à la dette allemande. Nous sommes bien sûr conscients des pressions exercées sur les BTP en raison du mouvement de fuite vers la qualité sur le marché, pour autant, nous pensons que les fondamentaux italiens sont solides, tant en termes de croissance économique (grâce aux fonds du dispositif NGEU) qu'en termes de stabilité politique. En Chine, malgré notre conviction de long terme quant aux avantages de diversification de la dette locale, nous pensons que la classe d'actifs est confrontée à des vents contraires liés à la devise, en raison de risques de sorties de capitaux résultant des tensions entre les États-Unis et la Chine et de la faiblesse du CNH qui s'ensuivrait.

**Les marchés du crédit pourraient être impactés par une volatilité croissante, des pressions haussières sur les taux de**

### 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

**référence et une inflation plus élevée.** En outre, les bénéfices des entreprises suscitent l'inquiétude des marchés en raison du risque d'affaiblissement de la croissance du PIB en Europe. Pris ensemble, tous ces éléments pourraient entraîner un élargissement des *spreads*. Nous avons donc abandonné notre positionnement légèrement positif sur le HY EUR et restons neutres sur l'IG et le crédit de manière générale. Cela étant, nous pensons que les fondamentaux des entreprises sont actuellement solides et que les bilans sont sains, ce qui nous permet de rester attentifs sur ce marché.

**Nous pensons que l'univers des devises est de plus en plus tributaire de la géopolitique et de l'environnement macroéconomique.**

Compte tenu du renforcement des flux vers les actifs en CHF en raison de ses caractéristiques protectrices, nous sommes désormais positifs

sur le CHF contre l'EUR. Nous maintenons notre position défensive sur la livre sterling face à l'euro en raison de l'isolement croissant du Royaume-Uni vis-à-vis des États-Unis et de l'Union européenne. Par ailleurs, nous ne sommes plus positifs sur le CNH face à l'EUR, car nous estimons que l'EUR pourrait bénéficier de toute amélioration sur le front de la crise ukrainienne.

### Risques et couvertures

Un régime d'inflation plus élevé et un resserrement des politiques des banques centrales sont les principaux risques à surveiller en 2022, outre le conflit Russie-Ukraine. L'environnement actuel souligne la nécessité de maintenir et d'ajuster les protections des expositions aux actifs risqués à l'aide de produits dérivés et de l'or (couverture tactique).



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



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



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

Avec un soutien limité des responsables politiques (monétaires et budgétaires), les spreads de crédit pourraient se creuser, en particulier si les taux réels commencent à augmenter et que les bénéfices sont mis sous pression

## Vigilance : le crédit est le premier candidat à la correction

Compte tenu des risques de stagflation qui se profilent, nous pensons que des divergences pourraient apparaître entre les trajectoires de croissance économique et d'inflation des États-Unis et de l'Europe. Aux États-Unis, l'inflation est portée par la hausse des salaires et des prix des matières premières, tandis qu'en Europe elle est alimentée par les matières premières. Par conséquent, les évolutions à venir pourraient être marquées par des divergences de politique et par l'imprévisibilité. Cela dit, les banques centrales gardent toujours une certaine liberté vis-à-vis des courbes d'inflation et les déclarations des faucons des deux côtés de l'Atlantique ont plusieurs points communs. Si l'on combine ces durcissements de ton avec d'éventuelles pressions sur les bénéfices, **on obtient une situation dans laquelle les investisseurs doivent faire preuve de prudence vis-à-vis des actifs risqués, malgré la solidité des fondamentaux des entreprises. Les obligations d'État doivent être envisagées pour leur caractère protecteur en période de tensions sur le marché, mais il faut garder à l'esprit que les taux sont orientés à la hausse.**

investisseurs peuvent jouer tactiquement les opportunités au niveau des courbes de rendement, pour lesquelles nous voyons un aplatissement dans la zone euro et une pentification au Canada et en Australie. Ailleurs, l'exposition à la durée chinoise apporte une certaine diversification, tandis que les TIPS américains (emprunts d'État indexés sur l'inflation) semblent utiles pour les stratégies de couverture. Nous convergions vers un point de vue neutre sur le crédit grâce aux produits dérivés qui offrent également des caractéristiques de protection pour les portefeuilles. L'incertitude sur le front géopolitique génère une forte volatilité, avec un biais baissier, notamment pour les cycliques à bêta élevé. Nous sommes donc un peu moins positifs sur la dette subordonnée et les valeurs cycliques (énergie, automobile) en raison des répercussions possibles d'un affaiblissement de la croissance économique. De manière générale, il convient de privilégier la liquidité, d'être attentif à la dégradation des bénéfices et d'éviter les secteurs endettés.

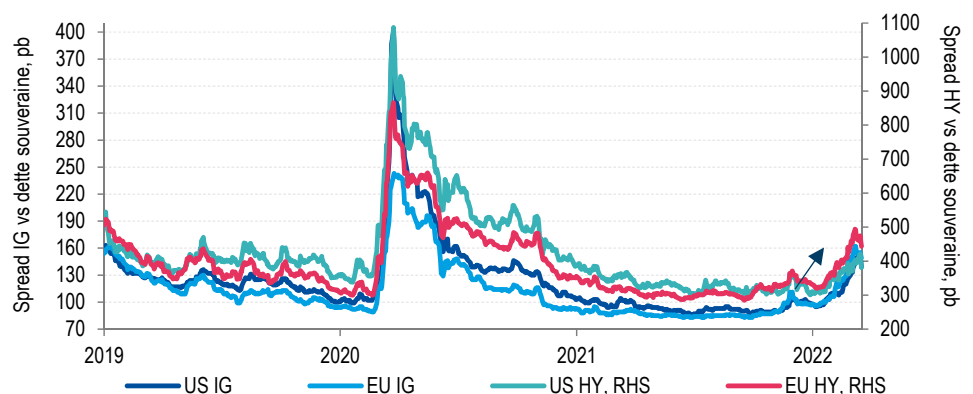
### Obligations mondiales et européennes

**Notre positionnement à long terme reste défensif sur la durée sur les marchés core d'Europe, des États-Unis et du Royaume-Uni, pour autant, dans l'immédiat, nous sommes un peu moins prudents** compte tenu de la fuite des marchés vers la qualité et de la réévaluation des taux en euros. En ce qui concerne la dette périphérique et vu les risques de fragmentation, nous sommes plus prudents sur les BTP italiens. Les

### Obligations américaines

Les rendements core continueront à fluctuer en fonction de l'inflation, des anticipations de mesures politiques et de l'aversion au risque des investisseurs. **Nous convenons que l'activité économique intérieure devrait être stimulée par la vigueur des marchés du travail, les revenus des consommateurs et la relative souplesse des conditions financières.** Ces facteurs, associés à la fin de l'hiver et aux perspectives d'augmentation des approvisionnements en énergie en provenance d'autres pays,

### Pression sur les spreads de crédit



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 18 mars 2022. Spreads des indices ICE BofA.

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.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

devraient contribuer à compenser les répercussions de la hausse du pétrole sur l'économie américaine. Nous conservons donc un biais court sur la duration, mais restons agiles sur les courbes de rendement. D'autre part, les actifs titrisés (immobilier non résidentiel, immobilier commercial) et les MBS d'agences offrent des opportunités sélectives. Nous restons prudents sur les obligations d'entreprises. À noter que nous observons de généreuses concessions sur les nouvelles émissions du marché primaire, les entreprises cherchant à obtenir du crédit dans un contexte d'élargissement des spreads. Nous accordons néanmoins plus d'importance aux facteurs idiosyncrasiques (propres à chaque entreprise). Ainsi, une sélection au niveau des émetteurs s'impose ainsi que le maintien de couvertures solides.

**Obligations des marchés émergents**

Dans un monde émergent fragmenté, nous conservons une position défensive sur la duration et **restons attentifs aux risques de liquidité compte tenu de la hausse de la volatilité**. Ceci devrait permettre aux investisseurs de s'adapter de manière dynamique si des points d'entrée intéressants se présentent. Sur le marché des obligations en devises fortes, nous préférons le HY à l'IG, tandis que sur le marché des obligations en devises locales, nous restons prudents en termes de devises et très sélectifs. Les exportateurs de matières premières pourraient profiter de l'actualité récente et nous explorons donc activement les obligations souveraines et d'entreprises susceptibles de bénéficier de la hausse des prix de l'énergie.



ACTIONS

## Incertitudes sur les bénéfices : privilégier les États-Unis



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



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



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

La baisse des anticipations de croissance et les risques de stagflation en Europe incitent à la prudence dans les segments cycliques et renforcent l'attractivité relative des actions américaines, en particulier les actions de qualité et celles qui versent des dividendes

### Évaluation globale

La volatilité des marchés s'est accrue au cours des dernières semaines, augmentant considérablement les primes de risque et alourdissant les effets liés à la croissance économique. L'Europe, de par sa proximité avec la crise, est plus touchée, contrairement aux États-Unis. Le scénario reste le même, en pire : plus d'inflation et moins de croissance, ce qui pourrait peser sur les bénéficiers. Dans ce contexte, nous continuons à nous appuyer sur l'analyse *bottom-up* et préférons mesurer les répercussions de la guerre à partir des données à venir concernant l'inflation, l'économie et les bénéfices des entreprises pour évaluer les orientations futures. Il est néanmoins clair que l'inflation s'installe à moyen terme. **Ainsi, dans un esprit d'équilibre global, il convient d'exploiter le levier de l'analyse fondamentale, ainsi que les thèmes value, qualité et dividendes pour affronter l'agitation.**

### Actions européennes

L'économie européenne est la plus menacée et les perspectives de bénéfices des entreprises européennes se détériorent. **Dans ce contexte, nous restons déterminés à explorer les opportunités de valeur relative présentées par les dislocations du marché.** Les secteurs manifestement cycliques et sensibles au contexte économique, tels que l'automobile, seront plus touchés, la gravité de l'impact dépendant de la durée et de la profondeur de la crise.

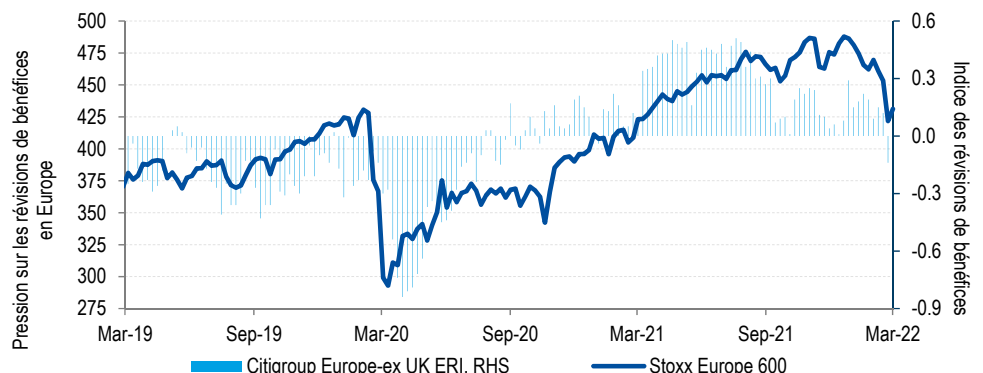
**De manière générale, nous pensons qu'il convient de privilégier les entreprises de meilleure qualité et à forte capitalisation**

**des secteurs cycliques et défensifs.** Notre préférence pour le style *value* à moyen terme demeure. D'un point de vue sectoriel, nous restons positifs sur la consommation non-cyclique et la santé, et avons revu à la hausse nos prévisions pour les industrielles, compte tenu de l'attrait *bottom-up* des entreprises de ce secteur. En revanche, nous restons prudents sur les technologies de l'information (un peu moins) et maintenons notre prudence sur les services aux collectivités.

### Actions américaines

Nous n'anticipons pas de récession économique aux États-Unis, car la liquidité du marché est abondante, le marché du travail solide et les revenus des consommateurs robustes. Cependant, nous percevons certaines difficultés dans la reprise économique qui pourraient empêcher les entreprises d'atteindre leurs objectifs de bénéfices pour 2022. **C'est pourquoi nous continuons, dans nos recherches, d'accorder moins d'importance aux valeurs cycliques et davantage aux entreprises de style value et qualité.** Nous recherchons les signes d'efficacité opérationnelle (faibles dépenses d'investissement/ventes, faibles stocks/progression des ventes, faible rotation du personnel). **D'autre part, nous sommes constructifs sur les entreprises qui récompensent les actionnaires minoritaires par des rachats ou des versements de dividendes.** En revanche, en tant que groupe, nous pensons que les prix des valeurs de croissance sont encore élevés par rapport aux valeurs décotées et nous évitons les valeurs de croissance qui ne sont pas rentables. Au niveau sectoriel, nous sommes constructifs

### Pression sur les révisions de bénéfices en Europe



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 16 mars 2022. Indice European Earnings Revision, échelle de droite. Les valeurs négatives indiquent que les bénéfices ont été révisés à la baisse, tandis que les valeurs positives indiquent une révision à la hausse.

## ACTIONS

sur les services aux consommateurs plutôt que sur la vente au détail dans le segment de la consommation cyclique. En ce qui concerne les banques, nous nous concentrons sur les valeurs bien capitalisées qui ont réduit leur endettement et qui, orientées vers les particuliers, disposent de réseaux nationaux importants. Ces caractéristiques devraient leur permettre de traverser la crise dans de meilleures conditions. Dans le secteur des technologies, nous nous intéressons aux entreprises de qualité à prix raisonnable qui sont moins cycliques, étant donné que les dépenses en technologies sont généralement moins sensibles aux cycles économiques.

**Actions émergentes**

**Les perturbations actuelles (hausse du prix des matières premières, inflation) ne**

**toucheront pas tous les marchés émergents de la même manière.** De ce point de vue, l'Europe de l'Est est la plus exposée, tandis que l'Amérique latine pourrait bénéficier de la hausse des prix des matières premières (effet positif sur le Brésil). Nous sommes également constructifs sur les exportateurs de pétrole et de gaz au Moyen-Orient (EAU). En Asie, la position de la Chine vis-à-vis de la Russie, ses mesures de relance budgétaire et la manière dont le pays gère la nouvelle vague de Covid-19 sont des questions clés que nous surveillons. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et l'immobilier, et maintenons notre tendance à surpondérer les actions décotées par rapport aux actions de croissance.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+	▲	Bien que nous percevions les pressions résultant de la hausse de l'inflation et du retrait du soutien de la Fed, nous pensons également que les marchés du travail sont vigoureux et que les revenus et l'épargne des ménages sont élevés. Ceci, conjugué à la solidité des bilans des entreprises et aux réserves nationales d'énergie, devrait atténuer les risques liés à la hausse des prix de l'énergie. Nous continuons à nous appuyer sur notre processus de sélection bottom-up.
	Actions US Value	+		Les valeurs décotées de qualité présentant un fort pouvoir de fixation des prix, une tendance à maintenir la croissance de leurs bénéficiés et une bonne efficacité opérationnelle constituent des opportunités sélectives, car nous pensons que les valorisations restent attractives sur ce segment. À cela s'ajoutent les opportunités de valeur relative privilégiant les entreprises qui récompensent les actionnaires par des rachats ou des dividendes.
	Actions US Croissance	-		Les valorisations restent élevées sur ce segment, mais nous constatons que certaines valeurs deviennent de plus en plus attractives après la récente correction. Toutefois, la hausse des taux fera pression sur les prix dans les segments encore surévalués. Nous restons globalement prudents.
	Europe	-/ =	▼	Nous pensons que la hausse de l'IPP risque d'impacter les bénéficiés, notamment pour les entreprises qui ne sont pas en mesure de répercuter la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs. Il convient également de noter que, même si les marchés ont rebondi, les valorisations actuelles ne reflètent pas la dégradation des perspectives de bénéficiés dans la région. Ainsi, tout en restant équilibrés, nous recherchons la valeur relative et nous nous concentrons sur les segments qualité, <i>value</i> et dividendes.
	Japon	=		Les prix du pétrole et des autres intrants en général pourraient affecter les marges des entreprises, mais les politiques sont accommodantes. L'évolution de la situation sanitaire est un autre facteur clé qui nous incite à la vigilance sur les bénéficiés.
	Chine	=	▼	Les récents confinements liés au Covid-19 dans deux grandes villes, Shenzhen et Shanghai, pourraient avoir un impact sur les chaînes d'approvisionnement et la croissance. Les aides gouvernementales restent fortes et ciblées (cf. le récent Congrès national du peuple), toutefois nous surveillons de près l'impact du conflit entre la Russie et l'Ukraine sur cet importateur de matières premières. À plus long terme, nous pensons que le pays présente d'excellentes opportunités bottom-up.
	Marchés émergents	=		Les pressions haussières sur les prix des matières premières et de l'énergie dues au choc de la guerre (en Europe de l'Est) pourraient avoir un impact sur la croissance mondiale et donc sur les marchés émergents. Ces effets ne seront toutefois pas uniformes, ce qui renforce notre opinion quant à la fragmentation du monde émergent. Nous voyons d'un bon œil les pays exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Brésil) et les Émirats arabes unis, mais nous restons prudents vis-à-vis des Philippines.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les dernières déclarations de la Fed semblent pencher vers un contrôle de l'inflation par un resserrement de la politique monétaire, malgré la persistance de certaines pressions sur la croissance économique. Nous restons défensifs sur la durée, mais maintenons un positionnement vigilant, car les bons du Trésor pourraient bénéficier de la quête de sécurité des investisseurs. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est faible.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes sélectifs sur le crédit et limitons notre exposition nette à la durée, étant donné que la Fed devrait continuer à relever ses taux. Les valorisations de l'IG reflètent les difficultés des facteurs techniques du marché ainsi que la solidité des fondamentaux des entreprises. La phase actuelle est donc délicate et si les nouveaux émetteurs proposent des concessions, il ne faut pas pour autant négliger l'analyse bottom-up. Nous restons actifs et continuons de nous intéresser aux actifs titrisés compte tenu du niveau élevé des revenus des consommateurs.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du HY sont chers par rapport aux normes historiques, mais les fondamentaux de la classe d'actifs sont solides. Bien que ce segment puisse bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, nous surveillons les marchés pour détecter tout signe d'affaiblissement des liquidités résultant du biais restrictif de la Fed. Le besoin de sélectivité est élevé.
	Govies Europe	-/=		La BCE vise à minimiser le choc économique tout en maîtrisant l'inflation persistante (aggravée par la hausse des prix de l'énergie) ce qui force la banque centrale à muscler son discours. Notre positionnement reste prudent sur la duration (Europe <i>core</i> ), mais nous restons flexibles dans notre approche en fonction des courbes et des zones géographiques, compte tenu du mouvement d'aversion au risque. En ce qui concerne la dette périphérique, nous restons attentifs aux risques de fragmentation, en raison du durcissement de ton de la BCE et des tensions liées au conflit Russie-Ukraine.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		La diminution du soutien politique de la BCE dans un contexte d'inflation élevée et de préoccupations relatives à la croissance économique nous amène à rester neutres sur le crédit. La réévaluation des <i>spreads</i> rend la classe d'actifs attractive, toutefois nous restons très sélectifs en raison des risques de pression sur la croissance des bénéficiaires et la liquidité et nous nous concentrons sur les opportunités de valeur relative.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous pensons que le HY est devenu moins cher, mais il est encore loin de sa juste valeur, compte tenu des risques existants. Toutefois, les fondamentaux des entreprises sont solides, car certaines entreprises réduisent leur endettement et les taux de défaut sont faibles. Nous restons attentifs aux conditions financières, qui restent souples pour l'instant et cherchons à équilibrer les opportunités de rendement avec la liquidité et la qualité.
	Govies Chine	=/+		La dette chinoise offre un potentiel de diversification aux portefeuilles internationaux et pourrait bénéficier des préoccupations relatives à la croissance économique du pays et de l'attitude accommodante de la PBoC. Nous surveillons cependant les tensions sur la devise.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons une préférence pour les obligations HY par rapport aux obligations IG, mais estimons que le resserrement des politiques dans les pays développés constitue un vent contraire. Nous maintenons également un positionnement court sur la duration et observons l'évolution de la situation en Russie.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous gérons activement notre exposition aux obligations en privilégiant les émetteurs qui semblent pouvoir bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, tout en insistant fortement sur la sélection. Nous restons prudents sur la question des devises.
AUTRES	Matières premières			Nous sommes positifs sur les matières premières, en particulier sur les métaux de base et l'or (incertitude géopolitique), car le régime actuel devient plus inflationniste. Les prix du pétrole devraient être soutenus par les préoccupations relatives aux perturbations de l'offre.
	Devises			La parité EUR/USD devrait s'affaiblir à court terme en raison des gains de productivité aux États-Unis et du statut de valeur refuge du dollar. La monnaie régionale pourrait s'affaiblir dans les mois à venir en raison des tensions géopolitiques (le CHF est mieux positionné à cet égard).

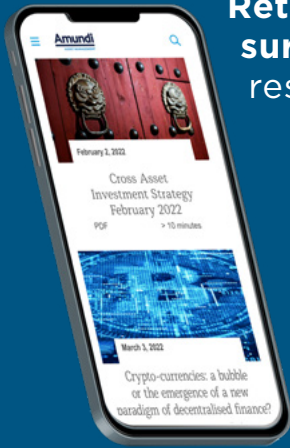
### LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 24 mars 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 = 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 31 mars 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 1 avril 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

### 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*

**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**

**PONCET Benoit**

### 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*

**MIJOT Éric**, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

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

**PERRIER Tristan**, *Global Views*

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

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**DHINGRA Ujjwal**, *Amundi Investment Insights Unit*

**PANELLI Francesca**, *Amundi Investment Insights Unit*