

# L'inflation recule, mais la bataille n'est pas encore gagnée



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe

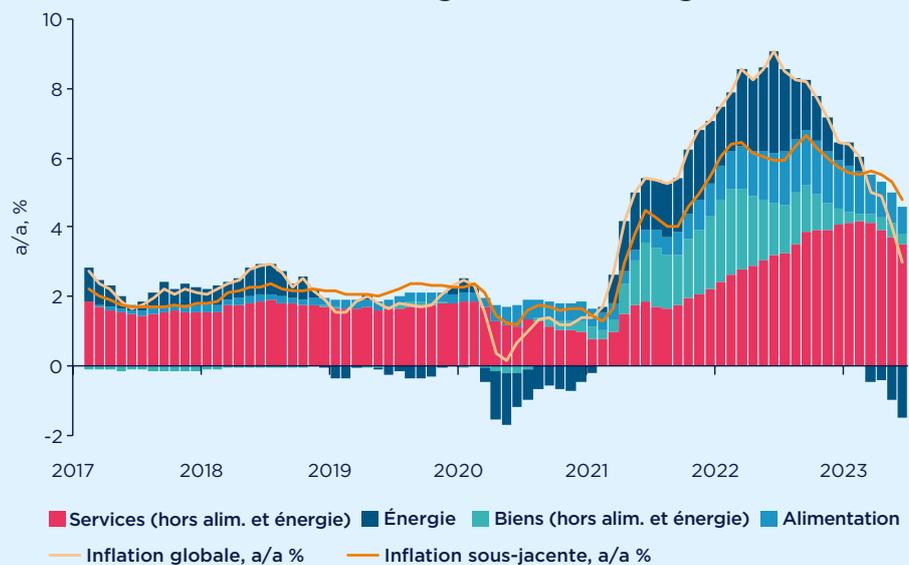


**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

L'optimisme qui sous-tend le comportement des actifs risqués s'explique en partie par le fait que l'essentiel du cycle de hausse des taux est désormais derrière nous et que la situation économique est meilleure que prévu. C'est principalement le cas aux États-Unis où, même si nous continuons à anticiper une légère récession au T4 2023/T1 2024, nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance 2023, à 1,6 %, à la faveur de révisions favorables des chiffres du T1. La zone euro devrait éviter la récession mais les risques de resserrement excessif de la BCE et les écarts de croissance entre pays persistent. Concernant la Chine, nous avons revu à la baisse les prévisions de croissance pour 2023 à 5,1% en raison de la faiblesse du T2 et du report des mesures de relance. Il faut envisager les perspectives économiques en prenant en compte les facteurs suivants :

- **Optimisme excessif sur des bases fragiles.** La vigueur de la croissance américaine est plus mécanique et les indicateurs avancés signalent une activité plus lente. Les risques sont orientés à la baisse en Europe, en raison notamment de l'affaiblissement de l'activité en Chine.
- **Trajectoire des taux : attention à l'inflation sous-jacente.** Une baisse de l'inflation sous-jacente (plutôt qu'une légère récession) inciterait la Fed à baisser ses taux l'année prochaine. Cependant, l'inflation sous-jacente pourrait persister. Un autre facteur à surveiller est le taux réel des *Fed funds*.
- **Pression haussière sur les taux terminaux.** La BCE n'envisage pas encore de pause. Du côté de la Fed, nous constatons des pressions haussières sur notre anticipation de taux terminal de 5,5 %. Au vu des risques de resserrement excessif, il est indispensable de surveiller la stabilité et les conditions financières.
- **Poursuite du basculement à long terme d'Ouest en Est.** Malgré la baisse de la croissance chinoise, les pays émergents présentent toujours des opportunités sélectives.

## L'inflation américaine ralentit, mais l'inflation sous-jacente encore élevée oblige la Fed à rester vigilante



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Dernières données disponibles à fin juin 2023



*“Nous restons méfiants à l’égard des valorisations exagérées. En effet, la tendance haussière des actifs risqués est due au rattrapage des retardataires plutôt qu’à une amélioration significative des perspectives de résultats.”*

Nous percevons des opportunités dans les domaines suivants :

- **Gestion cross asset : renforcer la diversification.** Nous sommes désormais légèrement positifs sur la duration en Europe et restons constructifs sur les États-Unis, mais, compte tenu de la trajectoire incertaine de l’inflation, une certaine protection s’impose. Nous sommes prudents sur le crédit, surtout sur le HY, et sur les actions des MD. Concernant les actions des ME, nous restons positifs, mais en remplaçant notre position favorable à la Chine par une position positive sur l’ensemble des pays émergents. Nous restons favorables aux obligations des pays émergents et sommes désormais marginalement constructifs sur les obligations d’État tchèques, en couvrant le change. De manière générale, nous pensons qu’il faut couvrir les positions en actions et conserver une légère exposition à l’or à des fins de diversification.
- **Les obligations restent au centre de l’attention.** La volatilité obligataire fait que notre position sur la duration et le crédit d’entreprise reste très active. En ce qui concerne la duration, nous restons marginalement positifs sur les États-Unis, avec une approche flexible. Pour ce qui est du cœur de la zone euro, nous sommes proches de la neutralité et surveillons l’évolution de l’économie, mais nous restons défensifs sur le Japon. Sur le crédit, nous continuons à privilégier les titres IG de haute qualité en restant prudents sur les titres HY, en distinguant les émetteurs notés BB et B de ceux notés CCC. Nous prévoyons une augmentation des risques idiosyncrasiques et le besoin de sélection est donc important.
- **Actions : toujours défensifs sur les MD.** Aux États-Unis, les divergences subsistent entre grandes capitalisations et reste du marché. Nous restons positifs et sélectifs sur les titres value, de qualité et défensifs. En Europe, nous évaluons le ralentissement de l’économie, ainsi que l’impact de l’action de la BCE et l’évolution de l’inflation. La baisse du soutien apporté par l’activité domestique et la faiblesse de la Chine pourraient avoir des répercussions sur les actions. Par conséquent, nous continuons à nous concentrer sur les titres de qualité, de style value et qui versent des dividendes pour rémunérer les actionnaires.
- **Nous sommes positifs sur les ME avec un accent sur la sélection,** malgré la faiblesse à court terme de la Chine. Le scénario de croissance à long terme de la Chine reste intact, mais son rythme est moins soutenu alors que le gouvernement privilégie l’amélioration de la qualité de vie. On notera surtout que la thèse d’investissement dans les ME n’est pas portée uniquement par la Chine et repose sur le potentiel de pays comme l’Inde et le Brésil où nous sommes plus positifs sur les actions. Côté obligations, nous restons optimistes sur la dette en devises fortes et locales, ainsi que sur l’Amérique latine, dans un contexte de reflux de l’inflation.



#### Sentiment de risque global



Dans un contexte d’exubérance excessive des marchés, nous continuons à nous concentrer sur la croissance des résultats, les conditions financières et l’attitude des banques centrales.

#### Changements par rapport au mois dernier :

- Cross asset : légèrement positif sur la duration de l’UE ; constructif sur les ME ; diversification des actions émergentes.
- Actions : moins positif sur la Chine, plus constructif sur le Brésil et l’Inde.
- Couvertures et devises : couverture de la duration américaine.

*Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d’investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.*



## 1. Quelles sont les grandes tendances concernant le cycle de politique monétaire mondiale ?

Nous constatons une désynchronisation du cycle de politique monétaire entre pays développés et émergents. Les grandes banques centrales des pays développés pourraient encore relever leurs taux, tandis que certaines banques centrales des pays émergents sont sur le point de les baisser, à commencer par celles des pays d'Amérique latine où l'inflation a reflué au cours des derniers mois. Cette évolution est le résultat d'une réaction de politique monétaire rapide et énergique. Nous nous attendons à ce que les banques centrales du Chili et du Brésil soient les premières à baisser leurs taux, suivies par celles de Colombie et du Pérou en septembre. Les pays d'Europe centrale et de l'Est devraient suivre, à commencer par la Pologne où l'inflation devrait passer sous 10 % en août/septembre.

### Conséquences en matière d'investissement

- L'assouplissement monétaire et la stabilité de l'inflation devraient soutenir les obligations en devise locale des émergents, en particulier en Amérique latine.

## 2. Qu'attendez-vous de la saison de publication des résultats du T2 ?

Le T2 2023 devrait être le premier à enregistrer une croissance négative en glissement annuel cette année, que ce soit aux États-Unis ou en Europe. Cette baisse devrait être plus forte en Europe (-8,2 % contre +11,1 %) qu'aux États-Unis (-6,4 % contre +0,1 % au T1), avec d'importantes divergences sectorielles. Aux États-Unis, l'énergie et les matériaux devraient enregistrer les plus fortes baisses, ce qui influencera fortement les résultats agrégés.

### Conséquences en matière d'investissement

- Sur le plan géographique, nous privilégions le Japon par rapport aux États-Unis, ces derniers étant très chers.
- En termes de style, nous privilégions la qualité aux États-Unis et en Europe et le style value au Japon.

## 3. Pouvez-vous faire le point sur les conditions financières ?

Depuis fin mars, nous assistons à un assouplissement général des conditions financières aux États-Unis, même si elles restent tendues en termes absolus. Elles restent plus restrictives que durant la plupart des crises récentes, à l'exception de celles de 2008 et du Covid-19. Contrairement à ce qui se produisait par le passé, la politique monétaire semble aujourd'hui le seul moteur conséquent des conditions financières.

### Conséquences en matière d'investissement

- Dans le cadre de notre allocation globalement défensive, nous restons prudents sur les actions et le crédit, en particulier sur les segments de moindre qualité.
- Nous sommes positifs sur certaines obligations d'État, dont celles des États-Unis.

*“Nous pensons que les principales BC des marchés développés n'ont pas encore fini leur cycle de resserrement, tandis que certaines BC des marchés émergents sont sur le point de baisser leurs taux directeurs, notamment d'Amérique latine.”*



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute

# Allocation d'actifs Amundi

|                    | Classe d'actifs              | Opinion actuelle | Variation 1 mois | Fondement                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------|------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PLATEFORME ACTIONS | États-Unis                   | -                |                  | Nous pensons que le marché reste globalement surévalué, mais c'est moins le cas si l'on exclut les mégacapitalisations. Nous ne croyons pas au scénario optimiste de maîtrise de l'inflation sans dommages pour la croissance. Nous restons défensifs et vigilants.                                                                  |
|                    | Actions US value             | +                |                  | Nous voyons toujours des valorisations attractives dans ce secteur par rapport à celui des valeurs de croissance. Nous restons positifs, mais combinons ce pari value avec celui pour la qualité et la résilience des résultats, pour assurer une marge de sécurité suffisante en cas de baisse du marché.                           |
|                    | Actions US croissance        | --               |                  | Les grandes entreprises de croissance restent très surcotées et seraient les plus touchées en cas d'assèchement des liquidités. Nous restons donc prudents sur ce segment, en particulier sur les entreprises de croissance non rentables.                                                                                           |
|                    | Europe                       | -/=              |                  | Une légère prudence s'impose au vu des risques de ralentissement européen dû aux divergences régionales. Les valorisations élevées favorisent la sélection basée sur des facteurs comme le pouvoir de fixation des prix et la différenciation des produits. Nous restons équilibrés dans l'ensemble.                                 |
|                    | Japon                        | =                |                  | Nous sommes neutres (plus positifs que sur les autres pays développés). Un ralentissement mondial pourrait affecter les exportations, mais l'amélioration récente de l'activité domestique et de la gouvernance d'entreprise est positive.                                                                                           |
|                    | Chine                        | =/+              | ▼                | La convergence de la Chine vers une croissance plus faible dans un contexte d'amélioration de la qualité de vie est favorable à long terme. Toutefois, les difficultés de court terme dans l'immobilier et l'incertitude concernant la relance budgétaire nous incitent à réviser tactiquement en baisse de notre position positive. |
|                    | Marchés émergents hors Chine | =/+              | ▲                | Les valorisations, la croissance et les prévisions de bénéfices dressent un tableau positif. Les divergences régionales incitent à la sélection, avec des opportunités en Asie (Inde), en Amérique latine (Brésil) ou en Europe émergente. Nous sommes en revanche prudents sur Taïwan et la Malaisie.                               |

|                        |                                          |     |   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------------------|------------------------------------------|-----|---|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies États-Unis                        | =/+ |   | La hausse des rendements et notre scénario de baisse des taux directeurs l'année prochaine nous rendent légèrement constructifs sur les obligations. Nous demeurons flexibles au vu de l'incertitude concernant la Fed et de la volatilité élevée, l'inflation sous-jacente restant supérieure à l'objectif.                                                          |
|                        | Obligations d'entreprises américaines IG | =/+ |   | Le crédit de qualité offre des opportunités, mais nous sommes sélectifs et privilégions les entreprises dont les flux de trésorerie sont stables. Nous considérons favorablement les segments très liquides et les entreprises susceptibles de bénéficier d'une décélération des prix à la production. Nous maintenons notre préférence pour les valeurs financières. |
|                        | États-Unis Obligations d'entreprise HY   | -   |   | Les fondamentaux des catégories BB et B sont solides (liquidités, marges et croissance). Toutefois, la liquidité et l'endettement des émetteurs CCC se sont détériorés. Sur le HY, sélectivité et biais pro-qualité s'imposent. Les valorisations élevées ne compensent pas le risque de crédit et de liquidité.                                                      |
|                        | Govies Europe                            | =   | ▲ | La croissance de l'Europe devrait ralentir, avec des risques de baisse liés au ralentissement de l'économie mondiale. Nous pensons que la BCE arrive à la fin de son cycle de hausse, mais il reste du travail à faire pour maîtriser l'inflation. Nous restons donc actifs et surveillons l'attitude de la BCE.                                                      |
|                        | Obligations d'entreprises euro IG        | =/+ |   | Nous considérons toujours favorablement le crédit de qualité, avec un biais pour les entreprises qui conservent une position de capital solide et des réserves de liquidités qui les aideront à résister au ralentissement économique.                                                                                                                                |
|                        | Obligations d'entreprises euro HY        | -   |   | Nous sommes prudents sur le HY compte tenu des perspectives de défaut. L'adaptation à des coûts de financement plus élevés et au ralentissement économique sera plus difficile pour les émetteurs HY moins bien notés (plus faible capacité à générer des flux de trésorerie et besoins de refinancement).                                                            |
|                        | Govies Chine                             | =   |   | La corrélation limitée des obligations chinoises avec celles des marchés développés constitue un atout de diversification important : toute faiblesse de la croissance du pays devrait se révéler positive. Nous restons neutres.                                                                                                                                     |
|                        | Dettes émergentes en devise forte        | =/+ |   | Nous sommes légèrement positifs sur la dette en devise forte, avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG compte tenu des spreads actuels. La dette de certains pays d'Amérique latine offre un portage attractif, mais nous surveillons l'évolution de l'inflation et la dette des entreprises en général.                                                     |
|                        | Dettes émergentes en devise locale       | +   |   | L'affaiblissement du dollar et la poursuite de la croissance économique créent une toile de fond positive. Nous privilégions avec sélectivité les pays tels que l'Inde et le Mexique. Nous surveillons également les tensions géopolitiques susceptibles d'affecter les autres pays émergents.                                                                        |

|        |                    |  |  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------|--------------------|--|--|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AUTRES | Matières premières |  |  | Les métaux de base et les matières premières en général devraient être affectés par l'activité de la Chine, mais la transition énergétique est un facteur de soutien (graduel). Nos objectifs de cours à 12 mois se situent à 9 300 \$/t pour le cuivre et à 2 000 dollars/onces pour l'or, dans un contexte de valorisation difficile, marqué par un ralentissement des hausses de taux et des risques géopolitiques. |
|        | Marché des changes |  |  | Le comportement du dollar semble lié aux attentes concernant les décisions de la Fed. Nous restons prudents et maintenons notre objectif de cours pour la paire EUR/USD à 1,18 au T1 2024. Nous attendons plus de précisions de la part de la Fed, qui pourrait réévaluer la situation après la fin de l'été.                                                                                                          |



Opinion négative Neutre Opinion positive

▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Hausse par rapport au mois dernier

Source : Amundi, juillet 2023. 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 détail présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

# Rester diversifié sans augmenter le risque

Nous évaluons les perspectives de l'économie et des résultats des entreprises, ainsi que les valorisations. Sur tous ces points, nous ne sommes pas très positifs, car nous constatons une expansion des multiples avec la hausse des taux. Le risque de récession des bénéficiaires subsiste. Ceci explique notre prudence. Mieux vaut rester fidèle à ses convictions à long terme, mais avec souplesse pour tirer parti du potentiel des ME via une position diversifiée. On pourra aussi maintenir les couvertures sur les actifs risqués et la duration, tout en ajustant les positions sur les changes.

## Des idées à conviction forte

Nous sommes défensifs sur les actions des MD, notamment les États-Unis, l'Europe et le Japon, mais identifions des opportunités ailleurs. Nous affirmons depuis longtemps que le thème des ME ne se limite pas à la Chine. Ainsi, au-delà de notre position neutre sur la Chine en raison de la faiblesse récente de l'immobilier et de l'industrie, nous cherchons la diversification dans le reste de l'univers ME, sur lequel nous sommes désormais positifs.

Nous restons positifs sur la duration américaine, mais la persistance de l'inflation sous-jacente implique une certaine protection. Nous sommes également légèrement constructifs sur la duration dans l'UE après la hausse des rendements et les signes de faiblesse économique. Les obligations suédoises devraient bénéficier de la vulnérabilité de l'économie locale, et le spread BTP-Bund de la demande pour les obligations italiennes dans un contexte d'offre limitée.

Concernant les JGB, nous sommes prudents, mais attentifs au discours et aux décisions de la BoJ. Nous restons actifs sur l'ensemble des courbes et voyons des opportunités sur le 10 ans britannique par rapport au 10 ans australien (BoE plus accommodante) et sur la pentification de la courbe canadienne. Sur les obligations des ME, nous sommes positifs et apprécions les titres d'État tchèques (couverts) en raison de leur portage et de la désinflation graduelle dans le pays.

**Nous restons défensifs sur le HY des É.-U.** Les valorisations actuelles semblent trop optimistes et pas en phase avec nos prévisions de ralentissement de l'économie et de resserrement des conditions financières. La liquidité pourrait être un autre problème dans ce segment à l'avenir.

**Sur les changes, après le bon comportement du NOK/CAD,** nous ne sommes plus positifs. Nous sommes pessimistes sur le GBP et implémentons cette opinion par le biais de l'EUR, du CHF et du JPY. Nous restons négatifs sur le dollar américain face à l'EUR et à l'AUD. Dans les ME, nous apprécions les paires INR/CNH, MEX/EUR et BRL/USD.

## Risques et couvertures

Alors que les perspectives de croissance économique sont incertaines, avec des valorisations d'actifs élevées, des couvertures solides devraient permettre de s'adapter à l'évolution du contexte. Aussi, la nécessité de maintenir des couvertures sur les actions américaines persiste. En parallèle, les métaux précieux offrent diversification et sécurité, notamment en cas d'aggravation des tensions géopolitiques.



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

*“Les investisseurs doivent davantage couvrir la duration américaine et explorer les opportunités offertes par les obligations et les actions des pays émergents.”*

### Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel → Changement par rapport au mois dernier

|          |    | --- | -- | - | = | + | ++ | +++ |
|----------|----|-----|----|---|---|---|----|-----|
| Actions  | MD |     |    | ■ |   |   |    |     |
|          | ME |     |    |   |   | ■ |    |     |
| Crédit   |    |     |    | ■ |   |   |    |     |
| Duration | MD |     |    |   |   | ■ |    |     |
|          | ME |     |    |   |   | ■ |    |     |
| Pétrole  |    |     |    |   | ■ |   |    |     |
| Or       |    |     |    |   |   | ■ |    |     |



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

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 évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes.

# S'en tenir aux fondamentaux et aux valorisations



**Fabio DI GIANANTE**  
Responsable Actions  
(grande capitalisation)

## Évaluation globale

La récession aux États-Unis semble moins imminente, mais les marchés envisagent encore un scénario trop optimiste. Nos inquiétudes pourraient bientôt être confirmées par les résultats des entreprises, dont les dirigeants apporteront plus de clarté. Nous continuons d'éviter les segments où les valorisations ne correspondent pas au potentiel de bénéfices et préférons des modèles économiques robustes dans divers secteurs et régions, dont les pays émergents.



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde

## Actions européennes

Mieux vaut maintenir une diversification combinant des cycliques de qualité et des défensives. Les entreprises susceptibles de restituer des liquidités aux actionnaires sont attractives. Dans la consommation non cyclique, nous privilégions les défensives à durée longue, et les valeurs présentant des caractéristiques cycliques. Nous retenons aussi la santé et certaines pharmaceutiques, car, comme de nombreuses valeurs non cycliques, elles offrent des perspectives de valorisation et de dividendes. Parmi les cycliques, les industrielles actives dans l'automatisation, le transport durable et l'électrification sont intéressantes. Par ailleurs, nous aimons les banques de détail, du fait de leurs dividendes et de leur exposition positive aux taux élevés. En revanche, nous sommes prudents sur les technologies, en particulier les semi-conducteurs, leurs perspectives étant incertaines.



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

## Actions américaines

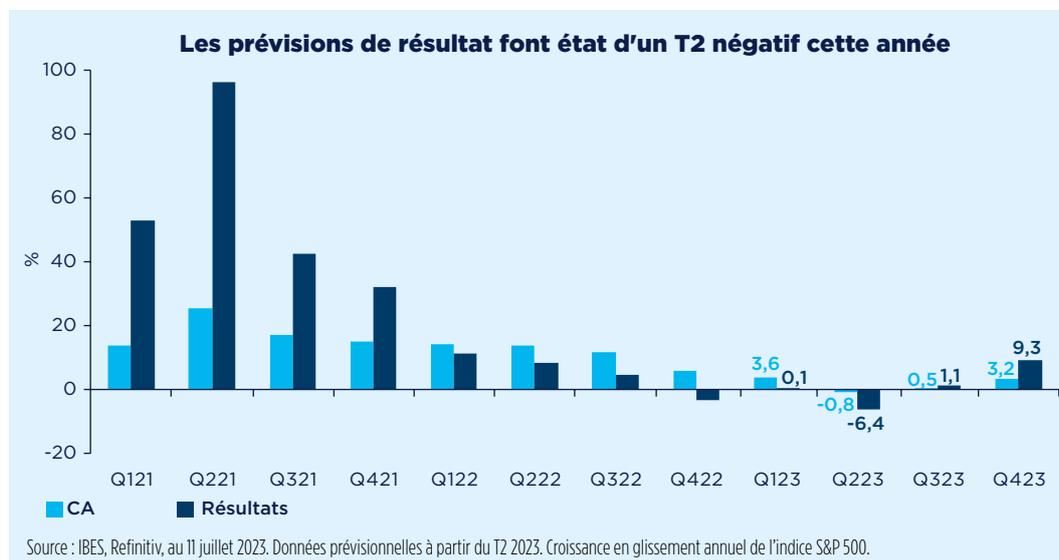
Les marchés au sens large sont surévalués. Mais les valorisations des titres value sont raisonnables. Les grandes capitalisations de crois-

sance comme value peuvent faire l'objet d'une gestion value. Cela signifie privilégier les actions les moins chères dans chaque catégorie, si leurs modèles sont solides et la croissance de leurs bénéfices stable. À l'autre extrémité, les valeurs défensives (et même les cycliques) sont chères, mais celles bon marché ne méritent peut-être pas d'être détenues. Nous différencions donc les titres qui ont l'habitude de rémunérer les actionnaires sans être uniquement des défensives traditionnelles (équipements de santé). Parmi les cycliques, la consommation et l'industrie semblent vulnérables. Le secteur de la consommation cyclique, déjà cher, pourrait subir des pressions salariales. En revanche, nous privilégions l'énergie, les matériaux, les banques et les financières hors spread. Enfin, en cas d'assèchement des liquidités, les segments les plus surévalués (c'est-à-dire les mégacapitalisations) seront les plus touchés.

## Actions émergentes

Les anticipations de reprise des résultats au S2 devraient être positives dans les ME. Toutefois, les risques géopolitiques et idiosyncrasiques pourraient peser sur la confiance. Nos marchés de prédilection sont le Brésil et l'Inde. Au Brésil, les valorisations sont attractives et la banque centrale devrait réduire ses taux. L'Inde devrait bénéficier de l'évolution des chaînes d'approvisionnement mondiales et des politiques nationales. Nous avons revu à la hausse notre position sur ces deux pays, mais à la baisse celle sur la Chine. Au niveau sectoriel, nous privilégions l'immobilier et la consommation cyclique, mais restons prudents sur la santé et les matériaux.

*“Le contexte actuel de valorisations élevées est propice à la sélection des titres, avec l'accent sur le pouvoir de fixation des prix et la solidité des résultats.”*



# Crédit : priorité à la qualité

## Évaluation globale

Les préoccupations actuelles portent sur les perspectives de croissance et d'inflation et leur impact sur les résultats et valorisations. Les entreprises peu endettées et disposant de réserves de capital importantes devraient être mieux à même de résister durant cette phase. Nous maintenons notre préférence pour la qualité aux États-Unis, en Europe et sur les ME.

## Obligations mondiales et européennes

Nous sommes proches de la neutralité sur la durée des États-Unis et du cœur de la zone euro, mais défensifs sur le Japon. Nous sommes en revanche légèrement positifs sur la durée de l'Europe périphériques (dont l'Italie) et semi-core. Nous voyons aussi des opportunités dans d'autres zones, notamment sur la durée au Canada et au Royaume-Uni. Ailleurs, sur le crédit, nous pensons que les marchés intègrent un scénario « Goldilocks » et conservons notre biais pour la qualité dans l'IG et les financières subordonnées. Sur le HY, nous préférons distinguer entre la dette notée CCC et BB/B. Les taux de défaut des CCC ont été bien plus élevés que ceux de la catégorie B. Par ailleurs, nous maintenons notre opinion constructive sur les financières de l'UE en raison de leur potentiel de redressement et de la qualité de leurs actifs. En revanche, les entreprises non financières faiblement notées pourraient davantage subir le resserrement des conditions financières.

## Obligations américaines

Les marchés tablent sur un scénario sans atterrissage de l'économie et sur des taux plus élevés pour plus longtemps. A contrario, nous percevons un risque de légère récession, ce qui rend complexe la gestion de la durée. Nous

restons constructifs, mais gérons de manière tactique et voyons du potentiel tant dans les taux nominaux que réels sur les segments intermédiaires de la courbe. Sur le crédit, nous préférons l'IG à l'HY. Sur le HY, les fondamentaux des BB/B divergent par rapport à ceux des CCC dont l'endettement s'est récemment détérioré. D'une façon générale, nous préférons donc les émetteurs de bonne qualité. Du point de vue sectoriel, nous préférons les financières aux non-financières dans l'IG. Concernant le crédit titrisé, le resserrement récent des spreads offre l'opportunité de profiter de la hausse des ABS et RMBS dont les échéances sont longues et la volatilité élevée.

## Obligations émergentes

La dette des pays émergents offre un point d'entrée attractif et nous maintenons une opinion neutre à positive sur la durée, même si nous sommes devenus prudents sur la Chine. Nous sommes légèrement positifs sur la dette en devises fortes, et préférons le HY à l'IG. Nous sommes également constructifs sur la dette en devises locales, mais avec sélectivité. Géographiquement, nous privilégions l'Amérique latine (Brésil, Mexique, Colombie), où l'inflation s'atténue, mais surveillerons l'impact du retrait de la Russie de l'accord sur les céréales. En Asie, nous considérons favorablement des pays tels que l'Indonésie.

## Devises

La faiblesse du dollar est susceptible de persister cette année. Nous privilégions le JPY et l'AUD parmi les devises des marchés développés, l'INR et l>IDR parmi celles des émergents. Le GBP pourrait être pénalisé dès que l'attention du marché se portera sur la croissance économique.



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

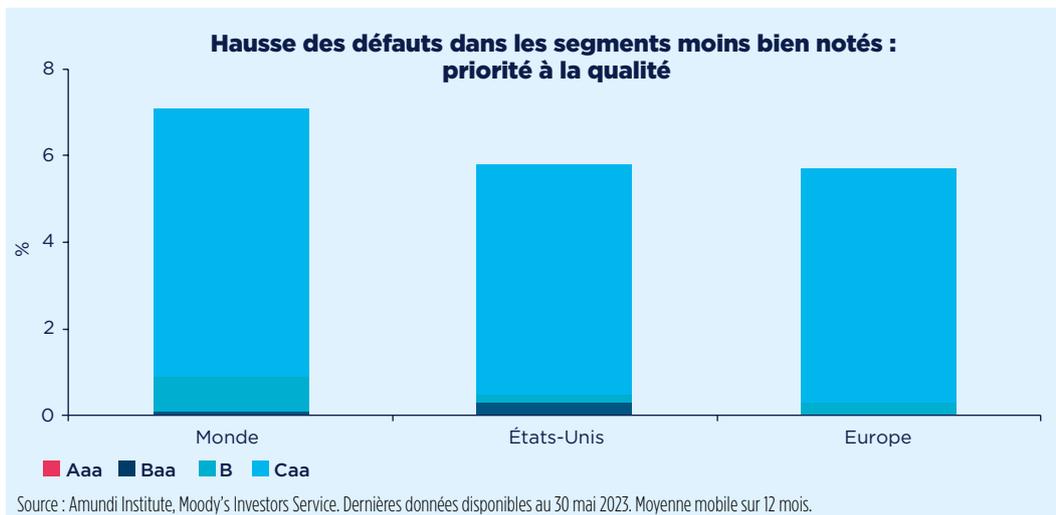


**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde



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

**“En période de faible croissance et de valorisations élevées, nous nous concentrons sur la qualité et différencions les entreprises en fonction de leurs réserves de liquidités, de la solidité de leurs flux de trésorerie et de leur niveau d'endettement.”**





# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 17 juillet 2023

| Moyennes annuelles, %  | Croissance du PIB réel a/a, % |             |            | Inflation (IPC a/a, %) |            |            |
|------------------------|-------------------------------|-------------|------------|------------------------|------------|------------|
|                        | 2022                          | 2023        | 2024       | 2022                   | 2023       | 2024       |
| <b>Pays développés</b> | <b>2,7</b>                    | <b>1,1</b>  | <b>0,5</b> | <b>7,4</b>             | <b>4,7</b> | <b>2,6</b> |
| États-Unis             | 2,1                           | 1,6         | -0,3       | 8,0                    | 4,1        | 2,6        |
| <b>Zone euro</b>       | <b>3,5</b>                    | <b>0,5</b>  | <b>0,7</b> | <b>8,4</b>             | <b>5,4</b> | <b>2,8</b> |
| <i>Allemagne</i>       | <i>1,9</i>                    | <i>-0,3</i> | <i>0,7</i> | <i>8,7</i>             | <i>6,0</i> | <i>2,6</i> |
| <i>France</i>          | <i>2,5</i>                    | <i>0,6</i>  | <i>0,7</i> | <i>5,9</i>             | <i>5,7</i> | <i>2,7</i> |
| <i>Italie</i>          | <i>3,8</i>                    | <i>1,2</i>  | <i>0,7</i> | <i>8,7</i>             | <i>6,5</i> | <i>2,3</i> |
| <i>Espagne</i>         | <i>5,5</i>                    | <i>1,8</i>  | <i>0,7</i> | <i>8,3</i>             | <i>3,0</i> | <i>2,5</i> |
| Royaume-Uni            | 4,1                           | 0,3         | 0,7        | 9,0                    | 7,6        | 3,2        |
| Japon                  | 1,0                           | 0,9         | 1,0        | 2,5                    | 3,1        | 1,6        |
| <b>Pays émergents</b>  | <b>3,9</b>                    | <b>4,0</b>  | <b>3,8</b> | <b>8,7</b>             | <b>6,1</b> | <b>5,4</b> |
| Chine                  | 3,0                           | 5,1         | 4,3        | 2,0                    | 1,1        | 2,5        |
| Inde                   | 6,9                           | 6,0         | 5,5        | 6,7                    | 5,5        | 5,7        |
| Indonésie              | 5,3                           | 5,0         | 5,0        | 4,2                    | 4,0        | 3,7        |
| Brésil                 | 2,9                           | 2,6         | 1,3        | 9,3                    | 4,6        | 3,9        |
| Mexique                | 3,0                           | 2,8         | 0,7        | 7,9                    | 5,4        | 4,0        |
| Russie                 | -2,1                          | 1,2         | 1,5        | 13,8                   | 5,5        | 4,5        |
| Afrique du Sud         | 1,9                           | 0,3         | 1,0        | 6,9                    | 6,1        | 5,2        |
| Turquie                | 5,5                           | 2,8         | 3,9        | 72,0                   | 47,8       | 38,7       |
| <b>World</b>           | <b>3,4</b>                    | <b>2,8</b>  | <b>2,4</b> | <b>8,2</b>             | <b>5,5</b> | <b>4,3</b> |

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

|             | 17 juillet 2023 | Amundi +6m | Consensus +6m | Amundi +12m | Consensus +12m |
|-------------|-----------------|------------|---------------|-------------|----------------|
| États-Unis* | 5,25            | 5,50       | 5,16          | 4,00        | 4,49           |
| Zone euro** | 3,50            | 3,75       | 3,79          | 3,50        | 3,46           |
| Royaume-Uni | 5,00            | 5,50       | 5,75          | 4,75        | 5,75           |
| Japon       | -0,10           | 0,00       | 0,00          | 0,00        | 0,10           |
| Chine***    | 3,55            | 3,45       | 3,45          | 3,45        | 3,45           |
| Inde***     | 6,50            | 6,50       | 6,40          | 6,00        | 6,05           |
| Brésil      | 13,75           | 12,00      | 12,25         | 10,00       | 10,13          |
| Russie      | 7,50            | 8,00       | 7,75          | 7,00        | 7,20           |

Source : Amundi Institute. Prévisions au lundi 17 juillet 2023. IPC : indice des prix à la consommation. \* Limite supérieure de la fourchette cible des Fed Funds. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux bancaire de base à un an. \*\*\*\* : Taux de prise en pension.



# Prévisions de marché

## Rendements obligataires

### Prévisions sur les taux à 2 ans, %

|             | 7 juillet 2023 | Amundi +6m, | Forward +6m, | Amundi +12m, | Forward +12m, |
|-------------|----------------|-------------|--------------|--------------|---------------|
| États-Unis  | 4,91           | 3,80-4,00   | 4,56         | 3,40-3,60    | 4,25          |
| Allemagne   | 3,25           | 2,60-2,80   | 2,92         | 2,40-2,60    | 2,62          |
| Royaume-Uni | 5,38           | 4,30-4,50   | 5,15         | 4,10-4,30    | 5,10          |
| Japon       | -0,05          | 0,10-0,20   | 0,00         | 0,20-0,40    | 0,01          |

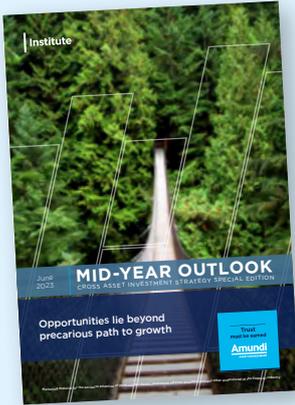
### Prévisions sur les taux à 10 ans, %

|             | 7 juillet 2023 | Amundi +6m. | Forward +6m. | Amundi +12m. | Forward +12m. |
|-------------|----------------|-------------|--------------|--------------|---------------|
| États-Unis  | 4,03           | 3,30-3,50   | 4,00         | 3,10-3,30    | 3,95          |
| Allemagne   | 2,63           | 2,40-2,60   | 2,60         | 2,30-2,50    | 2,55          |
| Royaume-Uni | 4,64           | 3,80-4,00   | 4,61         | 3,70-3,90    | 4,60          |
| Japon       | 0,43           | 0,50-0,70   | 0,52         | 0,60-0,80    | 0,59          |

## Cours de change

|         | 7 juillet 2023 | Amundi T4 2023 | Consensus T4 2023 | Amundi T2 2024 | Consensus T2 2024 |
|---------|----------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| EUR/USD | 1,10           | 1,14           | 1,12              | 1,18           | 1,13              |
| EUR/JPY | 156            | 151            | 150               | 148            | 144               |
| EUR/GBP | 0,85           | 0,89           | 0,88              | 0,90           | 0,88              |
| EUR/CHF | 0,97           | 1,00           | 0,99              | 1,05           | 1,01              |
| EUR/NOK | 11,65          | 11,67          | 11,29             | 11,37          | 10,85             |
| EUR/SEK | 11,87          | 11,91          | 11,46             | 11,63          | 11,08             |
| USD/JPY | 142            | 133            | 135               | 125            | 128               |
| AUD/USD | 0,67           | 0,68           | 0,69              | 0,74           | 0,72              |
| NZD/USD | 0,62           | 0,61           | 0,62              | 0,64           | 0,64              |
| USD/CNY | 7,23           | 7,00           | 6,80              | 6,60           | 6,85              |

Source : Amundi Institute. Prévisions au vendredi 7 juillet 2023.



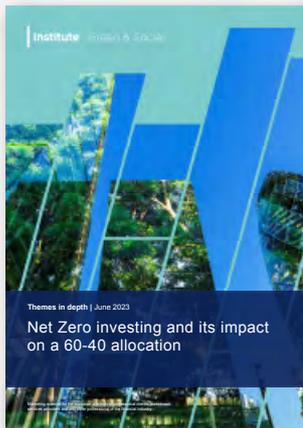
# Amundi Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'Amundi Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

**Perspectives de mi-année :**  
un parcours difficile, mais qui devrait offrir des points d'entrée.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)



L'investissement Net Zéro et son implication sur une allocation 60/40



Changements géopolitiques et implications pour l'investissement



Quels changements de comportement des investisseurs particuliers à l'Ère Numérique ?



Global Investment Views | Juillet 2023



Des stress-tests à la value-at-risk climatiques : une approche stochastique



Outerblue Convictions - S2 Outlook - Un parcours difficile, mais qui devrait offrir des points d'entrée

Retrouvez-nous sur :



## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du jeudi 20 juillet 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 2 août 2023.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Ian Roberts.

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie Taux, CFA

**BERARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste Senior Taux

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Pol,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**CESARINI Federico,**

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**DI SILVIO Silvia,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**DROZDZIK Patryk,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**MIJOT Éric,**

Responsable de la Stratégie Actions

**PORTELLI Lorenzo,**

Responsable de l'équipe Recherche Cross-Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable Macroéconomie

**ROSENBERG Anna,**

Responsable Géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste Senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste Souverains Senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice d'Amundi Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

Responsable de l'équipe Edition et Publication

**FIOROT Laura,**

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition