

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## Le « pivot » de la Fed n'est pas pour tout de suite

Les banques centrales (BC) s'efforcent de déterminer jusqu'où aller dans leurs annonces de resserrement. Il y a, selon nous quatre grands facteurs à prendre en compte pour déterminer si un « pivot » des BC est à l'ordre du jour : **(1) La vigueur persistante du marché de l'emploi** ne plaide pas pour un changement d'attitude de la part de la Fed. La croissance des salaires donne des signes de modération, mais reste supérieure aux tendances d'avant la crise malgré ce ralentissement graduel. **(2) L'inflation persiste et pose problème.** Alors que le pic d'inflation est probablement passé aux États-Unis, les chiffres les plus récents confirment la persistance de l'inflation sous-jacente. L'inflation des biens est en recul, mais celle des services a atteint un plus haut de 40 ans. **(3) La soutenabilité des dettes souveraines et le bon fonctionnement des marchés sont sous surveillance.** Le ralentissement de la croissance économique justifierait un coup de pouce budgétaire, notamment en Europe, alors même que les taux d'intérêt augmentent. La question de la soutenabilité de la dette à long terme se pose dans un contexte où les marchés sont devenus dépendants de la liquidité des BC. Ceci est devenu un élément clé du fonctionnement des marchés. Le Royaume-Uni nous a récemment montré comment un mauvais calibrage des politiques budgétaires et monétaires pouvait affecter ce fonctionnement et obliger une banque centrale à agir. **(4) Les conditions financières sont tendues, mais pourraient encore se resserrer,** car le risque que la Fed soit forcée d'en faire beaucoup plus reste élevé.

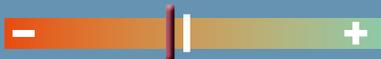
Le contexte d'inflation élevée et de faible croissance, avec des BC en plein cycle de resserrement, signifie qu'une récession des bénéfiques est en train de se concrétiser, non seulement en Europe mais aussi aux États-Unis, et que la probabilité que cela se traduise par une récession économique à l'horizon 2023 augmente. Après la correction de septembre, les actifs risqués sont moins chers mais n'intègrent toujours pas cette récession des bénéfiques. Il est également difficile de voir quel catalyseur pourrait précéder un « pivot » de la Fed et une baisse des taux, bien qu'un répit à court terme soit possible après la récente correction. Nous confirmons donc un positionnement globalement prudent autour de cinq convictions d'investissement :

- **Nous maintenons une position prudente sur le risque au vu des défis de la stagflation,** des craintes de récession et de la crise énergétique. Nous pensons que des révisions à la baisse des bénéfiques sont à prévoir, tant aux États-Unis qu'en Europe. Nous surveillons en particulier les points d'inflexion et les signaux relatifs à la hausse des coûts d'intrants et à son effet sur les marges, le renforcement du dollar, qui réduit les bénéfices réalisés à l'international par les entreprises américaines, et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Enfin, les investisseurs doivent rester attentifs aux signes de capitulation des actions et aux révisions à la baisse des BPA qui pourraient déboucher sur un environnement plus favorable aux actions. Pour l'heure, nous sommes convaincus que les États-Unis sont en meilleure posture que l'Europe en termes d'inflation, de croissance économique et de consommation, ce qui devrait permettre aux entreprises américaines de rester plus résilientes que leurs homologues européennes, d'où notre préférence pour les premières. Nous reconnaissons également qu'il pourrait y avoir un rebond à court terme après la récente correction.
- **Sur le marché obligataire, les rendements actuels rendent attractives les valorisations des Treasuries américaines,** ce qui nous permet de rester neutres sur la durée aux États-Unis. Nous restons néanmoins actifs et conservons une vision tactique afin d'ajuster notre positionnement en fonction de l'évolution du discours de la Fed et de la croissance économique. Pour ce qui est de l'Europe core, nous sommes proches de la neutralité et pensons que le resserrement de la BCE pourrait faire bouger les rendements à court terme au sein des courbes de la zone euro.
- **Le refinancement des entreprises est un facteur important à surveiller.** Nous conservons une préférence pour l'IG américain, mais sommes prudents sur le HY car les risques augmentent. Si les fondamentaux des entreprises sont actuellement solides, l'avenir proche est incertain, surtout au vu du ralentissement de la demande et des pressions sur les marges. Quoi qu'il en soit, l'effet du resserrement monétaire sur les *spreads* IG et HY aux États-Unis et en Europe a été limité jusqu'à présent, car les entreprises ont peu de besoins de refinancement et ont pu puiser dans leurs réserves. Cela a toutefois entraîné une baisse des niveaux de trésorerie dans la plupart des secteurs, ce qui nous incite à la prudence quant à l'évolution des liquidités, aux besoins en fonds de roulement des entreprises et aux perspectives de défaut dans les segments de faible qualité. En Europe, les politiques

### Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Nous restons défensifs sur les actifs risqués en maintenant les couvertures existantes, compte tenu des inquiétudes en matière de bénéfices et des problèmes de liquidité/stabilité.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Jouer la préférence pour l'EUR IG vs HY.
- ▶ Un peu moins prudent tactiquement sur les actions en multi-actifs, mais en restant prêt à s'adapter.
- ▶ Attention accrue à la liquidité.

*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

budgétaires pourraient être bénéfiques aux entreprises, limitant légèrement les pressions sur leur liquidité, mais nous n'excluons pas une plus grande volatilité des *spreads*.

- **La neutralité sur les pays émergents reste de mise dans un contexte de faible croissance mondiale** qui impose d'être de plus en plus sélectif. En Chine, malgré les défis de court terme, un rebond de la demande est possible l'année prochaine dans un contexte de politiques accommodantes et de soutien budgétaire aux administrations locales. Parmi les actifs des pays émergents, notre préférence va toujours à la dette en devises fortes, tandis que nous sommes défensifs sur les dettes en devises locales en raison de la vigueur persistante du dollar. Les banques centrales des pays exportateurs d'Amérique latine, comme le Brésil, ont pris de l'avance dans leurs politiques de resserrement pour maîtriser l'inflation, ce qui crée un environnement favorable compte tenu du portage attractif.
- **Les investisseurs doivent accorder une attention accrue à la liquidité**, car toute augmentation des tensions sur les marchés pourrait compliquer leur sortie des actifs plus volatils.

AMUNDI INSTITUTE

## Stabilisation de la Chine : attendre la reprise avec patience



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



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



**Claire HUANG**  
Stratégiste macro ME Senior Amundi Institute

Nous revoyons à la hausse nos prévisions de croissance de la Chine pour 2022, mais abaissons celles pour l'année prochaine en raison de l'impact de la politique de « zéro Covid dynamique » malgré un certain assouplissement en termes d'exécution

Si la reprise de la croissance économique de la Chine en 2023 dépend de sa politique en matière de Covid, son environnement intérieur reste désinflationniste. La croissance a été plus forte que prévu au troisième trimestre, à 3,9 % en variation annuelle (prévisions d'Amundi : 3,4 %). Ce chiffre assez solide, attribuable en grande partie au rebond de l'excédent commercial, a masqué la reprise inégale de la demande interne. La consommation a été généralement faible, à l'exception des ventes d'automobiles, tandis que la croissance des investissements a été soutenue par les programmes publics. **Compte tenu des résultats meilleurs que prévu du troisième trimestre, nous revoyons nos prévisions de croissance pour 2022 à la hausse, de 2,9 % à 3,2 %. En revanche, nous avons réduit nos prévisions de croissance pour 2023 de 5,2 % à 4,5 % en raison d'une détérioration des perspectives concernant les mesures anti-COVID.** Voici, ci-dessous, les principaux facteurs susceptibles d'affecter la croissance.

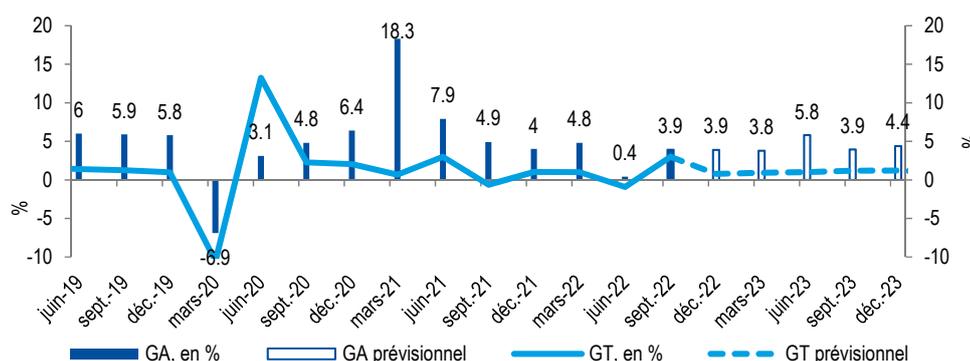
**1) À la baisse. Notre conviction d'une réouverture complète au second semestre 2023 est désormais moins forte.** Le slogan de « zéro Covid dynamique » restera sans doute d'actualité, mais nous pensons qu'un assouplissement progressif en termes d'exécution est probable, quoique sans réouverture totale. Des perturbations ponctuelles continueront à peser sur la croissance. **(2) Sans changement. Une stabilisation des ventes de logements est toujours attendue pour la fin de 2022.** Nous pensons que les ventes de logements sont proches de leur point bas cyclique. La transmission de l'assouplissement monétaire à l'économie s'est améliorée, grâce aux mesures supplémentaires prises par la PBoC depuis septembre. En 2023, nous nous attendons à ce que les ventes de logements enregistrent une performance légèrement positive.

La faiblesse de la demande interne maintiendra l'inflation à des niveaux modestes. L'inflation sous-jacente et l'inflation des services devraient rester inférieures à 3 % en 2023 en raison des perturbations liées aux restrictions sanitaires. L'inflation des prix à la production devrait bientôt devenir négative. Le dosage des politiques macroéconomiques restera accommodant. Nous ne nous attendons pas à ce que le gouvernement central intervienne pour aider les promoteurs privés. L'intention derrière cette politique est clairement de préserver la demande.

**En ce qui concerne la réouverture, nous pensons que la patience s'impose et qu'il n'existe pas de calendrier précis pour 2023.** En effet, la échéance de la réouverture complète de l'économie chinoise reste l'une des principales inconnues pour les marchés. Les différentes prévisions de calendrier de sortie de la politique du zéro Covid nous laissent peu convaincus et nous ne sommes pas persuadés qu'un taux de vaccination élevé soit une condition préalable suffisante à la réouverture.

Nous pensons que le nombre de morts compte plus pour le gouvernement que le taux de mortalité. Le changement de cet objectif implicite, s'il existe, devrait entraîner un changement dans le calendrier de sortie de la politique du zéro Covid. Malgré le maintien de la stratégie de « zéro Covid dynamique », nous avons pu constater des ajustements dans son exécution. Au cours des petites épidémies d'Omicron en automne, les mesures prises n'ont pas été aussi restrictives que lors du confinement de Shanghai en avril. D'une part, un blocage logistique à

### Croissance du PIB de la Chine



Source : Amundi Institute, au mercredi 26 octobre 2022. Les données ci-dessus sont trimestrielles. Les chiffres exprimés en variation trimestrielle sont corrigés des variations saisonnières. Données prévisionnelles à partir de décembre 2022. PBoC = Banque populaire de Chine, IPP = Indice des prix à la production

## AMUNDI INSTITUTE

l'échelle nationale a été évité (aucune fermeture de voie rapide), ce qui a permis de poursuivre la production. D'autre part, l'intervention a été plus précoce et les confinements plus courts dans chaque ville, ce qui a permis de limiter l'impact économique global. Notre scénario de référence est celui d'un assouplissement progressif des restrictions, avec des perturbations de temps à autre, mais sans paralysie de l'ensemble de l'économie. C'est sur cette hypothèse que reposent nos prévisions de croissance.

**Stabilisation en vue des ventes de logements.** Nous estimons que la tendance est à la stabilisation en termes de volumes de vente, la baisse ayant été moindre en septembre qu'en août ou avril. Nous nous attendons à ce que les ventes de logements redeviennent enfin positives en avril 2023. En effet, les dernières données à haute fréquence laissent penser que le marché du logement est désormais plus résilient face aux chocs des confinements. Grâce au soutien continu de la PBoC et du ministère des Finances, les attentes des ménages ont commencé à évoluer au troisième trimestre et la proportion des personnes interrogées qui se disent prêtes à acheter un logement au quatrième trimestre augmente. **De manière générale, nous pensons que le marché du logement ne freinera pas autant la croissance en 2023.**

**Congrès du Parti : poursuite de l'ère Xi.** Le 20e congrès du parti a confirmé le maintien de M. Xi au cœur du pouvoir chinois. Le Politburo dispose désormais d'une capacité accrue d'exécution et de renforcement des politiques. Le rapport du 20e congrès du parti confirme la trajectoire économique de la Chine, marquée par une réorientation à gauche à long terme. En effet, l'accent est mis sur la sécurité, la qualité de la croissance et la redistribution des richesses. Le gouvernement de M. Xi a une nette tolérance vis-à-vis de la lenteur de la croissance et une préférence pour un modèle moins dépendant de la dette. Les perspectives de croissance seront plus volatiles et le risque de dérapage doit être surveillé.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Défensif, mais ouvert à un réajustement tactique



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



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

*Nous restons globalement défensifs, mais vigilants quant aux opportunités permettant de tirer parti d'éventuels mouvements tactiques du marché, sans altérer nos convictions à moyen terme*

Les chiffres élevés de l'inflation (sous-jacente) confirment que la Fed pourrait maintenir une trajectoire de resserrement malgré la dégradation du contexte économique, que la valorisation des actifs ne reflète que partiellement. En ce qui concerne les bénéfiques, les prévisions aux États-Unis et en Europe sont encore optimistes et seront probablement revues à la baisse. Aussi, nous restons pour l'heure prudents et patients sur les actifs risqués et attendons une amélioration de la croissance des bénéfiques avant de renforcer le risque. **Une approche vigilante, mais agile, avec des couvertures améliorées, est la clé pour traverser cet environnement incertain, mais nous restons prêts à agir si des niveaux d'entrées attractifs se présentent.** Nous privilégions une approche bien diversifiée reposant sur une combinaison d'actifs de qualité dans les pays développés et émergents, les matières premières (pétrole, or) et les devises.

Des idées à conviction forte

**Nous restons prudents sur les actions, mais du point de vue tactique, nous pensons que le repli récent offre quelques opportunités pour profiter du bref rebond de certains segments.** Nous restons cependant flexibles et disposés à modifier notre positionnement si la situation venait à changer. Nous continuons à préférer les États-Unis à la zone euro, cette dernière étant plus exposée à l'épisode actuel de stagflation. Dans les pays émergents, nous surveillons le secteur du logement et les restrictions sanitaires en Chine. Le pays maintient ses politiques budgétaires et monétaires accommodantes. Nous continuons donc à privilégier la Chine par rapport à l'Inde, car les valorisations indiennes sont encore élevées malgré une baisse récente.

**Nous sommes marginalement constructifs sur la durée** et nous ne reverrons cette attitude à la hausse que si nous observons des éléments annonciateurs d'un « pivot » accommodant de la Fed, même si les valorisations semblent attractives d'un point de vue historique. Au Royaume-Uni, nous étions devenus prudents bien avant l'annonce du plan budgétaire de Liz Truss, qui a déclenché une correction d'envergure sur l'ensemble de la courbe des Gilts en raison des craintes d'augmentation des émissions et d'imprudence budgétaire. **En Europe,** nous maintenons une légère préférence pour les BTP par rapport au Bund, mais nous surveillons tout signe de faiblesse du point de vue de la gestion du risque. Nous pensons que le spread BTP-Bund n'est plus déterminé par des facteurs nationaux italiens. En outre, les valorisations sont attractives compte tenu de la politique de la BCE et de facteurs techniques favorables, qui laissent le temps de réévaluer les positions en cas de hausse de la volatilité.

**En ce qui concerne les obligations d'entreprise, nous pensons désormais que le segment EUR IG devrait surperformer le segment HY** (valorisations légèrement élevées). Ces dernières seraient plus vulnérables en cas de récession, ce qui nuirait aux bénéfiques et aux fondamentaux. Le taux de défaut reste peu élevé, mais devrait augmenter du fait des inquiétudes liées à la croissance. Aux États-Unis, nous restons légèrement positifs sur le crédit IG, vu ses meilleures valorisations après le récent creusement des *spreads*, les faibles risques de refinancement de la dette et l'absence d'augmentation de l'endettement à court terme.

### 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 évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. 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. BRL = réal brésilien; CAD = dollar canadien; CNH = yuan chinois; EUR = euro; IDR = roupie indonésienne; JPY = yen japonais; USD = dollar américain; ZAR = rand sud-africain. Document marketing destiné au grand public

GESTION  
DIVERSIFIÉE

**Enfin, les devises restent un pilier essentiel de notre stratégie multi-actifs et nous pensons que le dollar restera fort du fait des perspectives de hausse des taux aux États-Unis.** Nous cessons, en revanche, d'être positifs sur la paire USD/CAD. Cela n'est pas dû à une opinion négative sur le dollar, mais au fait que le billet vert s'est déjà beaucoup apprécié face au dollar canadien cette année. Par ailleurs, l'actualité négative du secteur bancaire suisse pourrait affecter la parité CHF/EUR, étant donné que le franc suisse a déjà gagné du terrain. Nous restons positifs sur la parité USD/EUR et JPY/EUR. D'autre part, nous pensons que le ZAR est un bon moyen de jouer la faiblesse du sentiment sur les devises des pays émergents. Par conséquent, nous sommes maintenant constructifs sur la paire

BRL/ZAR (portage attractif, environnement macro et beaucoup de nouvelles négatives sur les élections déjà prises en compte). En Asie, nous maintenons notre opinion sur la paire IDR/CNH du fait de l'amélioration de la situation budgétaire et de la croissance de l'Indonésie.

**Risques et couvertures**

**Le risque d'erreurs de politique des BC sous forme de resserrement excessif est élevé compte tenu de l'inflation.** Nous pensons donc qu'il est opportun d'augmenter la protection sur le crédit (HY US). En parallèle, il convient de maintenir des garde-fous sur les actions américaines et d'envisager l'exploration des opportunités découlant de l'affaiblissement de la paire EUR/USD.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



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



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



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

Lorsque les revenus nominaux augmentent en raison de l'inflation, les entreprises ne font généralement pas défaut. En revanche, si les conditions financières se resserrent, la situation peut se détériorer (spreads, dette distressed), notamment pour les signatures de moins bonne qualité.

## Vigilance sur l'évolution de la liquidité du crédit

Les données économiques récentes reportent à plus tard tout pivot accommodant de la Fed, ce qui a des répercussions sur les rendements obligataires mondiaux dans un contexte où le risque d'erreurs de politique augmente et où la croissance économique ralentit. De plus, la hausse des taux réels entraîne un resserrement des conditions financières, qui se répercute à son tour sur les *spreads* de crédit des entreprises. Par ailleurs, nous constatons des pressions sur les bénéfices et les flux de trésorerie. **Les investisseurs doivent donc surveiller attentivement les niveaux de trésorerie et la liquidité des bilans, car les entreprises dépensent leur cash (accumulé pendant la crise de Covid-19). Ils doivent également être conscients que le resserrement monétaire peut se transformer en un problème de solvabilité/stabilité financière.** Il convient d'explorer avec sélectivité les opportunités dans les segments de marché de haute qualité, y compris dans la dette en devises fortes des marchés émergents, avec une approche agile de la durée.

### Obligations mondiales et européennes

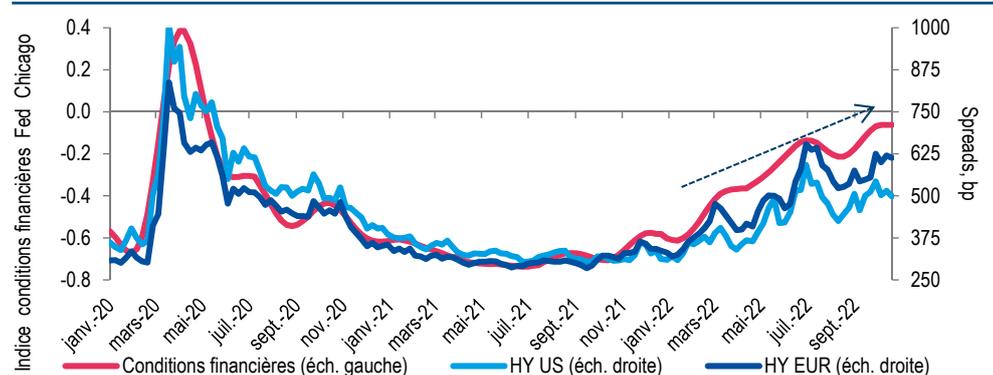
Nous sommes légèrement prudents/proches de la neutralité sur la durée aux États-Unis, dans les pays cœur de la zone euro et au Royaume-Uni (moins qu'auparavant), **mais le ralentissement de la croissance économique nous incite à rester tactiques sur ce front.** Nous nous intéressons activement à de nombreuses courbes de rendement, explorant ainsi les opportunités d'aplatissement en Europe, au Japon et aux États-Unis. Au

Royaume-Uni, nous évaluons les politiques monétaires et budgétaires et leurs effets sur les rendements souverains. Sur le plan mondial, nous continuons à croire au potentiel de diversification de la dette chinoise. En ce qui concerne l'inflation, nous sommes légèrement constructifs sur les points morts d'inflation aux États-Unis et en Europe. **Pour l'heure, l'impact du resserrement monétaire sur les *spreads* de crédit a été peu important** en raison des faibles besoins de refinancement des entreprises, qui ont puisé dans leurs réserves internes de trésorerie. Ceci pourrait toutefois changer dans un avenir proche. Par conséquent, nous maintenons une position de risque neutre, en recherchant de la dette à maturité courte, avec une préférence pour l'IG par rapport au HY, et sans augmenter notre exposition aux titres à haut risque. Nous privilégions les actifs de qualité au sommet de la structure du capital.

### Obligations américaines

La Fed continue de mettre l'accent sur la maîtrise de l'inflation, ce qui réduit la probabilité de réalisation de notre scénario d'« atterrissage en douceur ». Des facteurs de hausse et de baisse des rendements persistent et, par conséquent, nous avons ajusté de façon active notre exposition à la durée. Nous pensons que le rapport risque/récompense de la prudence sur la durée est moins convaincant aujourd'hui qu'auparavant en raison des préoccupations qui apparaissent au sujet de la croissance. **C'est pourquoi nous sommes neutres avec un biais en faveur d'un renforcement de notre positionnement.** Par ailleurs, les TIPS (emprunts d'État indexés sur

### Le resserrement des conditions financières pourrait entraîner un nouvel élargissement des *spreads*



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 21 octobre 2022. Une valeur positive de l'indice des conditions financières indique que les conditions financières sont plus dures que la moyenne, tandis qu'une valeur négative indique que les conditions sont plus souples que la moyenne.

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**

l'inflation) semblent attractifs, notamment sur les maturités intermédiaires. En ce qui concerne le crédit d'entreprise, les acteurs de haute qualité et peu endettés s'en sortiront mieux si la situation se dégrade. Les *spreads* IG et HY restent proches des moyennes malgré la faiblesse du climat économique, les marchés n'intégrant pas complètement le ralentissement. Nous préférons l'IG au HY et, parmi les signatures IG, les financières aux non-financières. Ailleurs, nous privilégions le crédit titrisé par rapport au crédit non titrisé, dans le cadre d'une approche active.

**Obligations des marchés émergents**

Nous surveillons les risques de liquidité et de stabilité financière dans les pays émergents et restons sélectifs, avec une préférence pour la dette en devises fortes. Nous sommes en revanche plus prudents sur les obligations

en devises locales, compte tenu des divergences régionales en matière d'inflation, des différences de rythme de normalisation monétaire et de la vigueur du dollar. Notre préférence va aux pays dont les banques centrales ont été proactives dans la lutte contre l'inflation, ainsi qu'à ceux qui offrent un portage convaincant (Brésil).

**Devises**

Un retournement de la tendance haussière du dollar ne pourrait venir que d'un changement d'orientation de la Fed ou d'une baisse de l'inflation. L'incertitude politique au Royaume-Uni affecte la stabilité de la livre sterling, sur laquelle nous sommes négatifs. Dans les pays émergents, nous sommes légèrement positifs sur certaines devises d'Amérique latine (MXN, COP), mais prudents sur celles d'Europe de l'Est, le TWD et le KRW.

ACTIONS

## De plus en plus sélectif, avec une forte attention aux marges



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsible Actions



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



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

### Évaluation globale

Nous nous attendons à ce que les révisions à la baisse des bénéfiques continuent encore un certain temps à mesure que nous entrons dans une phase de marché où la sélectivité s'impose. Jusqu'à présent, les bénéfiques ont été soutenus par le pouvoir de fixation des prix des entreprises, qui leur a permis de répercuter sur les consommateurs la hausse des coûts des intrants. En parallèle, les dépenses de consommation sont restées soutenues, grâce notamment à l'épargne abondante accumulée pendant la crise de Covid-19. Mais à présent, certains des effets positifs de certains de ces facteurs commencent à se dissiper. **C'est pourquoi nous portons notre attention sur les marges et évaluons soigneusement les perspectives afin d'apprécier avec plus de précision combien de temps elles vont rester sous pression. De plus, nous continuons à privilégier l'analyse bottom-up et maintenons l'accent sur notre approche ESG dynamique.**

### Actions européennes

Nous suivons une approche de type « barbell », en privilégiant les valeurs défensives de consommation non-cyclique et les valeurs cycliques de qualité. Concernant le risque cyclique, nous préférons les banques plutôt que l'automobile. En effet, les valeurs financières devraient bénéficier de la hausse des taux d'intérêt. Les banques de détail, en particulier, se négocient, selon nous, avec d'énormes décotes par rapport à leur juste valeur, car les marchés ont

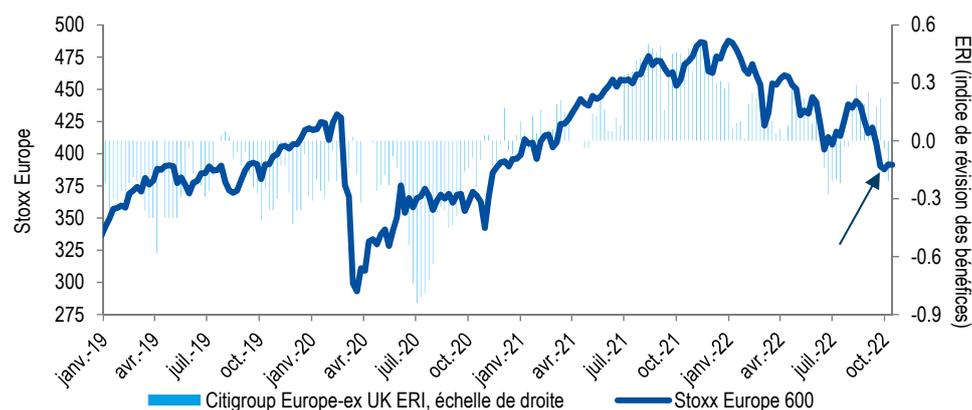
intégré la dégradation de l'environnement économique de manière excessive. Nous restons néanmoins sélectifs et recherchons des modèles économiques résilients et des bilans solides. Nous reconnaissons également qu'une dépréciation de l'euro profiterait aux multinationales européennes. **De façon importante, la crise énergétique constitue une bonne occasion d'encourager les investissements ESG et de guider l'Europe vers des énergies plus vertes et plus propres.** Nous restons prudents sur la technologie (valorisations excessives) et les services aux collectivités, étant donné le niveau élevé de risque réglementaire pour ce dernier.

### Actions américaines

La situation nous semble mitigée : les données réelles, c'est-à-dire le marché du travail et la production industrielle, sont solides, mais les enquêtes (ISM) et les indicateurs avancés sont faibles. **Par ailleurs, bien que l'inflation semble avoir atteint un pic, les consommateurs puisent dans leur épargne, car la croissance des salaires est inférieure à l'inflation (baisse des revenus réels).** Nous analysons donc comment les variations de la consommation pourraient affecter les bénéfices des entreprises, ce qui nous amène à être très sélectifs. Nous apprécions les enseignes capables de générer des dividendes même dans un environnement difficile et dont la fidélité des clients est assurée grâce à leur leadership sur leur marché, leur pouvoir de fixation des prix et la différenciation de leurs produits.

*Nous pensons que les anticipations de bénéfiques sont encore trop élevées, ce qui nous amène à nous concentrer sur la sélection bottom-up et à privilégier les risques idiosyncrasiques*

### Les inquiétudes quant aux bénéfiques se répercutent sur les marchés



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 19 octobre 2022. Indice de révision des bénéfiques, échelle de droite

## ACTIONS

Du point de vue du style, **nous préférons les actions value de qualité. Certaines valeurs cycliques et de croissance de qualité ont été excessivement malmenées, et nous sommes sélectifs sur ce front.** En revanche, les grandes capitalisations défensives restent chères. Au niveau sectoriel, nous voyons d'un bon œil l'énergie, les matériaux de base et les banques. Les banques présentent peu de problèmes de crédit et leurs investissements dans les technologies, qui pourraient les aider à conserver leur leadership, ne sont pas correctement appréciés par les marchés.

## Actions émergentes

Notre position actuelle reste prudente et sélective compte tenu de la hausse des taux mondiaux et des risques géopolitiques. Le scénario stagflationniste se renforce et touche toutes les zones géographiques, mais les pays émergents semblent relativement à l'abri et le différentiel de croissance entre les pays émergents et les pays développés favorise les premiers. Nous maintenons notre préférence pour le Brésil et les EAU, ainsi qu'une position proche de la neutralité sur la Chine, avec un intérêt particulier pour la consommation discrétionnaire, sur fond d'anticipation d'un rebond de la demande chinoise.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La politique monétaire de la Fed et les bénéfices des entreprises sont les deux principaux facteurs qui détermineront l'évolution des marchés d'actions à moyen terme. Si les valorisations sont plus attractives qu'auparavant, les facteurs susmentionnés ne sont pas favorables dans la mesure où la Fed reste déterminée à poursuivre son cycle haussier afin de maîtriser l'inflation (au risque d'affecter la consommation). Nous continuons à rechercher les entreprises présentant des bilans solides, des marges résistantes et un ensemble de caractéristiques de type qualité, value et dividendes.
	Actions US Value	+		Nous sommes positifs sur les titres value et préférons les entreprises présentant des caractéristiques de qualité, peu cycliques et capables de préserver leurs marges. Nous évitons en revanche les titres value en difficulté dont le potentiel de bénéfices n'est pas en phase avec leur valorisation.
	Actions US Croissance	-		Certaines valeurs de croissance ont corrigé, mais les actions croissance, dans l'ensemble, n'évoluent pas dans un contexte attractif compte tenu de la hausse des taux qui pourrait affecter davantage les valorisations. Nous restons prudents et explorons le segment qualité des marchés.
	Europe	--		Compte tenu de la crise énergétique et de l'escalade des tensions géopolitiques, les estimations de bénéfices des marchés pour 2023 sont revues à la baisse, mais il est probable que l'impact se fasse également sentir sur les marges bénéficiaires. Toutefois, les entreprises capables de maintenir un pouvoir de fixation des prix et des bilans solides devraient être en mesure de résister à ces pressions et de rémunérer les actionnaires.
	Japon	=		Malgré des valorisations modestes, un yen faible (pour les exportations) et une banque centrale accommodante, soit autant de facteurs favorables, le Japon reste un marché cyclique susceptible d'être affecté par le ralentissement de la croissance économique mondiale.
	Chine	=		La Chine continue d'être pénalisée par la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid et par le ralentissement du secteur du logement. Nous surveillons l'évolution de ses relations géopolitiques avec les États-Unis et l'Europe et son soutien budgétaire, qui pourrait stimuler la demande des consommateurs. Pour l'instant, nous restons proches de la neutralité, avec une possible amélioration des perspectives à l'horizon 2023.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les vulnérabilités externes, la dynamique de croissance interne et les risques politiques et géopolitiques font des pays émergents un univers hétérogène. Nous observons une dégradation de la dynamique, notamment en Europe de l'Est, où nous évitons la Hongrie et la Pologne. En revanche, nous sommes optimistes concernant le Brésil et les Émirats arabes unis et prudents concernant Taïwan et la Corée du Sud.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		Les chiffres élevés de l'inflation renforcent la détermination de la Fed à relever les taux, quitte à pénaliser l'économie. Nous sommes neutres sur la durée pour le moment, mais restons actifs et disposés à revoir notre opinion en fonction de l'ampleur de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Les rendements réels (emprunts d'État indexés sur l'inflation ou TIPS) ont atteint leur plus haut niveau en plus de dix ans, ce qui les rend attractifs.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> IG ne sont pas loin de leur moyenne à long terme, mais les rendements obligataires sont à des plus hauts pluriannuels, alors même que les fondamentaux des entreprises semblent solides. Nous sommes sélectifs et pensons qu'il convient de maintenir un bêta de portefeuille stable et de trouver un équilibre entre le besoin de qualité, la liquidité et le revenu.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		À mesure que la Fed poursuit sa trajectoire de resserrement, nous pensons que les coûts de financement pourraient augmenter pour les entreprises les moins bien notées. Ceci, en plus des contraintes de liquidité et des éventuels problèmes de trésorerie dus au ralentissement de la demande, nous rend défensifs sur le HY.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les pays cœur de la zone euro, mais nous nous réservons la possibilité d'ajuster cette position en fonction du narratif qui anime le marché - préoccupations concernant la croissance économique ou inflation élevée (et donc BCE restrictive). Sur les marchés de la dette périphérique, le resserrement de la BCE, même limité par sa volonté d'éviter toute fragmentation, nous incite à la prudence.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Nous pensons que les valorisations sont raisonnables, mais que les tensions géopolitiques persistent et que la croissance économique s'affaiblit. D'un autre côté, les fondamentaux des entreprises sont solides, mais elles puisent dans leurs réserves de trésorerie. Nous surveillons les niveaux de trésorerie et évitons les segments fortement endettés. Nous maintenons notre position globalement neutre.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Les taux de défaut restent faibles, mais une dégradation de la conjoncture économique pourrait affecter les flux de trésorerie et le durcissement de ton de la BCE pourrait provoquer une certaine volatilité des <i>spreads</i> . Nous restons donc prudents, en gardant un œil sur la liquidité, les éventuels risques de refinancement et la qualité.
	Govies Chine	=/+		Les avantages de diversification offerts par la dette chinoise aux investisseurs internationaux rendent cette classe d'actifs attractive, tout comme les perspectives limitées de resserrement monétaire significatif à moyen terme.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La dette des pays émergents est sous pression en raison du cycle de resserrement des marchés développés, mais nous percevons des opportunités sélectives dans la dette en devises fortes, avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG. Ceci vaut pour les pays où les finances publiques s'améliorent et où les vulnérabilités extérieures sont limitées. Nous voyons également d'un bon œil les exportateurs de matières premières tels que les Émirats arabes unis et le Brésil, mais restons vigilants face au risque de défaut souverain ailleurs.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes très sélectifs sur la dette en devises locales et privilégions les pays dont la banque centrale a maîtrisé l'inflation et ceux qui offrent un portage attractif (Brésil). Cependant, les devises des pays émergents ont souffert de la force du dollar et une certaine stabilité des taux américains est nécessaire pour nous permettre de trouver de la valeur sur le marché des changes et des obligations en devises locales.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole devraient rester plafonnés par les préoccupations économiques à court terme, mais les problèmes liés à l'offre (capacité de réserve limitée de l'OPEP+, interdiction potentielle du brut russe par l'UE) font que les risques sont orientés à la hausse. En ce qui concerne l'or, bien que la hausse des taux réels ne soit pas favorable, le métal peut s'avérer un diversificateur efficace, notamment si les banques centrales (c'est-à-dire la Fed) abandonnent leur ton restrictif l'an prochain.
	Devises			Nous pensons que le dollar va se renforcer à court terme, car l'inflation sous-jacente élevée devrait inciter la Fed à maintenir sa politique de resserrement. Un pivot accommodant de la Fed est le principal catalyseur susceptible d'inverser cette tendance. Nous sommes, en revanche, négatifs sur la livre sterling.

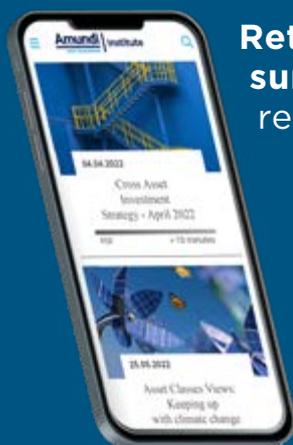
### LÉGENDE



Source : Amundi, au vendredi 27 octobre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émettrices libellées en devise forte/devise 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 Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
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 27 octobre 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 : 4 novembre 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 - martin Puddy

### Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute  
MORTIER Vincent, CIO Groupe

### Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux  
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset  
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset  
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

### Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

### Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux  
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset  
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique  
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA  
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication