

Investment Institute

États-Unis et Chine : équilibrer le découplage



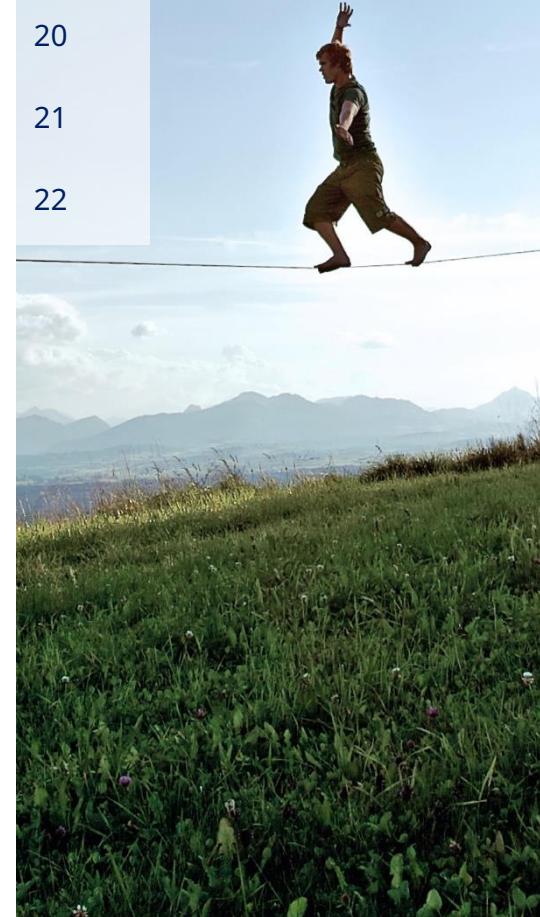
CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

MAI 2025

• Document réservé aux investisseurs professionnels

SOMMAIRE

THÈME DU MOIS	
Chine : pression avant les négociations	4
États-Unis et Chine : gérer une relation qui se détériore	7
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES	
Perspectives pour le marché des bons du Trésor américain ?	10
GLOBAL INVESTMENT VIEWS	
Vues des CIO : La guerre commerciale complique la tâche de la Fed	15
Obligations : Biais pour la duration européenne	18
Actions : Opportunités de rotation sur fond de correction	19
Marchés émergents : Divergences des ME face aux perturbations tarifaires	20
Gestion diversifiée : L'exceptionnalisme américain en danger : rester flexible	21
Allocation d'actifs Amundi	22





**MONICA
DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Malgré un certain relâchement des droits de douane punitifs mis en place par les États-Unis et la Chine, le nouveau régime commercial aura des répercussions sur la consommation et les bénéfices des entreprises dans les deux pays, en raison de leur dépendance aux matières premières chinoises, de l'intégration des chaînes d'approvisionnement et de la spécialisation de la Chine sur certains produits. »



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE

« Nous pensons que la rotation hors des États-Unis se poursuivra, profitant à d'autres régions telles que l'Europe, les marchés émergents et l'Asie, et incitant à la prudence vis-à-vis du dollar américain. »

THÈME DU MOIS

Chine : pression avant les négociations



A RETENIR

L'attitude de Pékin à l'égard de la guerre commerciale a changé radicalement ; alors que la Chine privilégiait la retenue et le dialogue au cours du premier mandat de D. Trump, elle réagit désormais par des représailles décisives.

Le « découplage stratégique » prôné par Washington a mis la confiance des investisseurs à rude épreuve, amenant Pékin à adopter une attitude plus prudente et plus hésitante en matière de dialogue, ce qui réduit les chances d'aboutir à des négociations sérieuses.

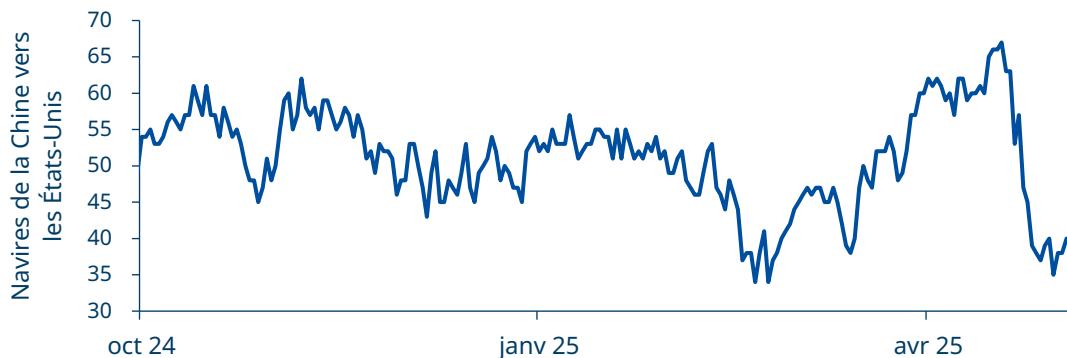
Dans ce climat incertain, Pékin s'orientera probablement vers une stratégie souple : renforcement des mesures de protection économique internes, extension des partenariats avec le Sud global et rapprochements avec certains pays alliés des États-Unis, tout en accordant moins d'importance aux accords avec Washington.

Alors que des stratégies visant à atténuer l'impact des droits de douane peuvent fonctionner si ceux-ci sont de 30%, les entreprises ne peuvent pas absorber l'augmentation des coûts liés à des taux supérieurs à 100%, y compris les sociétés disposant de marges élevées et d'un fort pouvoir de fixation des prix. En imposant des droits de douane punitifs de 145 %, Washington flirte dangereusement avec l'idée d'un découplage économique. Même un maintien temporaire à ce taux non tenable a des conséquences significatives.

L'impact est triple :

- **Tout d'abord, un choc de l'offre avec l'arrêt des expéditions transpacifiques et l'annulation de commandes** ; toutefois, ce choc est davantage supporté par les États-Unis que par la Chine. Alors que le nombre de porte-conteneurs vers les États-Unis devrait diminuer fortement, le débit de marchandises des ports chinois a augmenté en termes séquentiels et annuels depuis le 9 avril. Les augmentations de la demande de transport maritime au Viêt Nam, en Thaïlande et au Cambodge, ainsi que l'augmentation du trafic vers l'Europe ne sont pas des coïncidences et indiquent une réorientation des exportateurs chinois.

Le volume de marchandises en provenance de Chine et à destination des États-Unis est en baisse de 40 % par rapport au pic de cette année



Source : Amundi Investment Institute et Bloomberg, au 5 mai 2025.

Indique la moyenne mobile sur 15 jours des navires de marchandises sèches quittant la Chine avec les États-Unis pour destination.

AUTEURS

CLAIRE HUANG
STRATÉGISTE MACRO
SENIOR MARCHÉS
ÉMERGENTS, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

ALESSIA BERARDI
RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE MACRO
ÉMERGENTE, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Les effets de la guerre commerciale sont sur le point de se manifester, et certains ne peuvent pas être effacés par des changements politiques peu refléchis. Il est naïf de penser qu'il n'y aura pas de conséquences structurelles. »

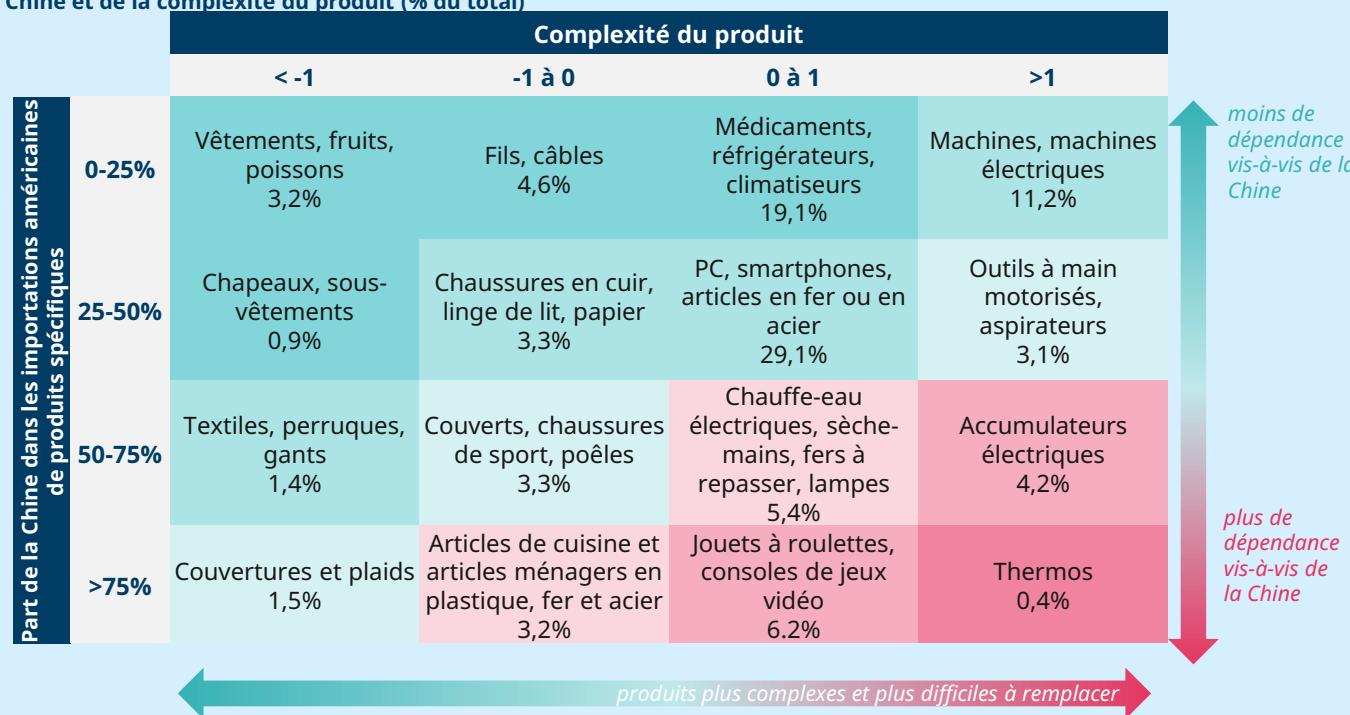
- **Deuxièmement, un choc de la demande, les droits de douane punitifs commençant à peser sur les consommateurs et les bénéfices des entreprises**, tant aux États-Unis qu'en Chine. Les coûts des droits de douane seront supportés par les exportateurs chinois, les importateurs américains (tels que Walmart, Home Depot et Target) et les consommateurs américains. Environ un quart à un tiers des importations américaines en provenance de Chine sont difficilement remplaçables. Cela s'explique par la forte dépendance des États-Unis à l'égard des approvisionnements chinois, la complexité de certains produits et la position de la Chine en tant qu'unique ou l'un des rares producteurs. Parmi les 100 produits les plus difficiles à remplacer, la Chine représente en moyenne 57 % du total des exportations mondiales (voir tableau ci-dessous).
- **Enfin, un choc structurel, les entreprises ajustant leurs chaînes d'approvisionnement pour s'adapter à un protectionnisme accru**, troquant l'efficacité contre la sécurité politique. Étant donné que les détaillants américains qui s'approvisionnent en Chine ont subi des pertes considérables en raison de pénuries d'approvisionnement, ces risques ne sont plus justifiables d'un point de vue économique.

Une désescalade mutuelle s'est produite rapidement, permettant aux droits de douane de passer d'un taux extrêmement prohibitif de 145 % à un taux de 30 %. Si l'on y ajoute les droits de douane initiaux appliqués sous le premier mandat de D. Trump, les droits de douane effectifs des États-Unis sur les importations chinoises avoisinent les 40 %, ce qui est beaucoup plus élevé que sous la première administration Trump et reste prohibitif. Les exportateurs chinois, qui opèrent en moyenne avec des marges relativement faibles, n'ont aucun moyen efficace d'atténuer les impacts par leurs propres moyens.

Atténuer les impacts de nombreuses incertitudes : dans un contexte d'évolution des droits de douane, un assouplissement de la politique monétaire est plus probable que d'autres mesures. Des baisses de taux étaient déjà nécessaires avant l'entrée en fonction de D. Trump, pour soutenir la fragile reprise de la demande intérieure. Les politiques commerciales restrictives des États-Unis agiront comme un choc désinflationniste de la demande sur l'économie chinoise, ce qui agravera encore le problème de la déflation.

Les États-Unis peuvent-ils facilement remplacer les produits fabriqués en Chine ?

Ventilation des importations américaines en provenance de Chine, en fonction de la dépendance vis-à-vis de la Chine et de la complexité du produit (% du total)



Source : UN Comtrade, Amundi Investment Institute. Données au 7 mai.

« Parmi les 100 produits les plus difficiles à remplacer, la Chine représente en moyenne 57 % du total des exportations mondiales. »

Le 7 mai, la Banque populaire de Chine a réduit le taux de réserve obligatoire de 50 points de base (pbs) et le taux directeur de 10 pbs. Nous anticipons deux autres réductions de 10 pbs chacune, respectivement en juillet et en septembre.

En ce qui concerne la politique budgétaire, les décideurs chinois pourraient cependant préférer attendre et évaluer les impacts de la guerre commerciale avant de prendre des mesures décisives. Cela fait seulement deux mois que le plan de relance budgétaire (qui représente environ 2 % du PIB) a été présenté par l'Assemblée nationale populaire.

Le 3^e trimestre sera une bonne occasion d'évaluer la nécessité d'un budget supplémentaire, les données de mai et de juin étant disponibles pour une meilleure évaluation des impacts.

Avec une approche sur le long terme, la Chine n'a pas de contraintes de temps dans cette guerre commerciale, contrairement à D. Trump avec les élections de mi-mandat à venir, ce qui permet à Pékin d'adopter une approche stratégique.

La Chine dispose de trois types d'outils :

- Mesures offensives** : elles visent à prendre des mesures de rétorsion et à nuire économiquement aux États-Unis, par exemple en restreignant l'accès à des approvisionnement chinois essentiels tels que les terres rares (par le biais de son propre contrôle des exportations) et en surveillant l'accès au marché chinois (droits de douane punitifs de rétorsion, enquêtes réglementaires et règles de passation des marchés publics). La liquidation des bons du Trésor américain serait inefficace en tant que mesure offensive sur le marché. Même si toutes les réserves de change de la Chine (soit 3 200 milliards de dollars) étaient investies dans des bons du Trésor américain, la taille même du marché du Trésor, avec un volume d'échange quotidien supérieur à 900 milliards de dollars, signifie que la liquidation rapide de la Chine serait absorbée en 3 ou 4 jours, ce qui limiterait tout impact durable sur le marché. Sans oublier que la Réserve fédérale américaine dispose de nombreux outils de liquidité pour atténuer les pressions de vente chinoises.
- Mesures défensives** : elles visent à atténuer les impacts négatifs d'attaques potentielles, en particulier sur le marché financier, où les États-Unis ont un net avantage en bloquant l'accès de la Chine au système financier mondial dominé par le dollar. Les cessions de réserves de devises étrangères, les accords de paiement transfrontaliers, l'infrastructure permettant le règlement des transactions en renminbi et les accords entre banques centrales pour échanger des devises se développeront et s'accéléreront.
- Mesures correctives** : elles impliquent des concessions et des mesures positives, telles que la reprise des négociations avec les États-Unis, l'approfondissement des liens commerciaux avec les alliés des États-Unis par le biais d'accords multilatéraux tels que l'accord de libre-échange transpacifique (CPTPP) et le renforcement des partenariats avec les pays du Sud global.

Dans ce contexte, les mesures tactiques traditionnelles susceptibles de nuire aux objectifs stratégiques - subventions à l'exportation et dévaluation de la monnaie - ne seront probablement pas utilisées.

Marché des actions chinoises - principaux enseignements

Nous maintenons une opinion positive à long terme sur les actions chinoises, compte tenu du récent tournant vers des politiques fiscales favorables. Toutefois, compte tenu de la forte incertitude concernant les droits de douane, nous sommes plus prudents à court terme et nous pensons qu'il est temps de s'orienter vers des secteurs davantage tournés vers le marché domestique et défensifs, moins impactés par les droits de douane.

Nous privilégions donc le marché onshore (China A-shares) par rapport au marché offshore (China H-shares), ainsi que la demande intérieure et le rendement des dividendes par rapport à l'exposition aux exportations, étant donné que les primes de risque du marché onshore sont plus résilientes sur le plan géopolitique et que le gouvernement met l'accent sur la stimulation de la demande intérieure.

En Chine, nous constatons une dynamique positive des bénéfices dans le secteur technologique, en particulier avec l'essor des applications de l'IA et de la technologie grand public. Néanmoins, nous restons prudents face aux risques de surcapacité croissante en Chine et au potentiel de dumping ou de déplacement des produits existants sur les marchés mondiaux, ce qui poserait des difficultés aux acteurs nationaux et internationaux.

NICHOLAS MCCONWAY, RESPONSABLE DES ACTIONS ASIE HORS JAPON, AMUNDI

THÈME DU MOIS

États-Unis et Chine : gérer une relation qui se détériore



RÉDACTEURS

ANNA

ROSENBERG

RESPONSABLE

GÉOPOLITIQUE,

AMUNDI INVESTMENT

INSTITUTE

POINTS À RETENIR

Les relations entre les États-Unis et la Chine continueront probablement à se détériorer, car les responsables américains de la sécurité considèrent 2027 comme la date clé à laquelle la Chine sera en mesure de rivaliser avec les États-Unis.

Toutefois les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser leurs relations se détériorer complètement et préféreront parvenir à un divorce économique leur permettant à tous deux de survivre. Les récentes baisses des droits de douane reflètent cette dynamique.

Malgré l'apaisement actuel des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, il est important de comprendre la dynamique plus large qui anime les relations entre les deux pays. Au cours des prochaines années, la relation entre les États-Unis et la Chine continuera de se détériorer, 2027 étant perçue comme une date clé à l'horizon. En effet, d'après les responsables américains de la sécurité, c'est à partir de cette année que la Chine pourrait être en mesure de rivaliser avec les États-Unis sur le plan militaire. Que cela soit vrai ou non, ces craintes influencent la politique américaine envers la Chine ainsi que les efforts des États-Unis pour se réindustrialiser. Pour mener et gagner des guerres, un pays doit disposer d'une base industrielle solide pour construire et réparer son matériel militaire. Les droits de douane imposés par Trump sur l'acier, l'aluminium et les produits chinois doivent être appréciés dans cette perspective ; ils visent également à affaiblir sa capacité industrielle. Cela dit, en 2025, les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser dégénérer leurs relations : leur objectif sera plutôt de parvenir à un divorce leur permettant à tous deux de préserver leur équilibre économique. Nous voyons d'ores et déjà les deux parties faire marche arrière sur la question des droits de douane. Les scénarios décrits ci-dessous montrent comment la relation a évolué depuis le « scénario d'escalade » vers notre scénario central « d'entente tendue », dans lequel nous prévoyons une baisse significative des droits de douane américains et chinois par rapport au niveau précédent de 145 %. Une poursuite des négociations est possible, mais nous ne nous attendons pas à un « grand compromis » dans un avenir proche. Au cours du premier mandat de Trump, les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine s'étaient avérées difficiles et avaient pris des années avant d'aboutir.

« En 2025, les États-Unis et la Chine n'ont guère intérêt à laisser dégénérer leurs relations : leur objectif sera plutôt de parvenir à un divorce leur permettant à tous deux de préserver leur équilibre économique. »

Scénarios économiques États-Unis/Chine

Nous étions ici

...mais, conformément à nos prévisions, nous en sommes maintenant ici



Scénario :	Escalade	Entente tendue	Grand compromis
Probabilité :	25 %	55 %	20 %

Source : Amundi Investment Institute, au 12 mai 2025. Cette série de scénarios n'est pas exhaustive.

Scénario 1: Escalade

Scénario	Les relations entre les États-Unis et la Chine continuent de se détériorer, aucun des deux pays ne faisant de concessions ; les droits de douane repassent au-dessus de 100 % et un découplage économique et sécuritaire complet s'opère.
Indicateurs à surveiller	Les relations se détérioreront davantage si les États-Unis commencent à limiter l'accès de la Chine aux marchés financiers américains ou obligent des pays tiers à réduire leurs liens avec la Chine dans le cadre de négociations commerciales, amenant ainsi la Chine à conclure que les États-Unis cherchent à nuire de manière permanente à ses perspectives économiques. La Chine intensifie ses mesures de rétorsion, restreint considérablement ses exportations de terres rares et de produits pharmaceutiques, accentue la pression sur les entreprises américaines et tente de forcer les pays voisins indécis à choisir leur camp.
Répercussions	Une guerre froide s'installe, dans laquelle les deux camps cherchent à limiter leurs interactions, imposant ainsi un monde bipolaire. Un tel scénario augmenterait les risques géopolitiques, tant en Asie qu'au-delà. Les risques augmenteraient en mer de Chine méridionale, mais aussi dans d'autres régions du monde, la Chine étant susceptible de renforcer son soutien militaire à la Russie (en fonction des relations sino-européennes et de l'évolution de la situation en Ukraine). Elle pourrait également se rapprocher davantage de la Russie dans le domaine du spatial ainsi que dans l'Arctique.

Scénario 2: Entente tendue (scénario central)

Scénario	Les États-Unis et la Chine parviennent à un accord prévoyant une baisse des droits de douane américains par rapport aux niveaux actuels, mais ceux-ci resteront élevés. La Chine réduit également ses mesures de rétorsion. Les États-Unis n'obligent pas tous les pays avec lesquels ils négocient à prendre position contre la Chine, ce qui permet à cette dernière de réorienter une partie de ses échanges commerciaux vers les États-Unis sans étouffer son économie. Un certain découplage économique s'observe dans les secteurs sensibles, mais les deux pays continuent de se faire concurrence et de commercer ensemble.
Indicateurs à surveiller	Les États-Unis et la Chine réduisent leurs droits de douane et des discussions ont lieu entre hauts responsables, accompagnées de promesses de négociations futures. Les États-Unis n'imposent pas à leurs partenaires commerciaux de prendre parti contre la Chine dans leurs accords commerciaux. Le ton s'adoucit et la possibilité d'une rencontre entre Xi et Trump se profile. Un accord sur TikTok devient également possible en échange de concessions supplémentaires sur les droits de douane.
Répercussions	On observe un réacheminement des chaînes d'approvisionnement et une réduction des exportations chinoises vers les États-Unis, le découplage s'étendant au-delà des seuls secteurs sensibles, sans toutefois aboutir à une rupture économique totale. Les relations entre les États-Unis et la Chine continueraient à privilégier une diversification l'un par rapport à l'autre. Les risques en mer de Chine méridionale resteraient élevés, mais ne devraient pas augmenter à court terme. La Chine continuera à dissuader les pays européens et asiatiques de nouer des liens trop étroits avec les États-Unis.

Scénario 3: Grand compromis

Scénario	Les États-Unis et la Chine s'efforcent de conclure un accord commercial de phase deux, mettant en place des droits de douane sur certaines importations chinoises, mais pas sur tous les secteurs. La Chine accepte de rééquilibrer son économie pour privilégier la consommation et acheter davantage de produits américains. Les États-Unis n'obligent pas les autres pays à choisir leur camp contre la Chine, ce qui permet à cette dernière de réorienter une partie de ses échanges commerciaux vers les États-Unis. La Chine renonce à ses mesures de rétorsion. Un certain découplage économique s'observe dans les secteurs stratégiques sensibles, mais les deux pays continuent de se faire concurrence et de commercer ensemble. Les États-Unis acceptent de ne pas modifier le <i>statu quo</i> au sujet de Taïwan et reconnaissent les intérêts régionaux de la Chine.
Indicateurs à surveiller	Réduction simultanée des droits de douane entre les États-Unis et la Chine. Reprise des négociations concernant TikTok et la coentreprise CATL-Ford. Annonce d'une rencontre entre Xi et Trump et reprise des négociations commerciales à suivre.
Répercussions	Une certaine détente s'opère sur les marchés, parallèlement à la réorganisation des chaînes d'approvisionnement, à une réduction des exportations chinoises vers les États-Unis et à une séparation dans certains secteurs, mais sans pour autant aboutir à une rupture économique totale. Apaisement des tensions géopolitiques, notamment en mer de Chine méridionale. Il pourrait également y avoir une augmentation des IDE chinois aux États-Unis ou davantage de coentreprises impliquant des transferts de technologie.

Source : Amundi Investment Institute, au 12 mai 2025. Cette série de scénarios n'est pas exhaustive.



PERSPECTIVES STRATÉGIQUES

PERSPECTIVES
STRATÉGIQUES

Perspectives pour le marché des bons du Trésor américain ?

POINTS À RETENIR

Les annonces de droits de douane par le président Trump ont ébranlé les marchés financiers américains, jusqu'alors dominants et ont exercé une pression sur les rendements des bons du Trésor dans un contexte de crainte de ralentissement de la croissance et de hausse de l'inflation.

Récemment, la différence entre le rendement attendu par les investisseurs détenant des bons du Trésor et celui des swaps s'est considérablement creusée, ce qui témoigne d'une hausse du risque perçu pour la détention de bons du Trésor.

La fin de l'exceptionnalisme des marchés financiers américains est tout sauf actée, pour autant, une diversification renforcée nous semble de plus en plus nécessaire, et ce, même dans le domaine de la dette souveraine. Dans ce contexte, les marchés obligataires européens constituent une option intéressante.

Jusqu'à très récemment, le dollar américain (et les marchés financiers américains) semblaient régner en maître. Le dollar s'est imposé comme la devise dominante dans les transactions internationales. Les paiements SWIFT libellés en dollars sont passés d'un peu plus de 30 % du total au début de 2010 à un niveau record de 50,2 % en janvier 2025. De plus en plus, les marchés boursiers américains sont devenus l'endroit privilégié où le monde entier stocke sa richesse. En pourcentage de l'indice mondial, l'indice MSCI US est passé de 37 % en 1995 à 74 % à la fin de l'année dernière. Toutefois, en y regardant de plus près, la domination des marchés financiers américains semble moins assurée. **Le marché américain des bons du Trésor, en particulier, montre des signes de tension.**

Que se passe-t-il sur le marché des bons du Trésor américain ?

L'annonce inattendue par le président Trump, le 2 avril, de droits de douane d'une ampleur sans précédent a provoqué une onde de choc dans l'économie, entraînant une forte volatilité des marchés financiers. Dans un premier temps, les rendements des bons du Trésor ont baissé en raison des craintes de récession, mais les rendements à plus long terme ont rapidement rebondi, les investisseurs anticipant une hausse de l'inflation et **commençant à intégrer des risques plus élevés dans leurs prévisions**. Le rendement à 10 ans a bondi de moins de 4 % à 4,5 % en quelques jours seulement, tandis que le rendement à 30 ans a atteint 5 %.

RÉDACTEURS

GUY STEAR

RESPONSABLE
STRATÉGIE DES
MARCHÉS DÉVELOPPÉS

SILVIA DI SILVIO

STRATÉGISTE CROSS
ASSET SENIOR

« La domination des marchés financiers américains semble moins assurée. Le marché américain des bons du Trésor, en particulier, montre des signes de tension. »

26 %

Part des É.-U. dans le PIB mondial

~70 %

Part des États-Unis dans l'indice MSCI World

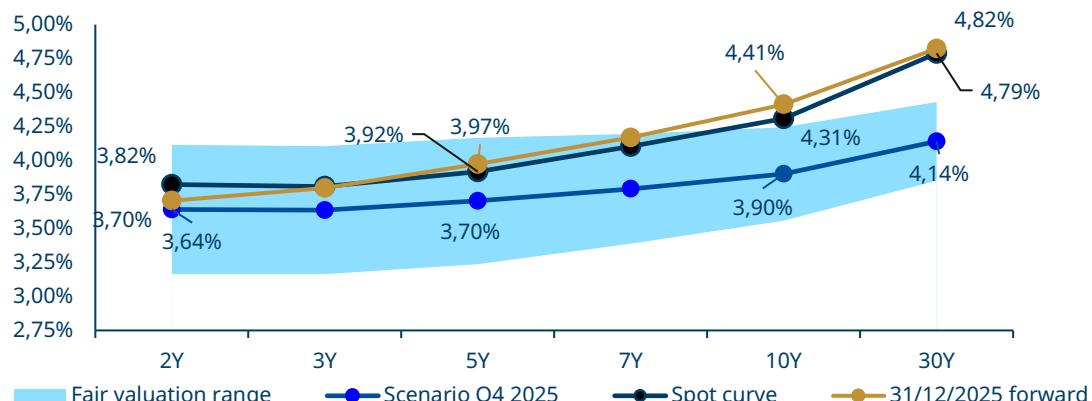
~40 %

Part des États-Unis dans la capitalisation boursière mondiale des obligations

~40 %

Part des États-Unis dans l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond

Modèle Nelson-Siegel – Détail de la courbe de rendement à la juste valeur vs spot et contrats à terme



Source : Amundi Investment Institute, au 2 mai 2025. Uniquement à titre d'information. Chez Amundi Institute, notre approche de valorisation des obligations suit deux étapes : tout d'abord, nous nous appuyons sur le modèle Nelson-Siegel (NS) pour extrapoler différents facteurs de la courbe de rendement. Nous modélisons ensuite chaque composante à l'aide de variables macro-financières saines et cohérentes. Le modèle NS est largement utilisé par les gestionnaires de patrimoine obligataire des organismes publics, des banques d'investissement et des banques centrales pour ajuster la structure à terme des taux d'intérêt.

Ce n'est pas la première fois que les bons du Trésor américain ont subi des pressions depuis l'élection présidentielle américaine de novembre. En effet, notre modèle de juste valeur des rendements américains à 10 ans a montré qu'ils étaient sous-évalués en plusieurs points au cours des cinq derniers mois et qu'ils pourraient être sous-évalués actuellement. Nous prévoyons que les rendements américains à 10 ans resteront à 4,3 %, en phase avec les niveaux actuels du marché, en raison des pressions antagonistes liées à la faiblesse de la croissance et à la persistance de l'inflation.

Pourquoi les bons du Trésor sont-ils sous pression ?

Pour comprendre pourquoi les rendements des bons du Trésor sont sous pression, il convient d'examiner les principaux facteurs qui influencent l'évolution des rendements nominaux :

1. les anticipations de croissance économique réelle, qui représentent environ les deux tiers des variations des rendements nominaux ;
2. les anticipations d'inflation, représentées par le point mort d'inflation, qui contribuent à hauteur d'environ 20 % ;
3. et la qualité intrinsèque des bons du Trésor, illustrée par le swap spread, qui représente environ 10 à 15 % des variations des rendements nominaux.

« Selon notre modèle, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans et, en particulier, à 30 ans sont supérieurs à leur juste valeur. »

Focus : comprendre le swap spread d'actifs

La qualité intrinsèque des bons du Trésor américain peut être évaluée à l'aide des swap spreads. Ceux-ci comparent les taux d'intérêt (rendements) des bons du Trésor avec les taux de swaps* ayant la même échéance.

- **Swap spread positif** : le rendement des bons du Trésor est inférieur au taux des contrats d'échange (swap). Les investisseurs sont prêts à accepter des rendements plus faibles sur les bons du Trésor que sur les swaps, en raison de la sécurité et de la stabilité perçues des bons du Trésor.
- **Swap spread négatif** : le rendement des bons du Trésor est supérieur au taux des contrats d'échange (swap). Depuis 2020, date à laquelle les swaps ont commencé à utiliser le SOFR comme taux variable, cela a généralement été le cas. Les investisseurs ont exigé un rendement plus élevé des bons du Trésor en raison des inquiétudes liées à l'offre excessive ou à l'affaiblissement de la demande.

Récemment, l'augmentation du rendement exigé par les investisseurs pour détenir des bons du Trésor a considérablement augmenté par rapport aux swaps. De 2021 à 2023, le taux d'échange d'actifs s'est situé entre -15 points de base (pb) et -35 pb. En début avril 2025, ce taux est tombé à une moyenne de -55 pb, ce qui signifie que les investisseurs exigent un rendement encore plus élevé pour détenir des bons du Trésor par rapport aux swaps.

*Un swap de taux d'intérêt est un accord financier entre deux parties qui s'engagent à échanger les paiements d'intérêts sur un montant principal déterminé pendant une période donnée. En règle générale, une partie paie un taux d'intérêt fixe tandis que l'autre paie un taux variable basé sur un indice de référence tel que le taux de financement garanti au jour le jour (SOFR).

En avril, le taux de swap, c'est-à-dire l'écart entre les rendements des bons du Trésor et les swaps de taux d'intérêt, s'est creusé, suscitant des inquiétudes quant à un dysfonctionnement du marché et au rôle de valeur refuge des bons du Trésor américain. Nous pensons que les rendements des bons du Trésor continueront d'augmenter par rapport aux swaps pour deux raisons.

L'offre devrait continuer à augmenter. Les États-Unis affichent un déficit budgétaire depuis 2002, mais celui-ci s'est considérablement creusé pendant la pandémie de COVID-19. La dette fédérale en pourcentage du PIB a plus que doublé depuis le début du siècle, passant de 56 % en 2000 à 124 % à la fin de l'année dernière. **Des déficits plus importants impliquent nécessairement une augmentation des émissions obligataires.** Le Trésor américain pourrait bien continuer à augmenter ses émissions de bons par rapport aux obligations, mais nous prévoyons une hausse des rendements des bons du Trésor par rapport aux swaps sur l'ensemble de la courbe.

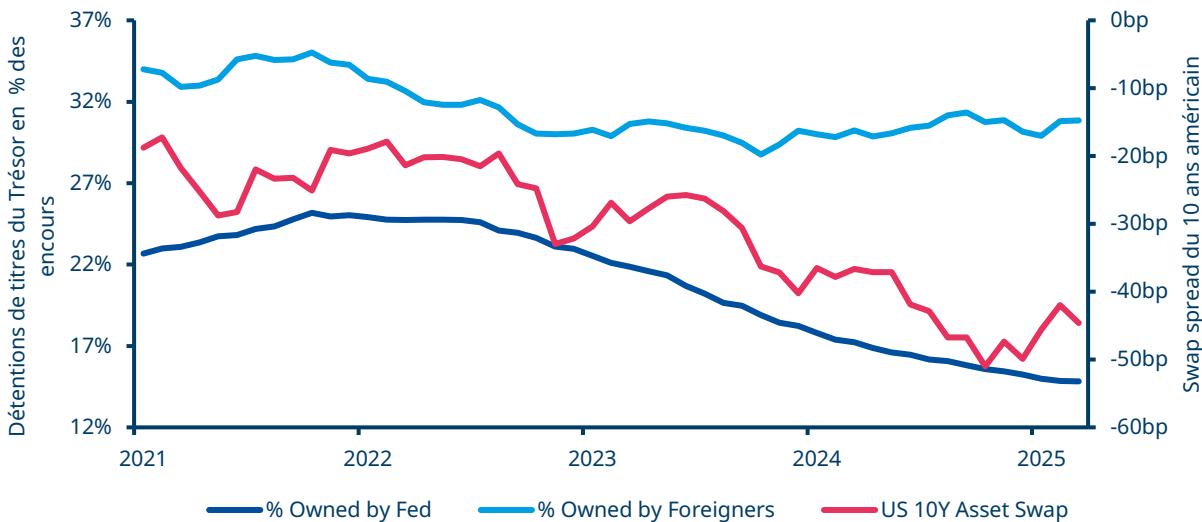
La demande de bons du Trésor américain pourrait également continuer à baisser, du fait, en particulier, de deux types d'acteurs :

- **La Fed** : au plus fort de son programme d'assouplissement quantitatif, à la mi-2016, la Fed détenait 6 300 milliards de dollars de bons du Trésor dans son bilan. Avec le passage de l'assouplissement quantitatif au resserrement quantitatif, ce chiffre a diminué, tombant à 4 200 milliards de dollars à la fin du mois de mars.
- **Les grands détenteurs étrangers**, généralement des banques centrales et des fonds souverains : Les bons du Trésor détenus par ces participants n'ont pas diminué en valeur nominale, mais sont passés d'un peu plus de 1 000 milliards de dollars en 2001 à plus de 8 000 milliards de dollars en mars dernier. Cependant, cette croissance ayant été dépassée par celle du marché des bons du Trésor, **la part détenue par ces investisseurs a reculé, passant d'un pic de 56 % à la mi-2008 à un peu plus de 30 % aujourd'hui.**

Pour l'instant, le passage à un swap spread plus négatif semble avoir été entraîné par la baisse des avoirs de la Fed (voir graphique ci-dessous).

On peut toutefois facilement imaginer que si les grands investisseurs étrangers réduisent leurs avoirs, les rendements des bons du Trésor pourraient augmenter encore davantage par rapport aux taux des swaps. En l'absence d'une baisse du taux des swaps, cela pourrait pousser les rendements nominaux américains à la hausse.

La diminution des avoirs officiels a fait baisser le prix des bons du Trésor



Endettement public fédéral total
1 000 milliards d'USD

Janv.
2001

Mars
2025

2

28

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg.

Comment aborder la phase d'incertitude sur les marchés obligataires

Nous ne disposons pas de preuves manifestes d'une vente massive de dette américaine par les investisseurs étrangers, **mais nous pensons qu'il est essentiel de surveiller l'évolution des swaps spreads à l'avenir, et ce pour au moins deux raisons** :

- Premièrement, les bons du Trésor américain continuent de représenter le taux sans risque utilisé pour évaluer de nombreux actifs libellés en dollars, tels que les obligations d'entreprises. La persistance d'un environnement dans lequel les bons du Trésor américain restent sous pression peut créer des écarts de prix relatifs.
- Deuxièmement, si les bons du Trésor perdent leur attrait en tant que réserve de valeur, cela pourrait provoquer une fuite des capitaux hors des États-Unis. Or, compte tenu de la taille du marché des bons du Trésor américain, les répercussions sur les marchés des devises pourraient être très importantes. Le quadruplement de la valeur du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux depuis 1978 pourrait s'inverser, ce qui aurait des répercussions sur l'ensemble du système financier mondial.

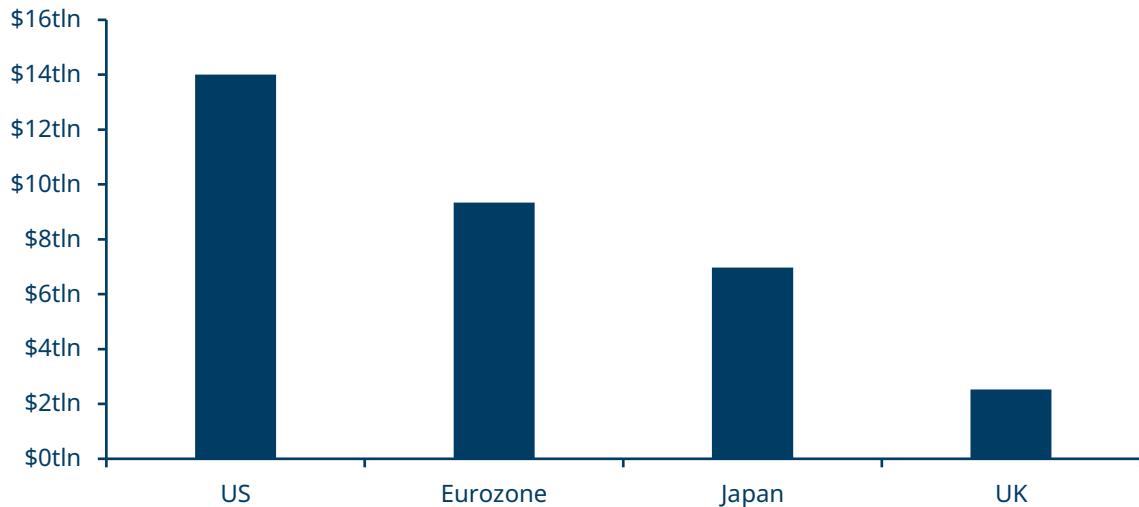
Si les rendements des bons du Trésor américain augmentent en raison des pressions inflationnistes mondiales ou baissent en raison de la faiblesse de la croissance mondiale, les marchés d'obligations d'État devraient faire de même. Toutefois, si les rendements des bons du Trésor américain augmentent en raison d'une détérioration de la qualité du crédit, les rendements des autres obligations d'État ne suivront pas nécessairement la même tendance que ceux des États-Unis. En effet, à mesure que les capitaux quitteront le marché des obligations d'État américaines, ils devront se diriger vers d'autres destinations, et les corrélations entre les swaps spreads (et les rendements) pourraient bien devenir plus négatives.

Le deuxième marché d'obligations d'État après les États-Unis est celui de la zone euro. Il représente actuellement environ les deux tiers du marché américain, tandis que les marchés japonais et britannique en représentent respectivement la moitié et un peu moins d'un cinquième du marché des bons du Trésor. Ainsi, bien que l'Europe soit plus petite et comprenne une grande diversité de pays, nous continuons de penser qu'elle est la plus susceptible de bénéficier des flux sortants des bons du Trésor américain vers d'autres marchés obligataires mondiaux.

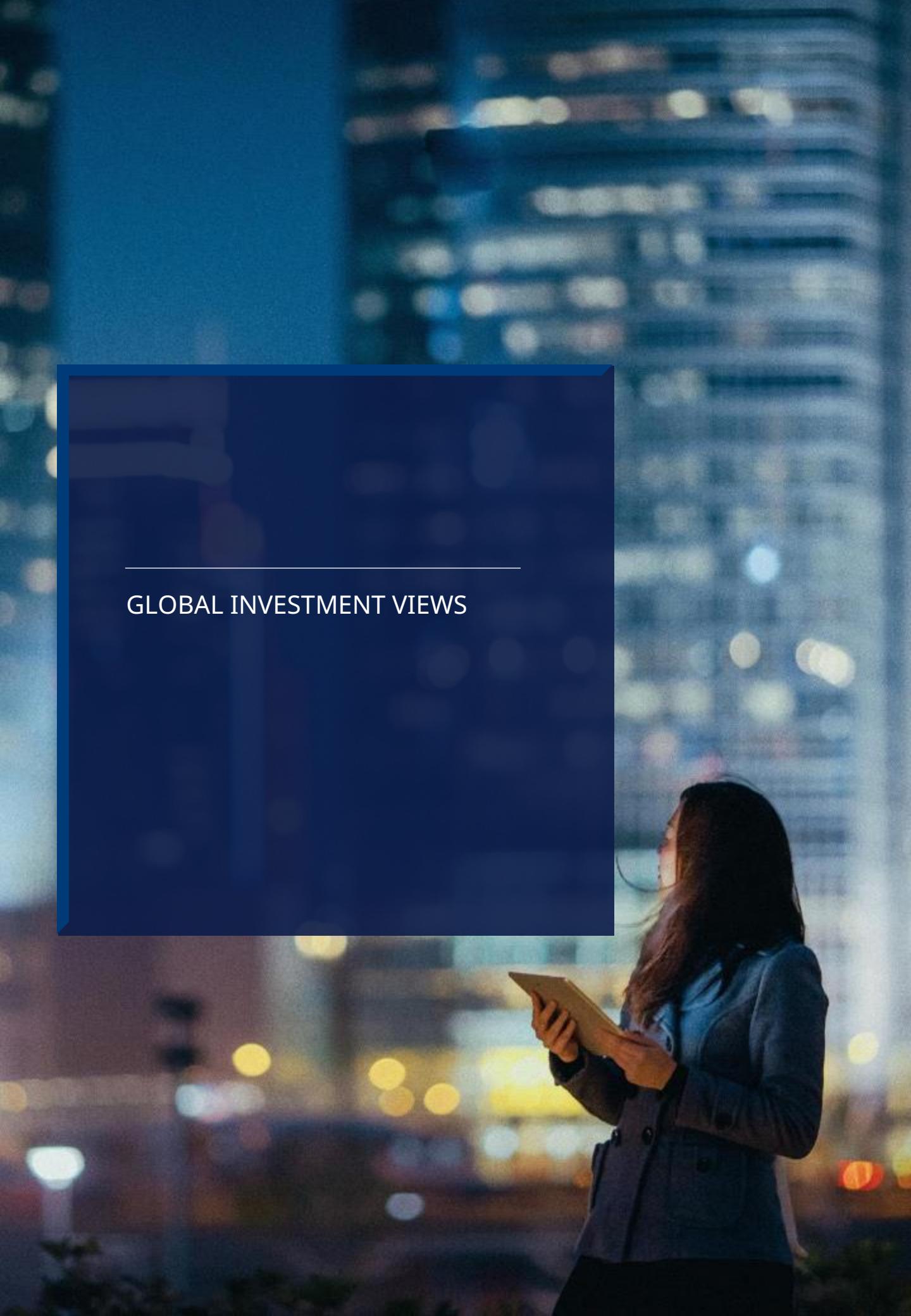
En conclusion, bien que la fin de l'exceptionnalisme des marchés financiers américains soit tout sauf actée, une diversification renforcée nous semble de plus en plus nécessaire, et ce, même dans le domaine de la dette souveraine.

Le marché des obligations d'État européennes pourrait constituer une alternative intéressante au marché américain, compte tenu de la similitude de ses échéances et du fait qu'il n'est que 20 % plus petit que le marché des bons du Trésor américain.

Indices des obligations d'État européennes vs autres indices mondiaux



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Taille relative des indices d'obligations d'État de Bloomberg au 6 mai 2025.

A woman with long dark hair, seen from the side and back, is looking at a tablet device. She is wearing a dark, button-down jacket. The background is a blurred cityscape at night with numerous lights from buildings and street lamps.

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

La guerre commerciale complique la tâche de la Fed

L'extrême incertitude politique aux États-Unis entraîne des fluctuations importantes et une volatilité accrue. La dynamique récente des rendements obligataires signale un abandon de la recherche de sécurité dans les actifs américains au profit d'une réévaluation des bons du Trésor et du dollar américain en tant que valeurs refuges ultimes. Nous estimons qu'il est trop tôt pour remettre en question la confiance dans les actifs américains, mais nous pensons également que toute remise en cause de l'indépendance de la Fed et le niveau élevé d'incertitude politique pourraient ébranler la confiance des investisseurs. Par exemple, les risques perçus liés aux sorties de capitaux et certains repositionnements sur les marchés ont provoqué la récente divergence entre les rendements américains et le dollar. Voici les principaux thèmes à surveiller à l'avenir :

- **La guerre commerciale et le protectionnisme auront une incidence sur la croissance américaine, mais une récession induite par les droits de douane n'est toujours pas notre scénario central.** La croissance du PIB devrait s'établir cette année à environ 1 %, contre près de 3 % l'année dernière. Les droits de douane et les pressions sur la consommation, les marchés du travail et l'effet de richesse négatif sont les principaux facteurs qui influenceront la croissance. Les droits de douane américains exercent une pression sur les exportations et la croissance européennes, mais plusieurs facteurs positifs pourraient compenser cela, notamment les dépenses budgétaires en Allemagne, les prix bas du pétrole et la réaction modérée de l'UE aux droits de douane américains.
- **La Fed est confrontée à des défis liés aux anticipations inflationnistes des consommateurs, mais devrait privilégier le soutien à la croissance.** Si les anticipations inflationnistes des consommateurs se détachent de la réalité et commencent à influencer les négociations salariales, elles renforceront l'inflation réelle. Le moment choisi par la Fed pour agir sera important. Pour l'heure, nous pensons qu'elle réduira ses taux trois fois cette année.

La divergence récente entre les rendements américains et le dollar est un événement rare



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 23 avril 2025.

15 Document marketing réservé aux investisseurs professionnels



VINCENT MORTIER
CIO GROUPE



MONICA DEFEND
DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE
D'ORGEVAL
CIO GROUPE ADJOINT

Nous pensons que la rotation hors des États-Unis se poursuivra, profitant à d'autres régions telles que l'Europe, les marchés émergents et l'Asie, et incitant à la prudence vis-à-vis du dollar américain.

- **Le dilemme est moins grand pour la BCE, qui reconnaît une détérioration des perspectives de croissance pour la région.** Nous avons revu à la baisse nos prévisions concernant les taux terminaux, qui passent de 1,75 % à 1,50 %, ce qui implique trois nouvelles baisses cette année. Au Royaume-Uni, le ralentissement du marché du travail, le raffermissement de la livre sterling et la suppression des droits de douane sur les importations devraient exercer une pression à la baisse sur l'inflation, permettant à la Banque d'Angleterre de réduire ses taux d'intérêt trois fois cette année.
- **La Chine devra s'appuyer davantage sur la consommation intérieure pour assurer sa croissance.** Les droits de douane américains sur les exportations chinoises ont dépassé nos prévisions et, bien sûr, la croissance du pays sera affectée. Actuellement, les décideurs politiques chinois ripostent, mais nous pensons qu'ils devront également se concentrer sur la demande intérieure et les consommateurs, en recourant à la fois à des outils monétaires et budgétaires.
- **À moyen terme, nous anticipons un affaiblissement des perspectives économiques**, ce qui incite à privilégier une allocation prudente. Toutefois, nous n'en sommes pas encore là et, **pour l'heure, nous conservons un léger appétit pour le risque.**
- **Sur le marché obligataire**, nous sommes optimistes quant à la duration, principalement dans l'UE et au Royaume-Uni, mais restons prudents au Japon. Aux États-Unis, nous restons neutres : si l'inflation recule, les anticipations d'inflation des consommateurs restent élevées. Les valorisations du crédit d'entreprise reflètent une détérioration de la croissance, mais les fondamentaux restent solides. Nous sommes donc optimistes sur le marché IG de l'UE, compte tenu de ses valorisations, et percevons du potentiel dans les valeurs financières. Nous sommes, en revanche, prudents sur le HY américain.
- **Sur les marchés actions, la correction américaine confirme la rotation vers des régions comme l'Europe, le Royaume-Uni et le Japon.** Les multiples de valorisation étant comprimés, le principal risque réside dans les bénéfices.

Les droits de douane américains risquent d'impacter la croissance et les bénéfices

Le FMI a revu à la baisse ses prévisions de croissance mondiale et américaine dans ses dernières Perspectives de l'économie mondiale publiées en avril. Bien que nous soyons en phase avec le FMI en ce qui concerne la croissance mondiale pour cette année, nos prévisions pour les États-Unis sont plus prudentes. Nous n'anticpons pas de récession aux États-Unis, mais la hausse des droits de douane pourrait affecter le revenu disponible des consommateurs et, à terme, la croissance. La tâche de la Fed s'en trouve compliquée, car elle doit trouver un équilibre entre les anticipations d'inflation et la croissance économique.

Nous pensons que les entreprises américaines vont subir les effets négatifs des droits de douane sur leurs bénéfices et de nombreuses grandes entreprises expriment déjà leurs inquiétudes quant au risque de récession. L'exceptionnalisme américain étant menacé, nous avons revu à la baisse nos prévisions de BPA pour le S&P 500 cette année, à environ 5 %. À cet égard, les indications prospectives communiquées par les entreprises seront déterminantes.

Nous pensons que la Fed réduira ses taux directeurs à trois reprises cette année, avec un risque de baisses supplémentaires si les chiffres du chômage se dégradent. En outre, les pressions sur la croissance américaine impliquent des répercussions pour l'Europe, mais l'impact sur les cours boursiers dépendra du niveau initial des multiples de valorisation.

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Tout en restant globalement prudents sur les États-Unis, nous distinguons des opportunités sélectives parmi les valeurs de rendement, les titres de qualité et les indices équipondérés, dont les valorisations sont raisonnables et qui sont relativement peu exposés aux politiques de D. Trump. En Europe, nous privilégions les valeurs défensives de consommation non-cyclique et de santé, qui bénéficient d'un fort *pricing power* et de modèles économiques peu perturbés. Concernant les valeurs cycliques, nous apprécions les banques européennes de qualité et les petites et moyennes capitalisations en raison de leur exposition domestique.

- **Les actifs des ME trouvent un soutien dans la faiblesse du dollar, les anticipations de baisse des taux de la Fed**, les rendements attractifs sur le marché intérieur et la résilience de la croissance jusqu'à présent. Toutefois, l'incertitude entourant les politiques de D. Trump pourrait peser sur la classe d'actifs. Nous sommes notamment constructifs sur les émissions libellées en DF et la dette d'entreprise, dont les rendements absolus sont attractifs. Concernant les émissions en DL, nous voyons des opportunités en Amérique latine et dans les marchés frontières. Concernant les actions des ME, la Chine est vulnérable aux droits de douane et aux restrictions, mais l'Amérique latine et la région Moyen-Orient/Afrique du Nord (MENA) semblent relativement épargnées par les droits de douane américains, ce qui nous incite à maintenir une position positive sur l'Amérique latine et l'Inde. Nous sommes également optimistes sur l'Europe émergente.
- **Dans le domaine de la gestion multi-actifs, nous conservons un léger appétit pour le risque malgré la détérioration des perspectives, car les conditions macroéconomiques, de crédit et de liquidité restent raisonnablement favorables.** Nous ajustons notre position de manière tactique, en devenant moins positifs sur les actions des MD et plus positifs sur les obligations des ME. De plus, nous devenons optimistes sur l'euro par rapport au dollar américain, car l'exceptionnalisme américain s'estompe et la baisse des taux d'intérêt de la Fed pourrait réduire les flux vers les actifs américains et favoriser le rapatriement des capitaux vers l'Europe et l'Asie. Nous restons positifs sur l'or, compte tenu de son attrait en tant que couverture contre les tensions géopolitiques et les risques d'inflation.

La croissance dépendra de la durée du maintien en place de droits de douane élevés et des mesures de rétorsion. Malgré l'incertitude politique, les conditions macroéconomiques, de crédit et de liquidité favorables nous incitent à privilégier une stratégie modérément orientée vers le risque, avec une surpondération de l'or et des instruments de couverture.

Sentiment de risque global

Aversion



Appétit

Nous restons légèrement positifs sur les actifs risqués via le crédit et les actions, mais tenons compte de l'évolution de la dynamique des marchés pour maintenir un niveau élevé de diversification.

Changements par rapport au mois dernier

- **Multi-actifs** : désormais positifs sur les obligations des ME, légèrement moins constructifs sur les actions des MD et émergents.
- **Marchés émergents** : plus constructifs sur les actions d'Amérique latine et les pays émergents de la zone EMEA, mais moins sur celles des ME d'Asie. Côté obligations, nous sommes légèrement plus optimistes sur les titres libellés en devises locales.
- Prudence vis-à-vis de l'USD

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.

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, DF = dette libellée en devises fortes, DL = dette libellée en devises locales. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.

OBLIGATIONS

Biais pour la duration européenne

Nous assistons à une hausse des primes de terme aux États-Unis, parallèlement à une augmentation des anticipations inflationnistes en raison de l'incertitude entourant les droits de douane à l'importation. La Fed devra faire face à ces pressions inflationnistes à court terme. Pour la BCE, en revanche, l'inflation est moins préoccupante. Ceci pourrait entraîner certaines divergences politiques entre les deux banques centrales mondiales, ce qui nous amène à revoir à la baisse nos prévisions de taux terminal pour la BCE.

En particulier, la baisse des prix de l'énergie, la réaction tempérée de l'UE aux droits de douane jusqu'à présent et la croissance modérée des salaires en Europe laissent entrevoir des risques d'inflation limités. En outre, tout ralentissement de la croissance économique pourrait affecter les fondamentaux des entreprises, en particulier aux États-Unis. Nous conservons donc une approche globale et sélective en matière de crédit et de duration, tout en maintenant notre biais pour la qualité.

Duration et courbes de rendement

- Le ralentissement de la croissance et l'assouplissement monétaire des banques centrales, notamment en Europe et au Royaume-Uni, confortent notre opinion globalement constructive sur la duration, dans la mesure où nous anticipons un impact négatif des mesures tarifaires de D. Trump sur l'économie.
- Nous sommes neutres sur la duration américaine et privilégions l'UE par rapport aux États-Unis.
- En ce qui concerne la duration au Japon, notre position prudente est le reflet de notre vision structurelle à long terme.

Crédit d'entreprises

- L'élargissement marqué des spreads de crédit indique que les marchés anticipent une détérioration des perspectives économiques. Le HY américain pourrait être vulnérable. Nous privilégions les titres IG de l'UE, qui affichent des fondamentaux solides et des valorisations attractives.
- De manière générale, nous anticipons un certain affaiblissement des fondamentaux et restons donc sélectifs.
- Au niveau sectoriel, nous privilégions les valeurs financières en raison de leurs solides réserves de capital et de leur rentabilité élevée.

Devises

- Nous avons revu à la baisse notre évaluation du dollar américain. La rupture de corrélation récente entre les rendements américains et le dollar est peu courante et pourrait résulter d'une réallocation des capitaux sur les marchés. Nous pourrions désormais observer une hausse de la prime de risque associée aux actifs américains.
- L'euro pourrait bénéficier d'une éventuelle « dédollarisation ». Nous tablons sur une parité EUR/USD à 1,16 d'ici la fin de l'année (contre 1,13 précédemment). Un potentiel de poursuite de cette appréciation pourrait subsister.

La prime de terme américaine a atteint son plus haut niveau en dix ans en avril, dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation



Source : Amundi Investment Institute, Banque fédérale de réserve de New York, Bloomberg, au 29 avril 2025. Prime de terme d'Adrian Crump & Moench sur les bons du Trésor à 10 ans.

RÉDACTEURS

AMAURY D'ORSAY

RESPONSABLE DE LA PLATEFORME GESTION OBLIGATAIRE

ACTIONS

Opportunités de rotation sur fond de correction

La rotation qui a commencé à la fin de l'année dernière se poursuit et s'est accélérée sous l'effet de la guerre commerciale. En conséquence, les actions américaines ont été les plus touchées, ce qui a entraîné une décote des multiples de valorisation. Malgré cela, les valorisations restent élevées et d'autres régions sont relativement plus attractives. En Europe, le facteur clé à surveiller est la mesure dans laquelle les mesures de relance budgétaire et les dépenses d'infrastructure pourraient compenser l'impact des droits de douane.

La durabilité de cette rotation dépend des bénéfices et de la confiance des entreprises quant à l'impact des droits de douane. Même si nous nous attendons à des prévisions moroses, nous pensons qu'il existe des opportunités parmi les entreprises affichant des fondamentaux solides et fortement axées sur le marché intérieur en Europe, au Royaume-Uni et au Japon.

Convictions mondiales

- Nous voyons davantage d'opportunités hors des États-Unis, en Europe, au Royaume-Uni et au Japon. Malgré la persistance de la volatilité aux États-Unis, des opportunités subsistent dans certains segments *value* du marché.
- Les valorisations sont attractives en Europe et au Royaume-Uni. Le Royaume-Uni offre notamment des opportunités tournées vers le marché intérieur qui sont relativement protégées de la guerre commerciale internationale.
- Au Japon, nous restons optimistes et pensons qu'il y a des opportunités afin de tirer parti de la normalisation des taux d'intérêt par le biais des banques et des assureurs. Nous voyons également certaines entreprises internationales de grande qualité.
- Nous conservons une approche globalement équilibrée, en recherchant des entreprises présentant des bilans solides et des modèles économiques à l'abri des innovations de rupture.

Convictions sectorielles et de style

- Les grandes capitalisations sont vulnérables aux droits de douane, alors que leur valorisation est élevée. Nous restons prudents sur la croissance et privilégions les petites et moyennes capitalisations en raison de leur valorisation et de leur forte exposition à l'Europe. Nous sommes attentifs aux risques de liquidité.
- Du point de vue sectoriel, nous privilégions les valeurs défensives de consommation non-cyclique et de santé plutôt que les valeurs technologiques onéreuses. Du côté des valeurs industrielles, où nous restons prudents en général, nous voyons des opportunités sélectives dans les entreprises cycliques de qualité et les grandes capitalisations du secteur de la finance.
- De manière générale, nous cherchons à maximiser les idées idiosyncrasiques qui offrent des rendements à long terme aux actionnaires.

Une relance des dépenses budgétaires en Europe devrait être favorable



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 29 avril 2025. Indice des petites et moyennes capitalisations européennes = Indice MSCI Europe SMID Cap.

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN
RESPONSABLE DE LA PLATEFORME DE GESTION ACTIONS

MARCHÉS ÉMERGENTS

Divergences des ME face aux perturbations tarifaires

Les ME sont, de manière générale, sensibles à l'évolution du commerce mondial, aux politiques de l'administration américaine et aux événements géopolitiques, mais certains pays ou régions semblent plus touchés que d'autres par les droits de douane américains. Parallèlement, la résilience de la croissance économique nationale et la faible corrélation des cycles économiques (avec le commerce international) dans certaines régions offrent de nombreuses opportunités de diversification et de génération de revenus à long terme.

Les droits de douane américains sont notamment susceptibles d'affecter certaines chaînes d'approvisionnement en Asie, tandis que l'Amérique latine pourrait être la moins touchée. Les questions importantes qui se posent à nous sont donc les suivantes : à quel niveau les droits de douane américains seront-ils finalement fixés, quelles seront les mesures de rétorsion et qui ressortira vainqueur de cette tentative américaine de découplage avec la Chine ? Un autre point important est de savoir quels pays seront en mesure de négocier des accords bilatéraux. Répondre à ces questions est difficile, car la situation est en constante évolution et nous nous gardons donc bien d'adopter des positions extrêmes.

Obligations émergentes

- **Nous restons optimistes sur la dette en devises fortes et les obligations d'entreprises**, mais nous conservons une position très active : la sélection des pays et des secteurs reste essentielle pour générer des performances à LT.
- Sur le marché des titres en DL, nous sommes positifs sur les pays qui offrent des rendements nominaux et réels élevés et qui sont moins vulnérables aux droits de douane. Nous apprécions l'Amérique latine en particulier le Brésil, ainsi que les marchés frontières.
- Concernant les devises EM, nous restons prudents sur certaines devises asiatiques et positifs sur celles à haut rendement (BRL, MXN, TRY).

Actions émergentes

- **En Asie**, la faiblesse de la Chine pourrait affecter la croissance des pays entretenant des relations commerciales étroites avec ce pays. Nous restons positifs sur l'Inde en raison du caractère domestique de son économie et de l'état avancé de ses négociations d'accord commercial avec les États-Unis.
- **Nous sommes également constructifs sur l'Europe émergente**. En revanche, dans la région MENA, nous surveillons les cours du pétrole et leur incidence sur les actions. Nous restons légèrement prudents sur les secteurs sensibles à la croissance mondiale.

Principales convictions en Asie

Les tarifs douaniers et le commerce sont des thèmes dominants. Nous prévoyons que des accords commerciaux bilatéraux finiront par être conclus, mais cela prendra du temps, ce qui maintiendra les marchés dans l'expectative d'ici là. Les répercussions économiques de la taxe de base de 10 %, le ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Chine, ainsi que les incertitudes accrues pèsent sur les perspectives de croissance de la région. **Les économies moins dépendantes du commerce sont mieux armées pour traverser la tempête** que celles qui sont sensibles aux exportations.

Les taux asiatiques sont intéressants. La combinaison d'un ralentissement de la croissance et d'une inflation modérée offre aux banques centrales la possibilité d'intensifier leur assouplissement monétaire. **Nous apprécions les obligations indiennes et sommes optimistes quant aux courbes de rendement de la Chine et de la Corée du Sud**, avec une couverture des devises. Le segment à long terme de la courbe appelle toutefois une certaine prudence, en raison de l'augmentation des émissions primaires liée à l'expansion budgétaire. En matière de crédit d'entreprise, nous privilégions les thèmes générateurs de revenus et les émetteurs défensifs, notamment en Grande Chine et en Inde. Les opportunités de diversification parmi les valeurs financières subordonnées et les compagnies d'assurance au Japon méritent également d'être étudiées.

Sur le marché des actions, nous explorons des opportunités défensives dans des thèmes nationaux en Inde, sur les actions chinoises de catégorie A et aux Philippines. Les prises de risque doivent s'accompagner de prudence dans un environnement de marché très instable et nous recommandons la patience en attendant que les négociations commerciales aboutissent. La sélectivité – fondée sur l'exposition à l'export et les droits de douane différenciés – est essentielle pour évaluer l'impact relatif de la guerre commerciale sur les marchés régionaux.

RÉDACTEURS

YERLAN

SYZDYKOV

RESPONSABLE MONDIAL
DES MARCHÉS
ÉMERGENTS

MULTI-ACTIFS

L'exceptionnalisme américain en danger : rester flexible

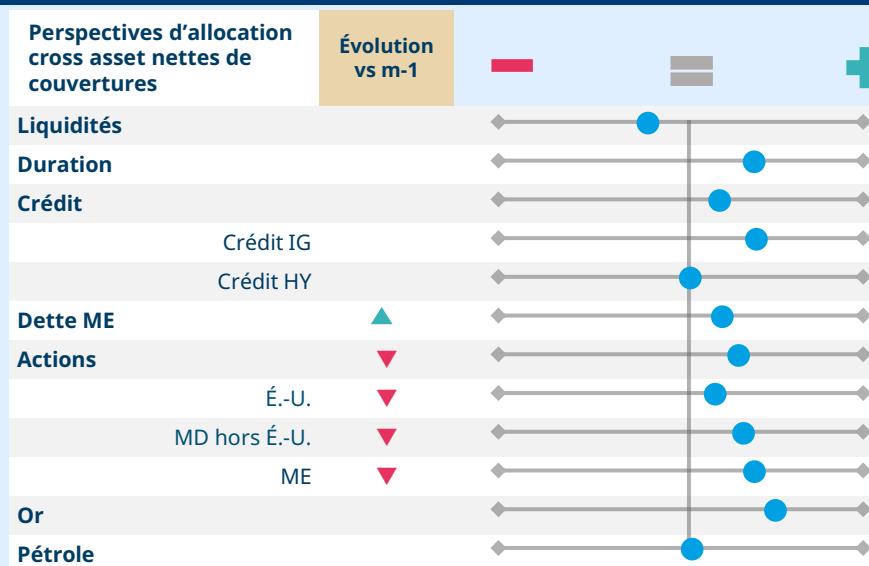
Le « Jour de la libération » a marqué un changement radical de la politique américaine, qui s'est orientée vers une approche plus chaotique et transactionnelle. Le ralentissement de la croissance américaine dépendra de la durée de ces droits de douane et des mesures de rétorsion prises par ses partenaires commerciaux. La confiance des investisseurs et des consommateurs est déjà ébranlée et les marchés remettent en question l'exceptionnalisme américain. Les conditions macroéconomiques, de crédit et de liquidité restent toutefois raisonnables. **Dans ce contexte, nous explorons tous les leviers disponibles, y compris les obligations des ME, et pensons que la suprématie du dollar sur le marché des changes est menacée.** Parallèlement, les investisseurs devraient conserver intactes les couvertures de leur portefeuille, notamment l'or.

Sans réagir de manière excessive aux fluctuations boursières, nous avons légèrement réduit notre position sur les actions des MD, mais restons globalement optimistes sur les États-Unis, la ZE et le Royaume-Uni. Les marchés ZE bénéficieront de leurs valorisations moins élevées et de la relance des bénéfices (à moyen terme) induite par la relance budgétaire en Allemagne. Le Royaume-Uni, dont les marchés offrent de bonnes caractéristiques défensives, constitue une bonne option de diversification en Europe. Aux États-Unis, nos positions sont bien couvertes et conservons une vue légèrement positive dans les segments qui devraient bénéficier d'un assouplissement réglementaire et d'un soutien aux entreprises axées sur le marché intérieur. Dans les ME, à titre de précaution, nous avons adopté une position neutre sur l'Inde en raison d'incertitudes à court terme. Nous restons vigilants, mais pensons que le scénario de croissance structurelle reste intact.

Sur le marché obligataire, nous conservons une approche globale, avec des positions positives sur la duration aux États-Unis, l'Europe core, le Royaume-Uni et les BTP italiens (la récente révision à la hausse de la note de l'Italie constitue un élément positif). Nous sommes également optimistes sur l'IG de l'UE. Concernant les obligations japonaises, nous restons prudents en raison de leurs valorisations excessives et de leurs rendements réels négatifs. **Pour les obligations des ME, nous sommes désormais optimistes après la correction enregistrée début avril.** Une amélioration à court terme dans ce segment est attendue dans un contexte de faiblesse du dollar. Nous sommes neutres sur la dette en DL.

Sur le marché des changes, nous avons rééquilibré nos positions, devenant prudents sur le dollar et positifs sur l'euro. Nous sommes négatifs sur l'USD face au JPY et au NOK. Dans les ME, nous sommes devenus encore plus constructifs sur le BRL et le MXN par rapport au CNH.

Perspectives Multi-Actifs d'Amundi*



▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Housse par rapport au mois dernier

Source : Amundi, au mercredi 7 mai 2025. Les modifications vs m-1 incluent celles apportées au cours du mois précédent. Le tableau présente les principales convictions d'investissement (couvertures incluses) des plateformes multi-actifs. *Les opinions sont exprimées relativement à une allocation d'actifs de référence (avec un indice composite comprenant 45 % d'actions, 45 % d'obligations, 5 % de matières premières et 5 % de liquidités) et le symbole « = » indiquant une position neutre. Les signes + et - peuvent ne pas s'additionner en raison de l'utilisation possible de produits dérivés dans la mise en œuvre. Il s'agit ici d'une évaluation à un moment donné, qui peut être modifiée à tout moment. Ces informations ne constituent pas des prévisions quant aux résultats futurs et ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une analyse, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont présentées à titre d'illustration et ne reflètent pas le détail, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI

RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

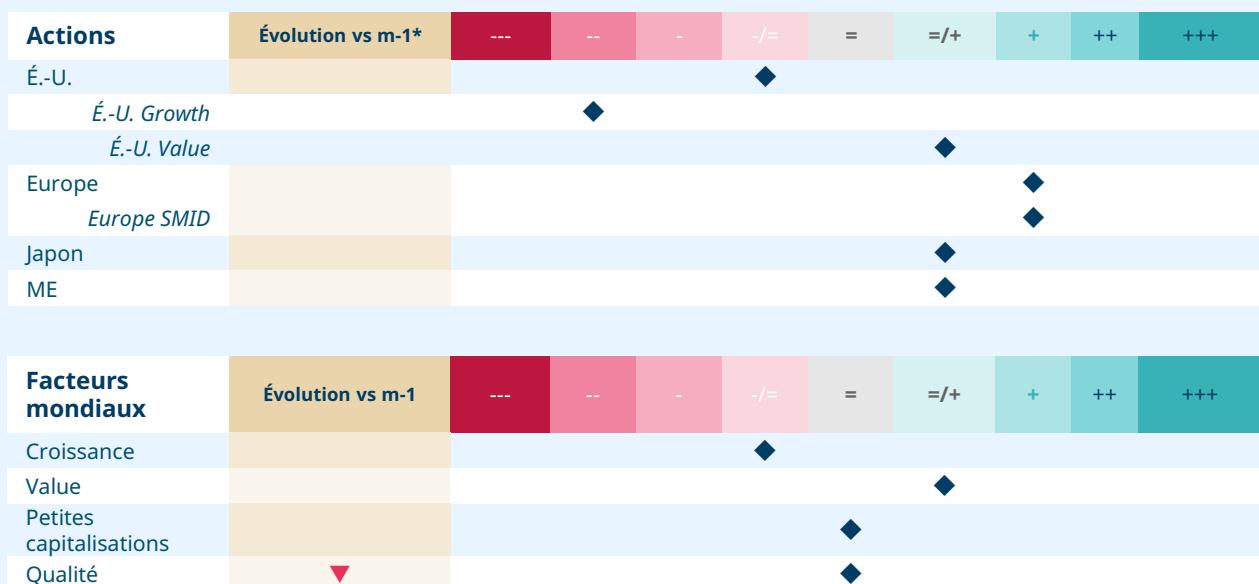
JOHN O'TOOLE

RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

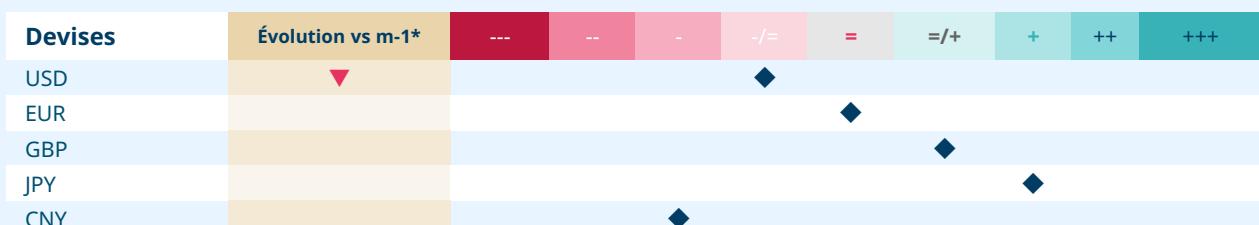
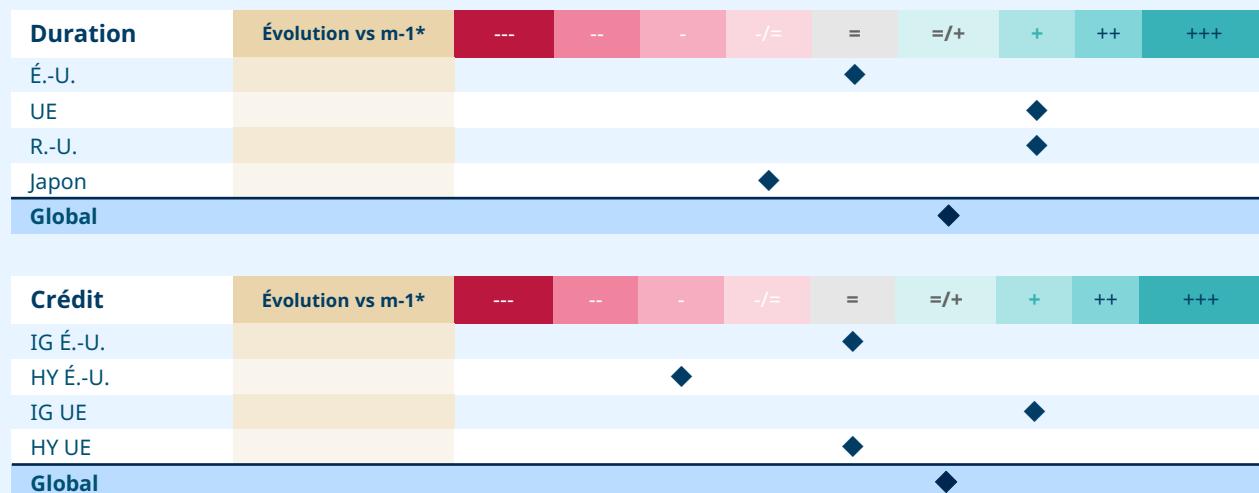
« Alors que les marchés réévaluent le rôle des stabilisateurs traditionnels des portefeuilles, nous restons flexibles dans notre recherche d'opportunités attractives et maintenons des couvertures amples. »

Opinions d'Amundi par classe d'actifs

Opinions sur les actions



Opinions sur les obligations

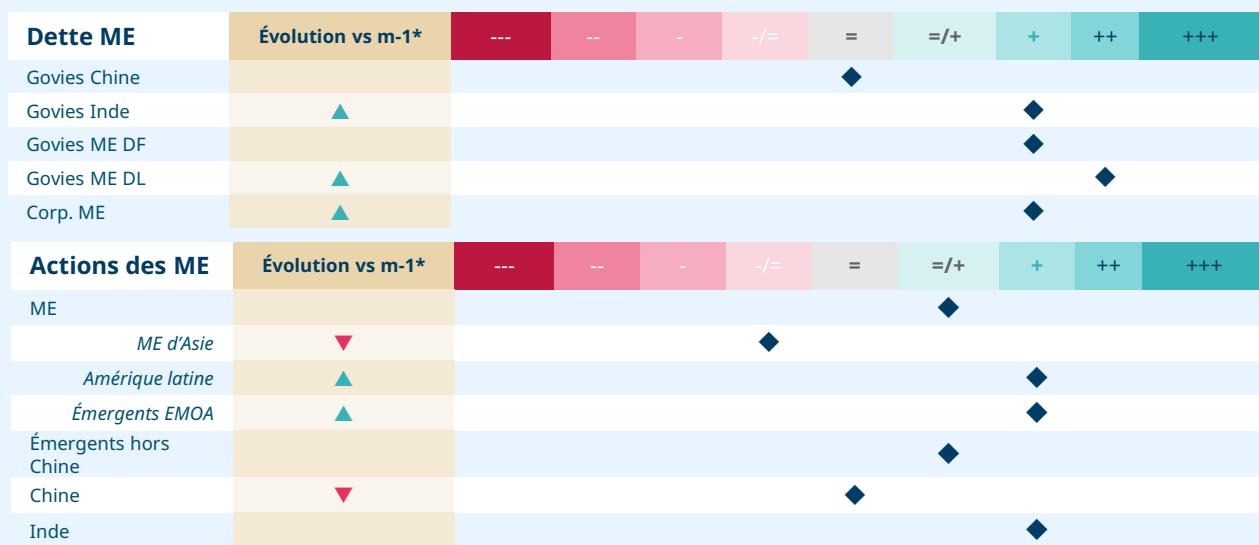


▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Housse par rapport au mois dernier

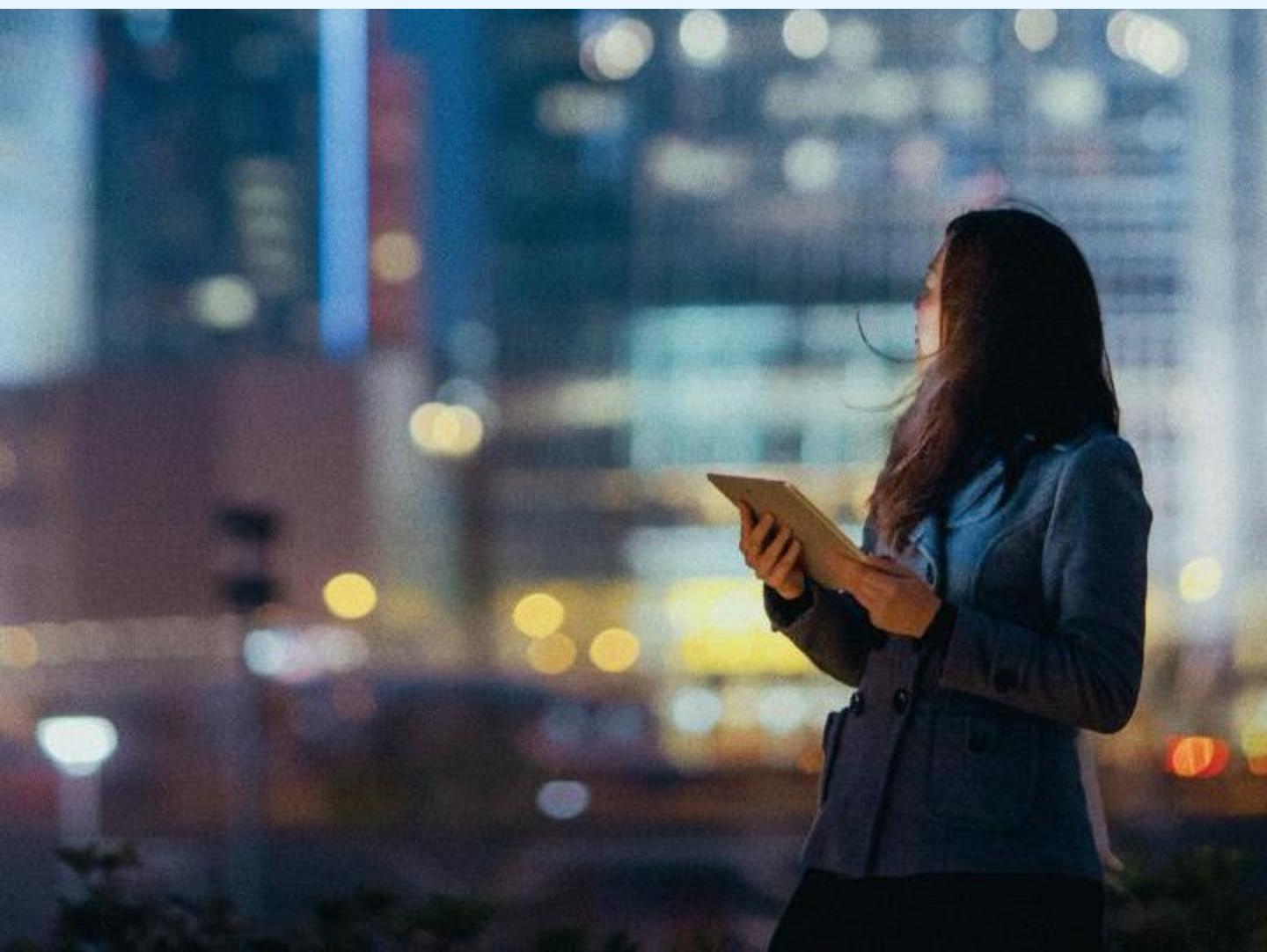
Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du **23 avril 2025**. Le tableau présente des opinions absolues sur chaque classe d'actifs, exprimées sur une échelle de 9, où le signe « = » correspond à une position neutre. Ce document présente une évaluation du 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. Le tableau des devises présente les opinions absolues du Comité d'investissement mondial en matière de taux de change. *Pour ce mois-ci, l'« Évolution vs m-1 » peut ne pas être directement comparable avec les mois précédents en raison d'un changement de périmètre lié à la scission des activités américaines vers Victory Capital.

Opinions sur les marchés émergents



Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 23 avril 2025. *Pour ce mois-ci, « Évolution vs m-1 » peut ne pas être directement comparable avec les mois précédents en raison d'un changement de périmètre lié à la scission des activités américaines vers Victory Capital.

▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Haussse par rapport au mois dernier



CONTRIBUTEURS AII*

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE STRATÉGIE MACRO, ME

CLAIRE HUANG

STRATÉGISTE MACRO ME SENIOR

ANNA ROSENBERG

RESPONSABLE GÉOPOLITIQUE

SILVIA DI SILVIO

STRATÉGISTE CROSS ASSET SENIOR

GUY STEAR

RESPONSABLE STRATÉGIE DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE ÉDITION & DIVISIONS CLIENT, AII*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

CY CROSBY TREMMEL

SPÉIALISTE INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

CONCEPTION ET VISUALISATION

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTEUR DE STRATÉGIES, AII*

* Amundi Investment Institute

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 figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 9 mai 2025. 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 prédition 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 S.A.S. 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. Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, 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 : 9 mai 2025.

ID du document : 4488269.

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 - Christoph Jorda

Amundi Investment 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 économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs sous un même chapeau : l'Amundi Investment 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.

Get the latest updates on:



- █ Géopolitique
- █ Économie et marchés
- █ Stratégie de portefeuille
- █ Perspectives ESG
- █ Hypothèses sur les marchés de capitaux
- █ Recherche Cross Asset
- █ Actifs réels et alternatifs

Retrouvez-nous sur



Visitez notre Centre de recherche

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned