



# Les limites du rebond : divergence trop importante entre les marchés et l'économie



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe



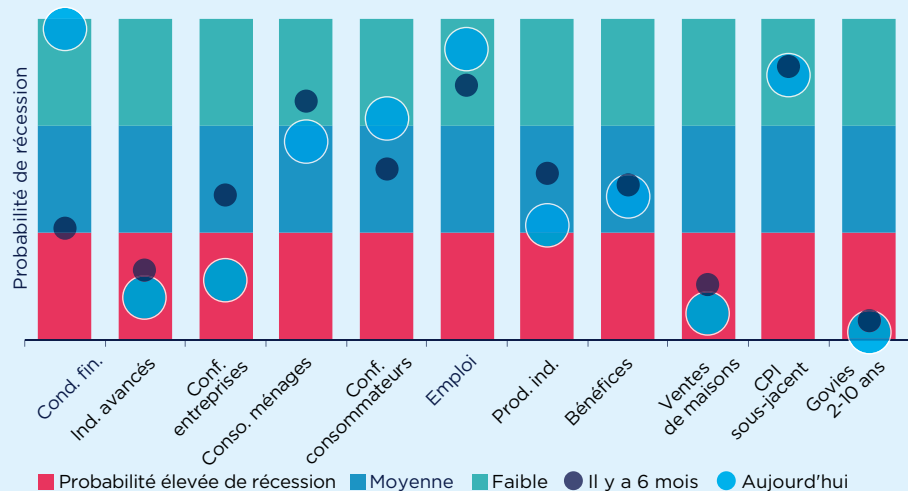
**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

L'année a commencé dans une ambiance de rallye, renforcé par des couvertures de positions vendeuses à découvert et le retour de l'appétit pour le risque des investisseurs particuliers. Cette configuration a été soutenue par des facteurs tangibles, du moins en Europe et en Chine, où la baisse des prix du gaz et la réouverture de l'économie ont contribué à écarter une partie des risques de dégradation économique présents l'an dernier. **Toutefois, le rallye est allé trop loin en intégrant des hypothèses de baisse rapide de l'inflation, de fin du resserrement des banques centrales et d'atterrissage en douceur de l'économie sans récession des bénéficiers.**

C'est maintenant que commencent les difficultés pour les investisseurs. Il se peut qu'une phase baissière soit évitée, mais une certaine prudence s'impose désormais. La dichotomie entre conditions financières favorables et critères de prêt restrictifs pour l'économie réelle est frappante. Les marchés continuent d'intégrer un scénario parfait, malgré de fortes incertitudes et des divergences sur le front économique. **Ainsi, si nous avons récemment revu à la hausse nos prévisions pour 2023, le diable se cache dans les détails.** En ce qui concerne les États-Unis, notre prévision du PIB reste inchangée, mais nous anticipons une dégradation de la dynamique trimestrielle en deuxième partie d'année. Pour la zone euro, nous avons relevé nos projections de PIB pour 2023, mais principalement en raison d'un acquis en fin d'année dernière, les perspectives de croissance restant quasi-stagnantes. La réouverture de la Chine est clairement un élément positif pour l'économie mondiale, mais nous pensons que c'est surtout la croissance de ce pays lui-même qui en bénéficiera.

Deuxièmement, l'inflation diminue lentement, alors que les marchés la voient refluer rapidement, et le chemin vers l'objectif de 2% des BC semble long et cahoteux. Pour ce qui est des banques centrales, nous considérons que la fin du cycle de resserrement de la Fed est proche, tandis que la BCE conserve une attitude restrictive. Enfin, l'appétit pour les marchés émergents revient, alors que la prudence prévaut pour les marchés développés. Dans ce contexte fragmenté, nous pensons que les investisseurs doivent rester prudents, tout en reconnaissant que l'incertitude est élevée dans les deux sens (à la hausse et à la baisse).

**Indicateurs de l'économie des É.-U. : rang en centiles par rapport aux données historiques**



Source : Amundi Institute à partir de données de la Fed, du FMI, de S&P, de BIS, du Conference Board, de l'OCDE, d'ISM, du Bureau of Labor Statistics (BLS), du US Census Bureau et du US Bureau of Economic Analysis (BEA). Données au 14 février 2023. Basées sur le rang en centiles par rapport aux données historiques. Données = conditions financières, indicateurs avancés, confiance des entreprises, consommation des ménages, confiance des consommateurs, emploi, production industrielle, bénéfices des entreprises.

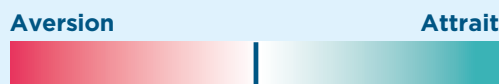
“La divergence entre l'économie réelle et les marchés s'accroît et les perspectives de bénéfices s'assombrissent, ce qui nous rend dubitatifs sur le rallye des actifs risqués.”

**Nous avons donc actualisé certaines de nos principales convictions comme suit :**

- **Côté cross asset, nous restons prudents sur les actions, car le rallye des actifs risqués a pu aller trop loin compte tenu des pressions sur les bénéfices.** Il est néanmoins possible de s'exposer à la hausse des actions via des options. Nous pensons que la faible croissance des salaires réels est susceptible de peser sur la demande et les dépenses de consommation aux États-Unis et en Europe, ce qui finira par affecter les bénéfices. Les investisseurs doivent rester très diversifiés via une exposition au pétrole et aux devises. Ils doivent aussi renforcer leur protection en couvrant les actions et en recourant à l'or.
- **Côté obligations, les investisseurs devront jouer les opportunités de courte résultant des divergences de politique monétaire** et privilégier le crédit IG. Nous restons défensifs sur la durée, principalement sur l'Europe core et le Japon, tandis que nous revenons à une vue neutre sur le Royaume-Uni et la Chine. En revanche, concernant les obligations américaines, nous avons une vision légèrement positive de la durée en anticipation d'un nouvel affaiblissement des perspectives de croissance suite au resserrement des conditions financières l'année dernière. Sur le crédit, nous confirmons notre prudence vis-à-vis du HY, les perspectives de défaut se détériorant. Nous continuons à privilégier le crédit Investment Grade - en particulier, en Europe, où les valorisations sont moins chères qu'aux États-Unis.
- **Côté actions, nous sommes prudents sur les États-Unis, mais préférons les titres sous-évalués et de qualité, les industrielles et les financières, aux valeurs technologiques et à la consommation discrétionnaire.** Bien que la baisse des prix de l'énergie réduise dans une certaine mesure la pression sur les ménages et les consommateurs, les chocs sur la croissance des salaires réels et la diminution du soutien budgétaire sont significatifs et vont s'étaler davantage dans le temps. Cela signifie que la consommation restera contenue, ce qu'indique la saison en cours de publication des résultats avec un recul, pour le moment, des bénéfices par action de l'indice S&P 500 au T4. En termes de style, les investisseurs doivent combiner les titres sous-évalués avec les titres de qualité et à hauts dividendes, susceptibles de compléter les revenus. Notre analyse globale souligne l'importance d'identifier les entreprises à fort pouvoir de fixation des prix.
- **Amélioration des perspectives dans les ME.** Nous avons revu à la hausse notre opinion sur les devises des ME, car le dollar s'affaiblit, les marchés anticipant une Fed moins agressive cette année. Il est également probable que le pic du dollar soit déjà derrière nous. Bien que nous restions neutres à légèrement prudents vis-à-vis des devises des ME, nous pensons qu'elles peuvent bien se comporter en 2023. Notre opinion est partiellement modérée par la faiblesse des perspectives de croissance pour l'année. Nous sommes plus à l'aise avec les obligations en devises locales des ME, notamment en Amérique latine. Concernant les actions, nous avons renforcé notre positionnement sur la Chine et pensons que la réouverture devrait être bénéfique aux pays qui ont avec elle des liens commerciaux étroits. Nous sommes devenus prudents à court terme sur l'Inde, en raison des valorisations, même si les perspectives restent intactes à long terme.



**Sentiment de risque global**



Le sentiment de risque global reste inchangé. Le rallye des actifs risqués nous incite à la prudence, car la détérioration des perspectives de bénéfices n'est pas correctement prise en compte par le marché.

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.

**Changements par rapport au mois dernier**

- Gestion diversifiée : exposition haussière à l'aide d'options tout en se couvrant pour limiter les risques de baisse.
- Position légèrement positive sur la dette des ME en devises locales.



## 1. Quelles sont les dernières modifications à vos prévisions de croissance ?

Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB américain de 0,4% à 0,0% au T4 2023 en glissement annuel. La dynamique de la croissance américaine devrait se dégrader au S2 2023, en raison de la faiblesse de l'investissement et du ralentissement de la consommation privée. La croissance du PIB de la zone euro en 2023 a été revue à la hausse, de -0,5% à 0,0%, sous l'effet essentiellement d'un acquis à fin 2022. Pour autant, d'importants freins subsistent et la demande intérieure s'affaiblit.

### Conséquences en matière d'investissement

- Actions : confirmation de notre position prudente sur les actions des marchés développés.
- Crédit : position défensive sur le HY, mais constructive sur l'IG.

## 2. Quelles sont les perspectives de baisse des taux des BC ?

Le récent ralentissement de l'inflation américaine a été la partie facile - la poursuite du reflux devrait être plus coûteuse en termes d'emplois. Dans ce contexte, la Fed devrait rester prudente et commencer à baisser ses taux en janvier 2024. En zone euro, nous n'anticipons pas de baisse rapide de l'inflation globale ou sous-jacente.

### Conséquences en matière d'investissement

- Nous restons neutres sur les taux américains. Nous percevons, à court terme, un potentiel d'inversion plus forte de la courbe en raison des hausses de taux directeurs, tandis qu'à moyen terme nous tablons sur une pentification via une baisse des taux courts (*bull steepening*).
- Nous confirmons notre positionnement prudent sur la durée en Euro.

## 3. Quels éléments pourraient susciter un retour sur les actions ?

Le rallye des actions depuis le début de l'année a été causé par plusieurs facteurs, notamment la réouverture de la Chine, le ton moins restrictif des BC, l'atténuation de la crise énergétique dans l'UE et la dépréciation du dollar. Nous ne savons pas si la réouverture de la Chine sera suffisante pour compenser l'effet négatif du ralentissement de la croissance américaine. Une pentification de la courbe des taux américains via une baisse des taux courts (*bull steepening*) a toujours été un préalable à toute reprise durable du cycle des actions américaines.

### Conséquences en matière d'investissement

- Nous privilégions les titres sous-évalués aux États-Unis et en Europe.
- Nous sommes positifs sur les actions à hauts dividendes, sauf au Japon où nous privilégions les titres sous-évalués en raison du probable arrêt prochain de la politique de contrôle de la courbe des taux.

“ Nous pensons qu'une pentification de la courbe des taux américains sera le préalable à toute reprise durable du cycle des actions américaines. ”



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute

# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		La baisse des prix de l'énergie stimule le revenu disponible des consommateurs, favorisant une hausse des marchés qui ne nous semble pas durable. La récente saison de publication des résultats a été faible et confirme notre position prudente en raison des valorisations élevées et des perspectives de décélération de la croissance.
	Actions US value	+		Nous maintenons notre préférence pour les valeurs sous-évaluées qui devraient bénéficier d'un léger mouvement de hausse des rendements obligataires. Toutefois, nous retenons aussi des entreprises de qualité capables de maintenir leurs marges et de rémunérer leurs actionnaires même en période de stress économique.
	Actions US croissance	--		Nous sommes prudents sur les valeurs de croissance, en particulier celles qui ne sont pas rentables, en raison de leurs valorisations excessives non justifiées par leur potentiel de bénéfices. En outre, la hausse des taux d'intérêt continue de peser sur les actions à durée plus longue.
	Europe	-/=		La résilience de la croissance économique et la baisse des prix de l'énergie sont positives pour la région, mais les bénéfices suscitent des inquiétudes. Nous pensons que, dans certains cas, les valorisations sont élevées au regard du potentiel de bénéfices. Nous restons donc sélectifs (à la recherche d'entreprises disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix) et prudents.
	Japon	-/=		Un éventuel arrêt de la politique de contrôle de la courbe des taux devrait être favorable aux actions sous-évaluées, mais nous surveillons la politique monétaire du nouveau gouverneur et les bénéfices des entreprises sur l'ensemble des marchés.
	Chine	+		La sortie de la politique du zéro Covid, associée à des mesures de soutien, améliore les perspectives à court terme. Nous restons néanmoins sélectifs en raison des tensions géopolitiques avec les États-Unis et explorons les opportunités bottom-up.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les valorisations des ME, en particulier dans la région EMOA et en Amérique latine, sont attractives et les prévisions de bénéfices s'améliorent. Notre position est toutefois sélective compte tenu de la fragmentation et des facteurs spécifiques aux différents pays. Nous sommes positifs sur le Brésil (moins qu'auparavant) et prudents sur l'Inde en raison d'inquiétudes quant aux valorisations.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Nous restons légèrement constructifs sur les obligations du Trésor, mais sommes attentifs aux données économiques et demeurons très actifs sur la durée. Nous pensons que la vigueur de la consommation pourrait inciter la Fed à se montrer encore plus restrictive, ce qui pourrait alors accroître les risques de récession.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Le portage est attractif, mais les spreads ne tiennent pas compte des risques liés à la croissance économique et au resserrement de la politique monétaire. En outre, les conditions des prêts aux entreprises dans l'économie réelle se sont durcies, ce qui pourrait affecter celles dont la trésorerie est faible : nous privilégions donc la qualité élevée.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les valorisations du HY semblent élevées à un moment où la hausse des taux d'intérêt pourrait affecter la capacité d'emprunt des entreprises et la baisse de la croissance économique avoir un impact négatif sur les perspectives de défaut. Nous restons donc défensifs et vigilants quant aux risques de liquidité.
	Govies Europe	-/=		Nous anticipons des taux terminaux plus élevés que ceux intégrés par les marchés, car il est peu probable que le ralentissement économique en Europe freine l'inflation à court terme. Nous restons donc légèrement prudents sur la durée en Europe core. Nous sommes en revanche légèrement constructifs sur la dette italienne, avec une vision neutre sur la dette périphérique dans son ensemble.
	Obligations d'entreprises euro IG	=		Les valorisations attractives et la réouverture de l'économie en Chine dressent un tableau positif pour l'IG européen, mais les inquiétudes subsistent du fait d'une politique monétaire restrictive, des tensions géopolitiques et de l'inflation élevée. Nous restons donc neutres pour le moment et recherchons les éventuels catalyseurs d'un nouveau resserrement des spreads.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Le risque de dégradation des fondamentaux est élevé, en raison d'un environnement difficile pour les bénéficiaires et les flux de trésorerie, susceptible d'affecter les perspectives de défaut. Ceci peut générer davantage de volatilité des spreads HY.
	Govies Chine	=		Nous maintenons notre position neutre sur la dette publique chinoise en raison de ses avantages en termes de diversification pour les investisseurs internationaux et de l'amélioration de la dynamique de croissance dans le pays après sa réouverture.
	Dette émergente en devise forte	=/+		Nous évaluons l'impact de la politique de la Fed sur la dette des pays émergents. Le portage et les valorisations de la dette en devises fortes sont attractifs, mais la fragmentation des politiques monétaires, le ralentissement de la croissance mondiale et les risques géopolitiques justifient une attitude sélective.
	Dette émergente en devise locale	=/+	▲	Nous sommes prudemment optimistes sur la dette en devise locale dans le contexte d'affaiblissement du dollar, mais surveillons la croissance des ME. Nous jugeons attractives les émissions en monnaie locale de certains pays d'Amérique latine, comme la Colombie, car les banques centrales de la région ont vivement relevé leurs taux (pour contrôler l'inflation), ce qui devrait soutenir leurs devises.
AUTRES	Matières premières			Nous percevons certains risques baissiers sur les cours du pétrole en cas de récession plus marquée que prévu, mais maintenons notre objectif de cours du WTI à 95 \$/b en décembre 2023, en raison de l'augmentation prévue de la demande chinoise, des capacités excédentaires limitées de l'OPEP+ et du risque de crise géopolitique (impliquant l'Iran). Nous maintenons notre objectif à 12 mois pour l'or à 2 000 \$/once. Cet objectif pourrait évoluer en fonction de la politique de la Fed et de l'environnement macroéconomique.



Source : Amundi, mars 2023, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.



# Incertitude macroéconomique : ne pas accroître le risque

Le ralentissement de l'inflation, associé à l'attitude moins restrictive des banques centrales, incite les marchés à croire que la hausse des prix sera bientôt maîtrisée. Or, en parallèle, les conditions de financement et les critères d'octroi des prêts aux ménages et aux entreprises se resserrent dans l'économie réelle, ce qui pourrait être préjudiciable à la consommation. Ceci pourrait conduire à une nouvelle détérioration de la dynamique des bénéfices alors que les valorisations sont élevées. **Nous restons défensifs, mais exploitons les opportunités offertes par les produits dérivés pour tirer parti de hausses potentielles sans augmenter le risque.** Il convient également de renforcer la protection et la diversification, notamment via les devises, les matières premières et l'or.

## Des idées à conviction forte

Nous sommes prudents sur les actions des marchés développés (États-Unis, zone euro, Japon). Nous remarquons également que l'évolution de la volatilité pourrait créer des occasions pour les investisseurs de tirer parti de mouvements tactiques des marchés. De plus, nous voyons toujours des opportunités de valeur relative via une préférence pour les petites capitalisations américaines par rapport aux grandes capitalisations chères, tout en évaluant comment le ralentissement des hausses de taux pourrait affecter ce pari. Concernant les actions des pays émergents, nous maintenons notre opinion positive sur la Chine compte tenu de l'amélioration de ses perspectives de croissance et de valorisations relatives bon marché. En ce qui concerne les flux et le positionnement des investisseurs, la Chine dispose encore d'un potentiel de retour des flux de capitaux, vu les volumes importants qui ont quitté le pays l'année dernière. **Sur les marchés obligataires**, nous conservons une opinion positive sur la duration aux États-Unis, compte tenu de la décélération des hausses de taux de la Fed et des faibles perspectives de croissance. Nous sommes néanmoins actifs et surveillons le marché du travail, notamment les créations d'emplois, et la possibilité que la Fed doive maintenir ses taux plus élevés pendant plus longtemps. Nous recherchons également des opportunités ailleurs dans le monde. Nous maintenons ainsi notre position prudente

sur les obligations d'État au Japon et percevons la possibilité d'une pentification du segment 2 à 10 ans de la courbe des rendements au Canada. En Europe, nous sommes positifs sur le spread BTP-Bund à 10 ans, qui a bien résisté à la réévaluation des taux terminaux après la confirmation de l'attitude restrictive de la BCE. La réouverture économique de la Chine et la baisse des prix de l'énergie devraient aider l'économie italienne, soutenue par les finances publiques et les BTP. **Pour ce qui est du crédit d'entreprise, nous restons prudents sur le HY européen**, car nous pensons que le rebond est allé trop loin, ce qui n'est pas en phase avec notre scénario de risque. De plus, l'offre importante de titres, bien qu'accueillie favorablement par le marché, doit être digérée et nous constatons déjà des prises de bénéfices dans certains segments. Pour l'avenir, nous pensons que les flux de crédit seront moins favorables aux spreads. **L'univers des devises nous permet de jouer nos vues tactiques et de long terme.** La baisse des prix de l'énergie pourrait atténuer les effets de la crise du coût de la vie en Europe, ce qui soutiendrait la croissance à court terme. Cela nous rend positifs sur l'euro face à la livre sterling. Notre positionnement est favorable au yen face à l'euro, car le premier pourrait bénéficier d'une croissance mondiale encore faible. Nous restons également positifs sur la paire NOK/CAD pour des raisons de valorisation. Dans les ME nous sommes désormais constructifs sur la paire ZAR/USD. Le rand présente un profil risque/rendement attractif et nous pensons que la prime de risque politique qui pèse sur le taux de change est excessive.

## Risques et couvertures

La diversification et la protection des portefeuilles restent deux de nos objectifs clés et nous continuons à utiliser à cet effet les matières premières (pétrole, or) et les instruments dérivés. Nous pensons que les déséquilibres structurels, la réouverture de la Chine et les risques géopolitiques (les tensions avec l'Iran constituent un risque majeur) pourraient donner un coup de fouet au pétrole. Nous pensons également que les investisseurs devraient conserver des couvertures sur le crédit HY et augmenter leurs couvertures sur les actions américaines.



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



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

**“ Les freins à la croissance subsistent. Il convient donc, sans augmenter le risque, d'explorer les moyens alternatifs de participer à la reprise, en s'appuyant notamment sur les dérivés. ”**

### Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel ➔ Changement par rapport au mois dernier

	---	--	-	=	+	++	+++
Actions			➔■				
Crédit & dette ME				■			
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. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes.

# La dispersion des valorisations est favorable à la *value*



**Kasper ELMGREEN**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés Émergents Monde



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

## Évaluation globale

Les marchés se sont ressaisis grâce à la résorption de la crise de l'énergie, à la réouverture de la Chine et à ce qui semble être le pic de l'attitude restrictive des banques centrales, même si la saison des bénéfices a été moyenne jusqu'à présent. Aux États-Unis, le consensus sur les résultats d'exploitation et les marges bénéficiaires 2023 semble peu réaliste, vu les inquiétudes concernant la consommation et de la décélération de la croissance. En Europe, le ralentissement attendu des bénéfices est confirmé, malgré une certaine amélioration de la conjoncture à court terme. Ainsi, au lieu de se focaliser sur l'ensemble du marché, les investisseurs devraient rechercher les entreprises capables de préserver leurs marges et de rémunérer leurs actionnaires, tout en offrant des valorisations attractives. Nous pensons que de telles entreprises peuvent être identifiées via une analyse bottom-up rigoureuse et en combinant une gestion de style qualité et value sur les marchés développés et émergents.

## Actions européennes

Dans le cadre d'un style équilibré, nous explorons les entreprises cycliques de qualité et les valeurs défensives, telles que celles des secteurs des biens de consommation de base et de la pharmacie. Toutefois, dans l'environnement actuel, les valorisations de certains secteurs cycliques ayant excédé leurs fondamentaux, nous pensons qu'il convient de leur préférer des segments défensifs présentant un meilleur profil risque/rendement. Nous avons atténué notre opinion favorable sur les financières (tout en restant positifs) et avons revu à la hausse les pharmaceutiques. Nous sommes malgré tout optimistes quant aux banques de détail, en raison des répercussions bénéfiques des taux d'intérêt élevés sur leurs marges d'intérêt nettes. Nous apprécions également les valeurs industrielles qui facilitent la transition énergétique. En ce qui concerne les produits de base, nous restons constructifs, en sélectionnant les entreprises à fort pouvoir de fixation des prix et dont les bilans solides peuvent servir de bouclier en période de hausse des taux d'intérêt. Nous sommes en revanche prudents sur les services aux

collectivités, le risque réglementaire étant toujours un sujet, et sur le secteur technologique.

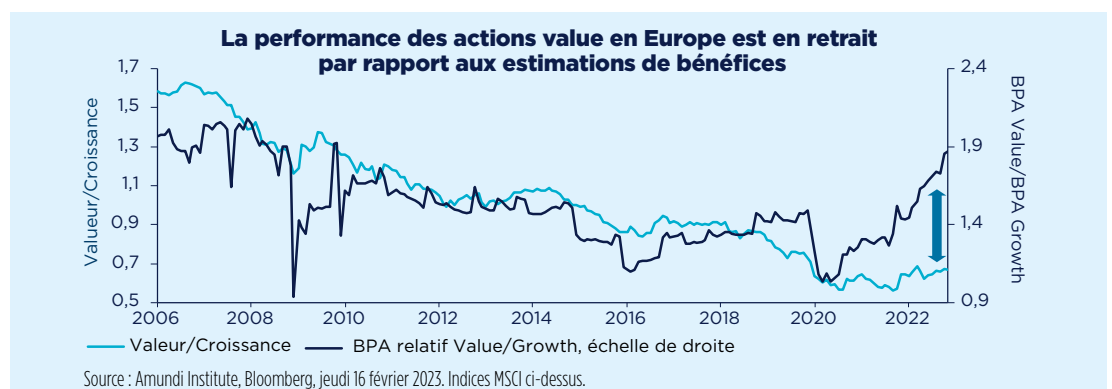
## Actions américaines

Le rallye de cette année est essentiellement dû à l'expansion des multiples, ce qui nous incite à la prudence, car les valorisations sont élevées dans certains cas. Nous pensons donc qu'il faut éviter les entreprises risquées, à bêta élevé, désormais excessivement dépendantes d'un cycle économique imprévisible. Nous préférons les entreprises résolues à restituer du cash aux actionnaires, par exemple, parmi les valeurs défensives. Nous nous concentrons alors sur les titres qui affichent des valorisations raisonnables, même si cela implique d'aller au-delà des valeurs défensives traditionnelles. Les équipements et services de santé et les instruments biomédicaux en sont deux exemples. En revanche, nous voyons très peu de valeur dans les produits de base, les services aux collectivités et l'immobilier. À l'autre bout du spectre, dans les secteurs cycliques, nos plus fortes convictions sont l'énergie et les banques. Nous voyons également d'un bon œil les biens d'équipement et les matériaux parmi les cycliques, mais préférons les situations idiosyncrasiques susceptibles de surperformer par rapport au cycle. Toutefois, le rebond des valeurs cycliques depuis octobre dernier a renforcé la vulnérabilité des valeurs de la consommation discrétionnaire et de l'industrie en cas de récession.

## Actions émergentes

Nous conservons une vue prudemment optimiste du fait de la réouverture de la Chine, des valorisations raisonnablement attractives et de la dynamique des bénéfices. Il faut néanmoins rester sélectif et être attentif aux fondamentaux. Nos principales convictions sont la Chine et le Brésil, mais, concernant ce dernier, nous sommes moins positifs qu'auparavant en raison de la volatilité politique. Il y a quelques inquiétudes concernant les valorisations en Inde, mais le scénario à long terme semble intact. D'un point de vue sectoriel, nous sommes positifs sur la consommation discrétionnaire et l'immobilier et restons prudents sur la santé.

**“La dispersion accrue des valorisations peut générer des opportunités sur les marchés d'actions - en particulier, sur le segment value.”**



# Concilier les rendements attractifs du crédit avec la nécessité d'être sélectif

## Évaluation globale

Les marchés tablent sur un scénario d'atterrissage en douceur, sans récession et avec une inflation revenant à l'objectif des banques centrales. Nous pensons cependant que l'incertitude est grande concernant les marchés de l'emploi, la consommation et les bénéfices des entreprises. De plus, les coûts de financement sont élevés dans l'économie réelle. Il est difficile pour les taux des prêts de baisser sans que les banques centrales n'assouplissent leur politique. Or, une telle évolution semble peu probable à court terme car l'inflation reste élevée même si son rythme diminue. Nous n'anticipons pas de baisse des taux de la Fed avant janvier 2024 et il est peu probable que la BCE réduise les siens de sitôt. Par conséquent, en tant qu'investisseurs, nous devons chercher à continuer de bénéficier des rendements attractifs du crédit. À cette fin, mieux vaut privilégier les titres de haute qualité et explorer une sélection de titres EM à mesure que leur environnement s'améliore, tout en restant prudent sur le HY.

## Obligations mondiales et européennes

Nous restons actifs sur la durée, avec une position légèrement prudente, en particulier sur l'Europe core et le Japon, et une opinion relevée à neutre sur le Royaume-Uni et la Chine. Nous nous intéressons aux courbes dans les différentes régions et percevons un potentiel de pentification aux États-Unis, en Europe et au Canada. Pour ce qui est de la dette périphérique de la zone euro, nous maintenons une position d'ensemble neutre à légèrement défensive compte tenu des perspectives de résilience de l'économie. Le contexte mitigé des bénéfices et de la croissance nous incite à rester très sélectifs en matière de crédit et à maintenir notre position légèrement positive principalement sur l'IG et les financières subordonnées. Concernant le HY, nous pensons que les investisseurs doivent mettre en place des couvertures tactiques en raison des inquiétudes liées aux risques de défaut. Nous sommes vigilants sur le segment des *covered bonds*.

## Obligations américaines

Nous reconnaissons que les données économiques sont inégales et qu'il est possible que la Fed resserre

sa politique au point d'affaiblir l'économie. Une réévaluation à la hausse des rendements est également possible si l'inflation reste élevée. Pour l'heure, nous conservons une vision constructive, restons actifs sur la durée, vigilants sur le discours de la Fed, et accordons une grande importance au timing. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) paraissent attractifs à moyen terme. Nous sommes positifs sur le crédit titrisé, mais estimons que la performance récente pourrait être l'occasion de tirer profit du resserrement des spreads et d'adopter à l'avenir une position plus prudente, en ligne avec le ralentissement de la croissance. En ce qui concerne le crédit d'entreprise, nous restons sélectifs, avec une préférence pour les financières par rapport aux non-financières et aux industrielles, et pour l'IG par rapport aux HY. De manière générale, il faut envisager de prendre des bénéfices lorsque les rallyes de marchés en présentent l'opportunité, et maintenir un bêta peu élevé sur le HY.

## Obligations émergentes

Les évolutions des taux et des mesures publiques américaines ont des répercussions sur l'environnement de la dette ME, ce qui nous incite à être très vigilants. Nous voyons des opportunités sur les obligations en devises fortes, sur celles en devises locales et sur les devises elles-mêmes. Nous restons toutefois sélectifs, car les risques géopolitiques et spécifiques à chaque pays subsistent. Nous sommes constructifs sur les exportateurs de matières premières (Brésil, Mexique, Afrique du Sud, Indonésie), du fait de la réouverture de la Chine. À noter que les pays où la banque centrale a été proactive, comme la Colombie, semblent attractifs.

## Devises

Nous sommes positifs sur une sélection de devises émergentes à portage élevé comme le MXN, le BRL, l'IDR et le ZAR. Toutefois, cette vue est équilibrée par une position constructive sur les devises refuges, comme le yen, même si nous restons neutres sur le dollar. Un autre risque majeur auquel nous sommes attentifs est l'escalade de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, qui pourrait avoir des répercussions négatives sur le zloty et la couronne tchèque.



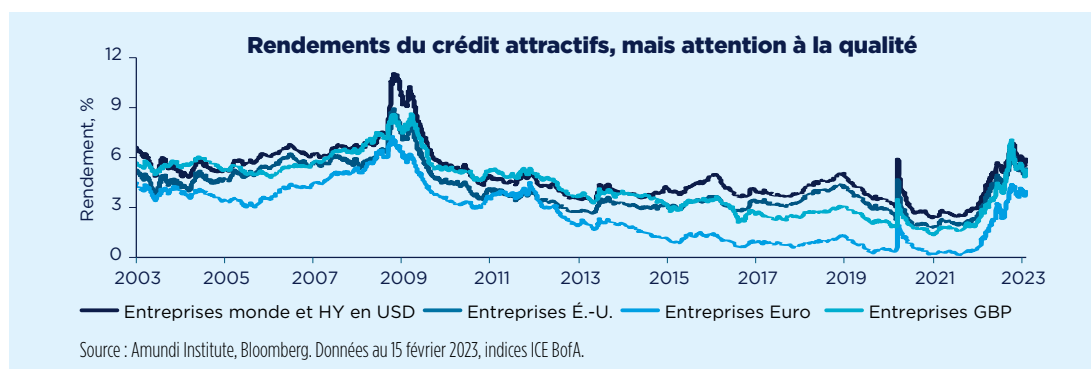
**Amaury D'ORSAY**  
Directeur du Métier  
Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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



**“Les rendements du crédit sont attractifs, mais la hausse des coûts de financement et le ralentissement de l'économie imposent une approche sélective.”**



# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 21 février 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Pays développés</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>7,4</b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>
États-Unis	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
<b>Zone euro</b>	<b>3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>8,4</b>	<b>6,2</b>	<b>3,2</b>
<i>Allemagne</i>	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
<i>France</i>	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
<i>Italie</i>	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
<i>Espagne</i>	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,4</b>	<b>3,7</b>
<b>Japon</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>5,4</b>
Chine	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
Inde	7,0	5,3	6,0	6,7	5,7	5,7
Indonésie	5,3	5,2	4,8	4,2	4,3	4,0
Brésil	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
Mexique	3,1	0,8	0,8	7,9	5,8	4,6
Russie	-2,3	0,6	2,0	13,8	7,5	4,5
Afrique du Sud	2,4	0,2	0,6	6,9	5,5	4,5
Turquie	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0
<b>Monde</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5,9</b>	<b>4,2</b>

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	22 février 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	4,75	5,25	5,35	5,00	5,00
Zone euro**	2,50	3,50	3,60	3,50	3,60
Royaume-Uni	4,00	4,50	4,60	4,25	4,40
Japon	-0,10	0,00	0,02	0,00	0,09
Chine***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde***	6,50	6,50	6,50	6,25	6,30
Brésil	13,75	13,75	13,35	11,75	11,65
Russie	7,50	7,50	7,20	7,50	6,95

Source : Amundi Institute. Prévisions au mardi 21 février 2023. IPC : indice des prix à la consommation. \* Limite supérieure de la fourchette cible des Fed Funds. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux bancaire de base à un an. \*\*\*\* : Taux de prise en pension.





# Prévisions de marché

## Rendements obligataires

### PRÉVISIONS SUR LES TAUX À 2 ANS, %

	22 février 2023	Amundi +6m	Forward +6m	Amundi +12m	Forward +12m
États-Unis	4,69	3,90-4,10	4,36	3,50-3,70	4,07
Allemagne	2,97	2,50-2,70	2,80	2,30-2,50	2,57
Royaume-Uni	3,98	3,20-3,40	3,39	3,20-3,40	3,41
Japon	-0,02	0,10-0,20	0,03	0,20-0,40	0,11

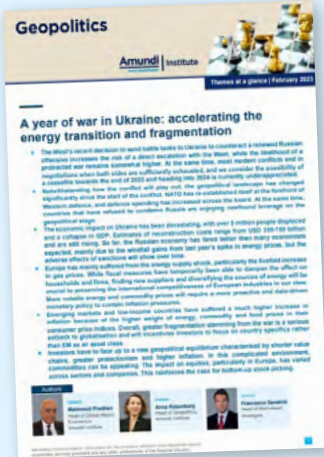
### PRÉVISIONS SUR LES TAUX À 10 ANS, %

	22 février 2023	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
États-Unis	3,95	3,60-3,80	3,88	3,30-3,50	3,83
Allemagne	2,56	2,40-2,60	2,52	2,30-2,50	2,49
Royaume-Uni	3,67	3,50-3,70	3,68	3,50-3,70	3,72
Japon	0,51	0,50-0,70	0,64	0,60-0,80	0,76

## Cours de change

	20 février	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
EUR/USD	1,07	1,05	1,09	1,15	1,12
EUR/JPY	143	136	138	136	138
EUR/GBP	0,89	0,90	0,89	0,90	0,89
EUR/CHF	0,99	0,96	1,00	1,04	1,01
EUR/NOK	10,94	11,06	10,55	10,52	10,25
EUR/SEK	11,06	11,27	10,98	10,86	10,70
USD/JPY	134	129	127	119	124
AUD/USD	0,69	0,67	0,71	0,76	0,73
NZD/USD	0,63	0,61	0,64	0,66	0,65
USD/CNY	6,86	6,70	6,75	6,40	6,60

Source : Amundi Institute. Prévisions au lundi 20 février 2023.



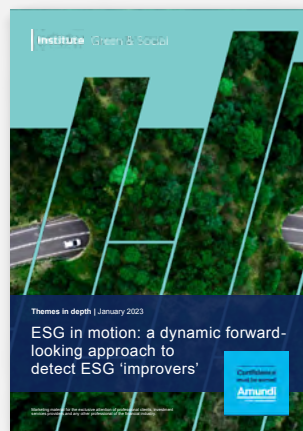
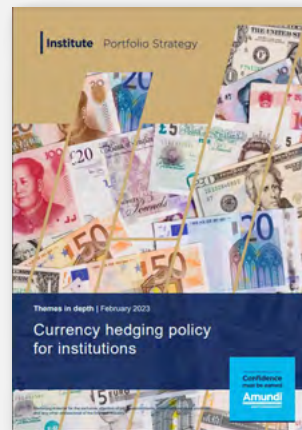
**Article thématique :  
un an de guerre en Ukraine**

# Amundi Institute

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

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

Découvrez plus d'informations sur les investissements d'Amundi à l'Amundi Research Center  
<https://research-center.amundi.com/>



Retrouvez-nous sur :



## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du mercredi 22 février 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 2 mars 2023.

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

Credits photos : ©iStock - Charles O'Rear

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie Taux, CFA

**BÉRARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste Senior Taux

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Pol,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**CESARINI Federico,**

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**DI SILVIO Silvia,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**DROZDIK Patryk,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**MIJOT Éric,**

Responsable de la Stratégie Actions

**PORTELLI Lorenzo,**

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

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable Macroéconomie

**ROSENBERG Anna,**

Responsable Géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste Senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste Souverains Senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice d'Amundi Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

Responsable de l'équipe Edition et Publication

**FIOROT Laura,**

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition