

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## Tirer parti des rotations de marché, en mettant l'accent sur la Chine

Les marchés déplacent leur attention principale de l'inflation vers la croissance. La situation économique leur paraît légèrement moins préoccupante en Europe tandis que leur vision concernant la Chine devient plus optimiste. **Cela génère d'importantes rotations** : les surperformances de la Chine et des marchés émergents en ont été les conséquences les plus visibles, suivies par le net retournement de la vigueur du dollar. Des rotations intra-marché ont également eu lieu, les valeurs cycliques prenant l'avantage sur les valeurs défensives en Europe, tandis qu'aux États-Unis, les anticipations d'une attitude moins restrictive de la Fed ont soutenu les valeurs technologiques. **À l'avenir, quatre thèmes devraient s'avérer cruciaux : (1) l'équilibre inflation/croissance ; (2) l'action des banques centrales ; (3) l'affaiblissement du dollar ; et (4) la trajectoire des bénéficiers des entreprises.** Toute surprise négative en termes de croissance ou de bénéfices pourrait faire baisser les marchés, alors qu'à court terme il n'y a pas de catalyseurs de nouvelle hausse par rapport aux niveaux de valorisation actuels. Cela nécessite une allocation défensive, mais les investisseurs devraient aussi miser sur les rotations suivantes :

- **Maintenir une attitude prudente en matière de risque, tout en recalibrant les préférences régionales.** Nous sommes désormais plus optimistes à l'égard des actions chinoises que concernant celles des marchés développés, sur lesquels nous sommes prudents et accordons une forte attention aux valorisations (réduction du positionnement négatif sur les actions européennes). Du point de vue de la gestion diversifiée, nous sommes légèrement positifs sur la durée, car nous pensons que les emprunts d'État conservent leurs avantages en termes de protection de portefeuille. Nous devenons plus prudents vis-à-vis des obligations à haut rendement, tout en mettant l'accent sur la diversification par le biais de matières premières telles que le pétrole et l'or.
- **Concernant les obligations, la gestion active de la durée est essentielle.** Les anticipations d'inflation et de taux directeurs sont rapidement intégrées par les rendements obligataires, qui ont connu un mouvement de baisse, soutenant notre opinion légèrement positive sur la durée américaine et notre positionnement légèrement prudent sur les pays du cœur de l'Europe. Même si le sentiment à l'égard de la croissance devient plus constructif, nous ne recommandons pas de considérer cela comme acquis, car l'inflation reste élevée. Les banques centrales sont déterminées à faire face à l'inflation, en particulier à l'inflation persistante des services, ce qui justifie une approche active. En revanche, la BoJ devrait sortir de sa politique de taux négatifs suite à une révision à la hausse de ses prévisions d'inflation pour 2023, ce qui nous incite désormais à la prudence sur les emprunts d'État japonais.
- **Sur le thème du « retour des obligations », il convient de miser sur le crédit avec une approche sélective.** L'effet du resserrement monétaire sur les finances des entreprises a été jusqu'à présent faible en raison des besoins de refinancement limités et de l'utilisation importante de liquidités internes. Le recours à ces dernières a soutenu les *spreads* jusqu'à présent, mais il a également entraîné une détérioration de la liquidité par rapport à l'année dernière, en particulier pour les émetteurs notés CCC. À l'avenir, l'impact de la hausse des taux et de la faiblesse de la croissance économique sera davantage ressenti par les émetteurs à haut rendement faiblement notés. Par conséquent, nous continuons de préférer les obligations IG aux obligations HY. D'un point de vue régional, les *spreads* IG européens sont bon marché par rapport à leurs niveaux historiques, ce qui n'est pas le cas pour les obligations IG américaines.
- **Pour les actions des marchés développés,** les investisseurs devraient porter davantage leur attention sur la résilience des bénéficiers au niveau de chaque entreprise. Les révisions macroéconomiques et les mouvements des devises plaident pour une prudence accrue concernant les États-Unis et le Japon, tandis que l'amélioration des perspectives économiques européennes conforte une opinion moins négative à l'égard de cette région. Toutefois, le scénario positif intégré par les marchés pourrait facilement se dégrader en raison des risques géopolitiques ou si les banques centrales se montrent plus restrictives que prévu. Il convient également de noter que, souvent, le début de l'année n'est pas une bonne indication des rendements du reste de l'année. La saison des résultats en cours devrait donner une image plus claire pour le 1er semestre.
- **Opportunités sur les marchés émergents, à commencer par la Chine.** La Chine a poursuivi la réouverture accélérée de son économie et soutenu son marché immobilier, ce qui nous incite à rester optimistes, car nous avons également revu à la hausse nos perspectives de

### Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



La faiblesse des bénéfices et du contexte économique plaide en faveur d'une approche prudente et bien diversifiée.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Multi-actifs : plus prudent dans l'ensemble sur les actions des marchés développés et le crédit HY européen ; positif sur le pétrole.
- ▶ Actions : révision à la baisse des États-Unis, du Japon ; positif sur la Chine.
- ▶ Obligations : prudence sur les emprunts d'État « core » de l'UE ; légèrement positif sur la dette émergente.

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.

## VUES DES CIO

croissance pour le pays. Cela pourrait avoir des répercussions positives sur les économies ayant des liens commerciaux étroits avec la Chine. En ce qui concerne la dette émergente, l'évolution du dollar américain, l'écart de croissance économique entre les pays émergents et les pays développés et les valorisations figurent parmi les principaux moteurs du sentiment.

- Dans l'ensemble, nous entrons dans une phase plus risquée, car les marchés réévaluent les perspectives de bénéfices, ce qui pourrait entraîner une correction de certains secteurs, tandis que des opportunités de s'exposer davantage au risque pourraient apparaître au cours des prochaines semaines. À noter que nous pourrions assister à une récession des bénéfices, même dans un scénario d'atterrissage en douceur des économies. **Par conséquent, l'agilité est essentielle à ce stade, mais avec un biais prudent pour le moment.**

AMUNDI INSTITUTE

## Que se passe-t-il si la BCE adopte un ton plus ferme ?



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



**Annalisa USARDI, CFA**  
Economiste Senior, Amundi Institute

Les perspectives d'inflation dans la zone euro en 2023 sont davantage liées à la dynamique de l'énergie et des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement qu'à celle de la politique monétaire

### Évaluation économique actuelle

Récemment, nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions économiques pour la zone euro (ZE), au vu de chiffres montrant une activité meilleure que prévu jusqu'ici cet hiver. L'évolution récente du prix du gaz et le bon niveau des stocks ont permis d'éliminer le risque extrême de rationnement. La baisse des prix de l'énergie, l'efficacité du soutien budgétaire au niveau de chaque pays et l'annonce d'une réouverture plus rapide que prévu de l'économie chinoise ont également amélioré le sentiment. Cependant, même si le ralentissement économique hivernal devrait s'avérer moins grave que prévu, nous pensons que les vents contraires persisteront à l'avenir. En particulier, le durcissement des conditions monétaires se répercutera sur l'économie réelle et maintiendra la croissance économique à un niveau plus faible tout au long de 2023.

### Simulation d'un resserrement supplémentaire de la part de la BCE : scénario de hausse des taux de la BCE à 4 % et au-delà

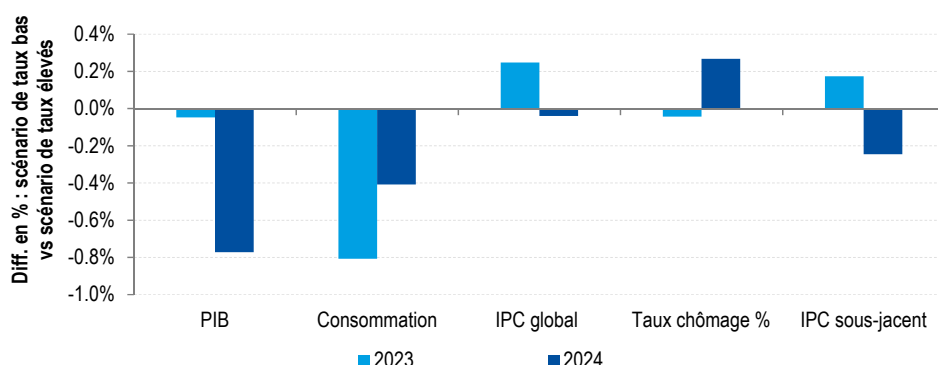
Bien que l'inflation globale ait donné des signes de modération dans la zone euro comme dans le reste du monde, l'inflation sous-jacente persiste et reste sur une tendance haussière, ce qui montre que les chocs d'offre qui ont frappé l'économie plus tôt n'ont pas encore été totalement absorbés. Cette situation nous semble jouer en faveur d'une attitude plus rigoureuse de la BCE, avec des risques de hausse des taux encore plus forte. Nous avons donc effectué une simulation des conséquences qu'auraient, sur l'inflation et la croissance économique, une hausse des taux d'intérêt et un durcissement de la politique de la BCE pendant plus longtemps.

### L'hypothèse clé est que la croissance et l'inflation se montrent plus résistantes que prévu

Pour que la BCE maintienne un taux de dépôt supérieur ou égal à 4 %, nous avons supposé des conditions économiques au S1 2023 marquées par une plus forte résilience de la croissance comme de l'inflation que ce qui était prévu dans le scénario de base du T4 2022 et du T1 2023 (où nous n'anticipons qu'une légère contraction). Dans le même temps, nous supposons que la rémunération du travail continue d'accélérer au S1, non seulement en raison des salaires négociés, mais aussi du fait d'une croissance plus rapide des salaires dans les nouvelles offres d'emploi. Cela pourrait être le résultat d'un marché du travail toujours tendu, ce qui pourrait générer, chez les responsables politiques, des inquiétudes quant aux effets de second tour et à la persistance de l'inflation.

L'inflation sous-jacente persistante conduirait alors la BCE à resserrer sa politique de manière agressive, ce qui ferait réagir les marchés. La dispersion des coûts d'emprunt pour les entreprises non financières dans les pays de la zone euro s'élargirait considérablement et les risques de fragmentation augmenteraient. À titre indicatif, le scénario pour les matières premières, le

### Impact des hausses de taux de la BCE sur l'économie



Source : Amundi Institute, analyse réalisée en décembre 2022. Le graphique ci-dessus simule deux scénarios - l'un dans lequel les taux de la BCE (dépôts) sont proches de 3-3,25 % et un autre où les taux d'intérêt sont proches de 4 % - et leurs effets sur les indicateurs économiques tels que le PIB, la consommation, l'IPC global, le taux de chômage et l'IPC sous-jacent.

## AMUNDI INSTITUTE

pétrole, le gaz, la croissance mondiale et les dépenses publiques reste inchangé par rapport au scénario central.

**Conséquences pour l'économie**

Dans ce contexte, nos simulations concluent à une faiblesse prolongée à partir du S2 2023, marqué alors par une contraction sévère, suivie d'évolutions incertaines au début de 2024. Dans l'ensemble, cela se traduit par un ralentissement de la croissance, notamment en 2024. Nous voyons un tel scénario résulter d'une combinaison des effets du resserrement de la politique monétaire, du retrait du soutien budgétaire et de la persistance des tensions sur le coût de la vie, étant donné que l'inflation sous-jacente, bien qu'en retrait par rapport aux sommets actuels, resterait assez persistante malgré le ralentissement économique. En somme, une telle évolution ressemblerait à ce qui pourrait être interprété comme une « erreur de politique » : même si le durcissement de la politique affecterait négativement le PIB, l'emploi, les revenus et les investissements, elle n'entraînerait pas de progrès significatifs dans la maîtrise de l'inflation (telle que visée par la BCE) à l'horizon des prévisions.

Vu sous un autre angle, cela équivaut à reconnaître qu'une grande partie des progrès réalisés sur le front de l'inflation cette année ne dépendront pas essentiellement de la politique monétaire, étant donné que les chocs (du côté de l'offre, c'est-à-dire les goulets d'étranglement, l'énergie) qui ont généré la poussée initiale d'inflation doivent encore être entièrement absorbés et répercutés. Aussi, nous surveillons les principaux facteurs déclencheurs et les risques : dynamique de croissance des salaires et évolution vers une indexation des salaires, persistance et étendue de l'inflation sous-jacente, résorption des goulets d'étranglement du côté de l'offre, coût de l'énergie et de l'alimentation.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

Jouer les divergences, mais rester défensif



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



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

Nos inquiétudes concernant une récession des bénéfiques aux États-Unis au S1 nous amènent à être prudents et à renforcer notre diversification

Nous confirmons notre scénario de ralentissement économique, mais tenons compte de l'évolution du contexte mondial en matière de bénéfiques, d'inflation et de politique monétaire. **Cependant, nous observons des divergences issues de l'évolution des politiques anti-Covid et de la force relative de chaque région, dont la Chine.** Sur les marchés, le sentiment s'est amélioré ces derniers temps, mais surtout du fait de l'affaiblissement du dollar et d'une modification du rythme des relèvements des taux d'intérêt par les banques centrales. Il n'y a pas encore de signe d'amélioration des fondamentaux à l'échelle mondiale. **Par conséquent, nous restons prudents vis-à-vis des actifs risqués et recommandons aux investisseurs de tirer parti des rotations de marché.** C'est également le moment d'améliorer la diversification du portefeuille par le biais de matières premières comme le pétrole.

Des idées à conviction forte

**Nous sommes globalement plus prudents sur les actions des marchés développés, notamment sur celles des États-Unis et du Japon.** En ce qui concerne les États-Unis, la saison des résultats devrait entraîner une révision à la baisse des prévisions de marges et de bénéfiques. Nous avons également modifié notre attitude à l'égard de l'Europe pour devenir moins défensifs, en raison de notre préférence pour le maintien d'une allocation régionale plus en phase avec notre perception des risques. Nous évaluons l'évolution des bénéfiques et des valorisations en Europe par rapport aux États-Unis. Pour le moment, nous privilégions les États-Unis par rapport à la zone euro en raison d'un risque plus élevé de chocs stagflationnistes.

Aux États-Unis, nous préférons les petites capitalisations aux grandes. Sur les marchés émergents, nous avons relevé notre opinion sur la Chine en raison de l'abandon par le pays de sa politique zéro Covid et des anticipations de flux d'investissement.

Nous maintenons une position légèrement positive sur la durée au travers des obligations du Trésor américain à 10 ans. Celles-ci devraient bénéficier du ralentissement du rythme des hausses de taux de la Fed, de la baisse de l'inflation et de la faiblesse des perspectives économiques. Les valorisations semblent également attractives. Par ailleurs, nous sommes désormais défensifs vis-à-vis des emprunts d'État japonais. Nous pensons qu'au 1er semestre la BoJ devrait renoncer à sa politique de contrôle de la courbe des taux (ce qui ferait monter les rendements) afin de juguler l'inflation élevée. Au Canada, nous maintenons notre opinion concernant la pentification de la courbe des swaps 2-10 ans. Cette courbe est l'une des plus inversées sur ce segment de maturité et présente le plus fort potentiel de pentification haussière. Plus près de chez nous, en Europe, nous restons positifs sur les *spreads* BTP-Bund à 10 ans, qui ont bien résisté. Les flux d'investisseurs étrangers sont aujourd'hui moins moteurs sur le marché italien des BTP qu'ils ne l'étaient dans le passé.

**Les risques persistent sur les marchés du crédit et nous anticipons un ralentissement de la croissance économique.** Nous pensons que les obligations IG américaines sont proches de leur juste valeur et nous sommes neutres pour l'instant. En Europe, les perspectives du HY se sont dégradées et nous sommes désormais plus prudents qu'auparavant. Le rallye est allé trop loin et les prix ne sont pas en ligne avec nos prévisions de bénéfiques et de croissance économique.

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions*	↘			■				
Crédit & dette des 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 = emprunts d'État italiens. \*Nous sommes devenus globalement plus prudents vis-à-vis des actions avec une position dans la partie inférieure du - \*\*Même si nous sommes globalement neutres vis-à-vis du crédit et des obligations émergentes, nous avons adopté une position plus prudente sur le HY Euro. \*\*\*Nous avons renforcé notre exposition au pétrole par rapport au mois dernier, mais le positionnement global reste à +.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

**Sur le marché des changes**, nous restons prudents vis-à-vis de la paire EUR/JPY, car le yen devrait bénéficier de son statut de valeur refuge et de la politique de la BoJ. Nous sommes également défensifs sur la livre sterling face au dollar et au franc suisse. La faiblesse relative de la croissance économique du Royaume-Uni pèse sur la devise cyclique du pays. Par ailleurs, la couronne norvégienne devrait continuer à bien se comporter par rapport au dollar canadien (devise cyclique). Sur les marchés émergents, la parité BRL/USD devrait bénéficier de l'évolution positive de l'économie brésilienne, de la réouverture de la Chine et d'une Fed moins agressive, mais nous surveillons de près l'évolution de la politique intérieure.

**Risques et couvertures**

**Les investisseurs devraient envisager une approche plus diversifiée par le biais du pétrole**, qui devrait bénéficier des déséquilibres structurels et constitue également une protection contre les risques de crise géopolitique impliquant l'Iran (vs les États-Unis, l'Arabie saoudite et Israël). L'or offre également une diversification et une protection face au stress en cas de récession plus marquées que prévu. En outre, nous pensons que les couvertures financières dans les segments des actions et du crédit HY doivent être maintenues afin de se protéger contre le risque d'affaiblissement des fondamentaux au premier trimestre.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

## Le crédit en vedette, mais la qualité reste au premier plan



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



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



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

Les banques centrales s'inquiètent de l'inflation, tout comme du risque de perdre leur crédibilité. Par conséquent, elles hésitent encore à effectuer un pivot accommodant. Les marchés, en revanche, s'inquiètent de l'impact de la hausse des taux sur la consommation finale, qui pourrait affecter la rentabilité et les flux de trésorerie des entreprises. **Alors que les entreprises ont assaini leurs bilans après la crise du Covid-19, elles sont désormais confrontées à une série de défis : hausse des coûts de financement, prix de l'énergie et, dans certains cas, hausse des coûts de main-d'œuvre (États-Unis).** Nous pensons que le segment investment grade est bien positionné, car les fondamentaux se sont améliorés ces dernières années. Le high yield, en revanche, est en risque, les perspectives de défaut étant susceptibles de se détériorer dans l'avenir proche. Ainsi, dans le cadre d'une approche générale vigilante, nous restons sélectifs et conservons une préférence pour le segment IG par rapport au HY. Des opportunités sont également présentes sur les marchés de la dette émergente dans un contexte de dépréciation du dollar.

### Obligations mondiales et européennes

Nous restons légèrement prudents vis-à-vis de la durée (Europe core et Japon, neutre aux États-Unis), mais nous surveillons l'inflation, la politique monétaire et la dynamique de l'évolution des rendements pour procéder à d'éventuels ajustements. S'agissant de la dette périphérique, bien que notre positionnement soit proche de la neutralité, nous analysons

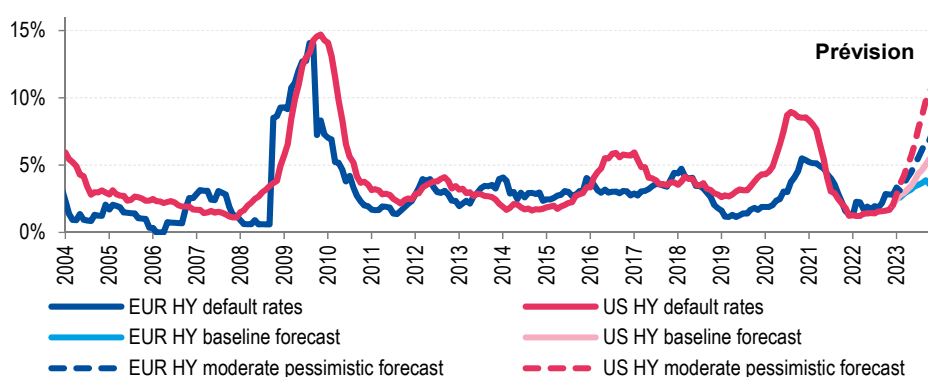
les courbes de taux dans différentes régions afin d'identifier de possibles écarts excessifs. **Le rythme de l'activité économique dans les pays développés a surpris à la hausse, ce qui est positif pour les obligations d'entreprise.** Toutefois, des questions subsistent quant au degré de cette amélioration, ce qui nous amène à surveiller la qualité du crédit et les risques de défauts. Par conséquent, nous sommes sélectifs et maintenons un positionnement légèrement constructif avec une préférence pour le segment IG par rapport au HY. Nous pensons également que les valorisations des obligations IG européennes sont attractives, mais suivons un processus de sélection rigoureux basé sur les risques idiosyncrasiques. En particulier, nous trouvons attractives les obligations financières subordonnées et les dettes garanties par l'État.

### Obligations américaines

L'inflation sous-jacente américaine s'est avérée plus persistante que l'inflation générale et la croissance des salaires est également trop élevée au regard de la cible d'inflation à long terme de la Fed. **Par conséquent, la politique monétaire (y compris une « pause », le cas échéant) sera déterminée par l'évolution des marchés du travail et de l'inflation des services.** Cela nous conduit à gérer activement notre positionnement en durée, avec un biais positif à l'heure actuelle. Bien que les crédits hypothécaires d'agences offrent un potentiel attractif à long terme par rapport aux obligations d'État, nous surveillons l'impact de l'évolution des

Sur le thème de marché du « retour des obligations », misez sur le crédit IG tout en restant prudent sur le HY

### Perspectives de défaut des obligations HY américaines et européennes



Source : Amundi Institute, Moody's. Données au mercredi 25 janvier 2023. Données prévisionnelles à partir de juillet 2023.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif, ECO = Europe centrale et orientale

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

valorisations et du QT sur les performances. Pour l'heure, nous restons prudents, car les *spreads* sont liés à la volatilité des taux d'intérêt. En ce qui concerne les obligations d'entreprise, nous sommes très sélectifs et pensons que les investisseurs devraient limiter leur *spread-duration*. Plus précisément, nous privilégions l'IG par rapport au HY et les financières par rapport aux industrielles. La liquidité reste un facteur important, mais les fondamentaux des émetteurs sont solides, du moins pour l'instant.

**Obligations des marchés émergents**

Même si nous restons légèrement défensifs sur la duration, nous **maintenons une perspective prudemment optimiste**. Les marchés émergents offrent un portage attractif après la flambée des rendements de l'année dernière. Les obligations en devise forte offrent des points d'entrée intéressants.

Nous apprécions notamment le Brésil et l'Afrique du Sud (exportateurs de matières premières). **Les obligations en devise locale, ainsi que les devises elles-mêmes, pourraient bénéficier du possible pic de l'USD**, tandis que nous étudions le potentiel haussier de certains pays d'Europe centrale et orientale.

**Devises**

Nous sommes désormais **neutres sur l'USD** en raison des craintes d'inversion des flux de capitaux, mais nous restons optimistes concernant le JPY et la NOK. Un dollar plus faible pourrait créer un environnement positif pour certaines devises latino-américaines, parmi lesquelles nous sommes positifs sur le MXN et le BRL. En Asie, nous apprécions l'IDR et le THB, mais sommes défensifs sur le TWD, le PHP et sur certaines devises d'Europe de l'Est.



ACTIONS

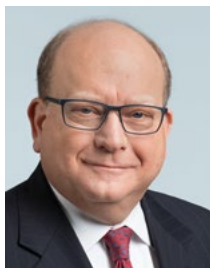
## Après le rebond, les valorisations intègrent un optimisme excessif



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



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



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

Malgré la faiblesse des estimations de croissance des bénéfices, des surprises à la baisse sont encore possibles. Par conséquent, nous sommes prudents et recherchons des marges durables

### Perspectives générales

Le double choc de la baisse du pouvoir d'achat des ménages et du ralentissement économique exerce une pression sur les bénéfices et les marges. Leur tendance baissière devrait se poursuivre pendant un certain temps, mais est déjà intégrée dans les valorisations de nombreuses entreprises. Cela a entraîné une volatilité et une dispersion des performances, soit une configuration de marché nécessitant une sélection titre par titre. **Nous continuons donc à porter une grande attention aux valorisations et à l'identification d'entreprises capables de préserver leurs bénéfices et peu endettées.** Celles-ci sont plus en mesure de résister à la hausse des coûts d'emprunt, voire peuvent ne pas avoir besoin de lever des capitaux. Dans l'ensemble, nous restons vigilants à l'égard des marges des entreprises, avec une préférence pour les titres sous-évalués, de qualité et à hauts dividendes.

### Actions européennes

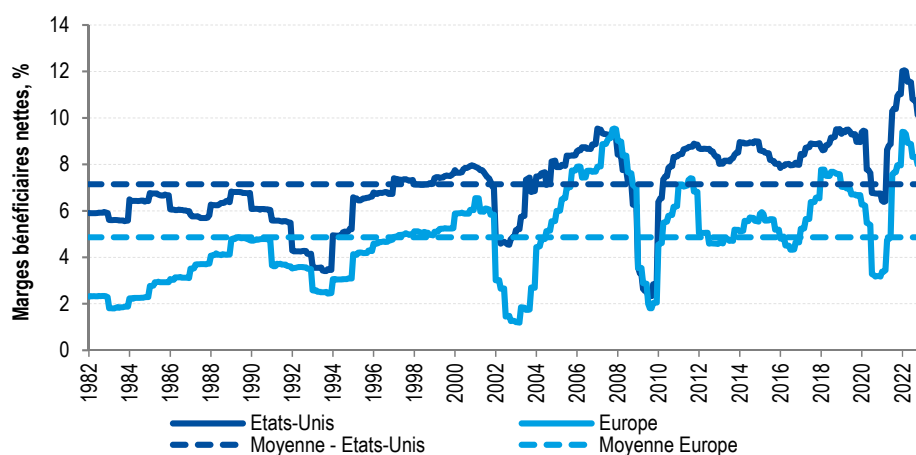
Nous conservons une approche équilibrée, combinant une préférence pour les actions de haute qualité et sous-évaluées. Nous privilégions notamment les valeurs cycliques (industrie), mais ne sommes pas tentés de relever notre opinion après le récent rebond. Cependant, le problème du sous-investissement dans la fourniture d'énergie persiste, ce qui nous conduit à nous intéresser à ce secteur. Dans le secteur financier, les marges d'intérêt et les bénéfices devraient être dopés par la hausse des taux. Nous privilégions les banques de détail compte

tenu de la solidité de leurs bilans et de leurs valorisations. À l'autre extrémité du spectre, certaines valeurs défensives semblent bon marché. **Nous sommes attentifs non seulement à la qualité des bénéfices de chaque entreprise, mais aussi à la façon dont nos portefeuilles peuvent maintenir une exposition diversifiée aux marchés de la consommation.** Dans le secteur des biens de consommation de base, nous privilégions les entreprises dont le pouvoir de fixation des prix permet de répercuter sur les clients la hausse des coûts des intrants sans affecter les ventes. Dans la plupart des cas, les bilans de ces entreprises ont un caractère protecteur en période de hausse des taux. À l'inverse, nous sommes prudents sur les secteurs des services aux collectivités et de la technologie.

### Actions américaines

Les prévisions de bénéfices actuelles ne reflètent pas entièrement le ralentissement économique à venir, même si nous observons d'importantes anomalies de valorisation. Ceci, conjugué aux effets négatifs probables de la hausse du dollar l'an dernier sur les résultats des entreprises au T1 et au T2, et à partir de marges bénéficiaires à des niveaux records, nous incite à être **très sélectifs et prudents à l'égard des méga-capitalisations.** En revanche, nous nous interrogeons quant aux secteurs qui pourraient tirer leur épingle du jeu (au-delà de l'énergie et des banques) une fois que l'environnement se sera amélioré, et quant au timing cette amélioration. Le fait de se repositionner trop tôt ou trop tard pourrait peser sur les performances. Par conséquent, nous restons

### Les marges ont baissé, mais restent supérieures à leurs moyennes de long terme



Source : Amundi Institute, DataStream, janvier 2023 Les marchés américains et européens sont représentés par les indices DataStream ci-dessus.

## ACTIONS

actifs et n'évoluons que progressivement en cherchant les entreprises susceptibles d'enregistrer une croissance de leurs bénéfices malgré un ralentissement de l'économie. Nous sommes positifs sur les banques, mais le risque de crédit reste un paramètre clé pour nous. Du point de vue des styles, nous **recherchons la qualité et les actions sous-évaluées, mais notons que les valeurs cycliques deviennent moins attractives après les récents rebonds. Nous évitons les valeurs de croissance non rentables et les actions sous-évaluées en détresse** et pensons que les secteurs des biens de consommation de base, des services aux collectivités et de l'immobilier ne sont pas attractifs.

## Actions émergentes

Les actions émergentes sont soutenues par une réouverture plus précoce que prévu de la Chine, ainsi que par des valorisations et des prévisions de bénéfices attractives. Toutefois, nous restons sélectifs compte tenu des tensions géopolitiques (guerre ukrainienne, Chine/Taiwan) et des faibles perspectives de croissance de certains pays. Nous devenons **constructifs à l'égard de la Chine** pour tirer parti du rebond induit par l'évolution de la politique anti-Covid et maintenons notre opinion positive sur le Brésil. Sur un plan sectoriel, nous sommes constructifs sur la consommation discrétionnaire et l'immobilier. Nous préférons également l'énergie aux matériaux, mais restons prudents sur les valeurs de la santé et des semi-conducteurs.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=	▼	La décélération de la croissance à court terme et son impact ultérieur sur les bénéfices et les marges, aujourd'hui très élevés, nous incitent à être très vigilants. Dans ce contexte, nous sommes très sélectifs, en nous concentrant sur les actions sous-évaluées, les dividendes et les titres de qualité, car les valorisations sont globalement en décalage avec les perspectives de bénéfices.
	Actions US Value	+		Nous continuons à observer une dispersion des valorisations entre les actions sous-évaluées et les valeurs de croissance, qui devrait jouer en faveur de la performance des premières. Toutefois, nous préférons combiner les actions sous-évaluées et les titres de qualité compte tenu du contexte de ralentissement de la croissance économique.
	Actions US Croissance	--	▼	Les valeurs de croissance et les méga-capitalisations chères affichent des valorisations qui contrastent avec le reste du marché et nous continuons à éviter ces segments. La hausse des taux directeurs et le ralentissement de l'inflation entraînent une hausse des taux réels, ce qui est négatif pour les valorisations des valeurs de croissance à durée plus longue.
	Europe	-/=	▲	Les crises de l'énergie et du coût de la vie déterminent largement les perspectives des actions européennes, car elles affectent directement la consommation finale et, partant, les bénéfices des entreprises. Malgré la baisse des prix du gaz et des valorisations attractives par rapport au passé, nous restons prudents en raison des inquiétudes sur les bénéfices et privilégions les entreprises présentant des bilans solides.
	Japon	-/=	▼	Nous pensons que la Banque du Japon devrait mettre fin à sa politique de taux négatifs, ce qui pourrait exercer des pressions haussières sur le yen et peser sur les exportations japonaises. Toutefois, la réouverture de la Chine devrait avoir un impact positif et nous préférons rester équilibrés.
	Chine	+	▲	La poursuite de la réouverture de l'économie devrait doper l'activité, tout comme l'environnement politique plus accommodant pour les entreprises du commerce en ligne. Nous restons légèrement optimistes et sélectifs (compte tenu des risques géopolitiques liés aux relations avec les États-Unis et Taïwan), et recherchons des thèses d'investissement à long terme susceptibles de générer des performances durables.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les marchés émergents devraient bénéficier d'une amélioration des valorisations et des perspectives de bénéfices, en particulier dans les pays aux finances solides. Toutefois, compte tenu de certains risques géopolitiques, nous pensons que le besoin de sélection est élevé. Dans ce contexte, nous sommes optimistes à l'égard du Brésil, tout en restant vigilants vis-à-vis des politiques du président Lula. Nous continuons de privilégier les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		La Fed reste préoccupée par l'inflation et ne veut pas que le marché interprète le ralentissement des hausses de taux comme un manque de détermination. En parallèle, les perspectives de croissance économique sont modérées. Nous conservons donc une position active sur la durée. Les TIPS semblent raisonnablement valorisés, en particulier sur les maturités intermédiaires.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous percevons un portage attractif et des bilans solides dans ce segment, mais nous ne pouvons exclure la possibilité d'une erreur politique qui pourrait causer un ralentissement plus marqué, ce qui pourrait finir par affecter les <i>spreads</i> . Par conséquent, nous restons très sélectifs et privilégions les valeurs financières par rapport à celles des secteurs non financiers ainsi que des valeurs connaissant des situations particulières.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Nous restons vigilants sur la liquidité et les perspectives de défaut qui devraient s'accroître cette année par rapport à l'année dernière. Cette situation, conjuguée à l'augmentation des coûts de financement et de main-d'œuvre à l'avenir et à la faiblesse de la croissance, nous incite à la prudence vis-à-vis du haut rendement.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=	▼	La BCE reste sur une trajectoire régulière de relèvement des taux, la maîtrise de l'inflation restant sa priorité, ce qui l'amène à maintenir les taux en territoire restrictif (et à entamer bientôt un resserrement quantitatif). Par conséquent, nous restons légèrement prudents, mais nous gérons activement cette position à mesure que nous évaluons la trajectoire de croissance économique de la région.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les valorisations sont attractives dans le segment IG européen, mais les tensions géopolitiques et la crise de l'énergie présentent des risques majeurs. Nous surveillons la manière dont les entreprises gèrent le ralentissement économique, leurs besoins de refinancement et l'évolution des risques de liquidité.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Nous anticipons une hausse de la volatilité des <i>spreads</i> en raison des inquiétudes concernant les taux de défaut et les flux de trésorerie, et du risque de détérioration des indicateurs opérationnels face à la hausse des coûts de financement. Nous restons donc défensifs.
	Govies Chine	=		La dette chinoise offre de solides avantages en termes de diversification pour les investisseurs internationaux, mais nous continuons de surveiller l'attitude légèrement accommodante de la Banque populaire de Chine dans un contexte de réouverture de l'économie.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La hausse des rendements mondiaux a renforcé l'attrait du portage sur la dette émergente, où les perspectives sont légèrement positives et où les valorisations des émissions en devises fortes sont attractives. Nous restons sélectifs concernant des pays comme le Brésil et surveillons les risques économiques et politiques propres à chaque pays, surtout s'ils ont connu des manifestations violentes ces derniers temps.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les devises émergentes, mais nous pensons que la classe d'actifs pourrait bénéficier d'un affaiblissement du dollar et d'une Fed moins agressive. En ce qui concerne les émissions en devise locale, nous voyons un potentiel d'amélioration de l'environnement cette année (par rapport à l'année dernière), mais pour l'instant, nous restons sélectifs et recherchons des opportunités dans les pays d'Europe centrale et orientale comme la Roumanie.
AUTRES	Matières premières			Les cours de l'or devraient selon nous augmenter, car la Fed ralentit ses hausses de taux et les marchés se concentrent désormais davantage sur la baisse de la croissance économique que sur la hausse des taux directeurs. Nous avons révisé notre objectif à 12 mois de 1 900 à 2 000 dollars l'once. Les cours du pétrole devraient être soutenus par la discipline de production de l'OPEP+ et ses faibles capacités inutilisées, ainsi que par la demande chinoise. En ce qui concerne les métaux de base, l'actualité positive liée à la réouverture de la Chine est déjà intégrée dans les cours et nous pourrions assister à un léger repli à court terme, mais les perspectives à long terme demeurent.
	Devises			La perspective d'un ralentissement des hausses de taux de la Fed (principal soutien au dollar), la croissance économique légèrement résiliente en dehors des États-Unis et l'activité économique intérieure plus faible que prévu nous rendent moins optimistes à l'égard du dollar.

### LÉGENDE



Source : Amundi, au lundi 30 janvier 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 contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

IG= obligations d'entreprises de qualité investissement (investment grade). HY= obligations d'entreprises à haut rendement (high yield). WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Policies  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 7 février 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 7 février 2023.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1143615555 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

### Directeurs de la publication

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

### Rédactrices en chef

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

### Contributeurs Amundi Institute

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

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

**CARULLA Pol**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**DHINGRA Ujjwal**, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

**BERGER Pia**, Spécialiste communication  
**PONCET Benoît**, Spécialiste communication

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

### Rédacteurs en chef adjoints

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

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de l'équipe Recherche Cross Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy  
**PRADHAN Mahmood**, Responsable macroéconomie  
**USARDI Annalisa**, Economiste Senior, CFA  
**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**NIALL Paula**, Spécialiste Investment Insights & Client Division