

Institute

Juin
2023

PERSPECTIVES DE MI-ANNÉE

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY ÉDITION SPÉCIALE

Un parcours difficile, mais qui
devrait offrir des points d'entrée

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Institute

“La pause des BC sera favorable aux obligations. À l’approche de 2024, il faudra réévaluer les perspectives d’inflation et de bénéfices pour identifier des points d’entrée sur les actions.”



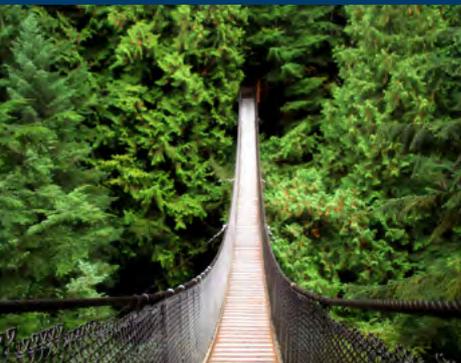
Vincent MORTIER
CIO Groupe

“Dans un contexte de faible visibilité économique, la qualité – qu’il s’agisse des actions ou des obligations – est la boussole qui permet de traverser cette phase d’incertitude.”



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

“Les émergents sont essentiels pour renforcer la diversification et le potentiel de performance à moyen terme, avec l’Asie en ligne de mire.”



Juin 2023

Sommaire



CONVICTIONS CLÉS POUR LE S2 2023 4

Convictions des CIO pour le S2 2023	4
Infographie - Thèmes d'investissement pour le S2 2023	6
L'incertitude concernant la croissance implique une allocation défensive	7
Infographie - Allocation d'actifs dynamique	9
Scénarios et risques	10



THÈMES MONDIAUX 11

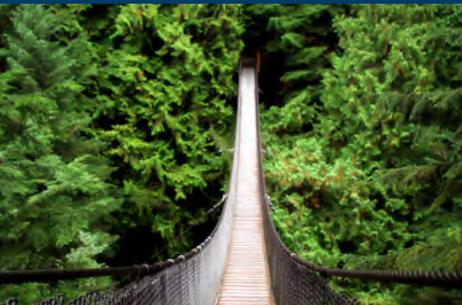
Les BC encore crédibles sur l'inflation	12
Infographie - Fragilités macro et vulnérabilités des marchés	13
L'Asie va attirer les flux de capitaux internationaux	14
Le S2 dominé par la relation Chine/É-U et la guerre Russie/Ukraine	15
La politique budgétaire pèsera sur la croissance du PIB dans l'UE	15



CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT 16

Allocation d'actifs Amundi	17
Actions des MD : accent sur la qualité, des points d'entrée en cas de correction	18
Obligations des MD : rester sur le crédit de qualité et les govies core au S2 2023	19
L'inflation mieux maîtrisée et la reprise des bénéfiques vont soutenir les actifs émergents	20
Le pétrole devrait se reprendre sur fond de tensions sur l'offre	22
Nouveau test cyclique pour l'hégémonie du dollar	22
L'alpha compense les mauvaises conditions du marché	23
Marchés privés : chercher les actifs résilients	23
Principaux thèmes de l'investissement Net Zéro	24

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES 25



Convictions des CIO pour le S2 2023



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

1. Trajectoire de croissance difficile et incertaine, point bas au S2 2023

Les répercussions différées du resserrement monétaire sur l'économie réelle entraîneront un nouveau ralentissement de la croissance avec des disparités : récession modérée aux États-Unis, croissance anémique en Europe mais davantage de résilience dans les économies émergentes. Avec des chiffres peu élevés en valeur absolue, tant du côté positif (Europe) que du côté négatif (États-Unis), les perspectives restent très incertaines.

2. Ralentissement progressif de l'inflation

L'inflation est orientée à la baisse, mais seulement de façon progressive, car l'inflation sous-jacente reste obstinément élevée. L'expérience des épisodes passés de forte inflation aux États-Unis suggère qu'il faut environ deux ans pour faire baisser de moitié l'inflation sous-jacente par rapport à son pic. Nous pensons qu'il en sera de même cette fois-ci.

3. Resserrement monétaire proche du pic, mais pas de baisses de taux rapides

Nous pensons que les taux de la Fed et de la BCE sont proches de leur pic cyclique mais nous ne prévoyons aucune baisse durant le reste de 2023. En effet, l'inflation reste supérieure à l'objectif des banques centrales et le ralentissement économique n'aura lieu que vers la fin de l'année.

4. L'avantage de croissance des ME se renforce, notamment concernant l'Asie

La croissance résiliente des marchés émergents (ME) creuse l'écart avec celle des marchés développés (MD). Nous pensons que l'Asie continuera d'attirer les flux d'investissement et qu'elle bénéficiera de la transition de la Chine et de l'Inde vers des modèles de croissance plus durables.

S1 2023 : bilan à mi-année

Économie et politique

Marchés financiers

Attendu

- **États-Unis - Pivote de la Fed** : reflux de l'inflation, mais inflation sous-jacente persistante. Poursuite du resserrement monétaire, quoique plus lent qu'en 2022. Pause de la Fed au T1-T2.
- **Europe - Crise énergétique** : faibles perspectives économiques.
- **Chine - Trajectoire de croissance** : portée par le marché intérieur et la réouverture.

- **Retour confirmé des obligations**, notamment des titres d'État et du crédit de qualité.
- Retour des **portefeuilles 60-40**.
- **Perspectives défavorables pour les actifs risqués**, points d'entrée au T1/T2 2023.
- **Préférence pour les actions des É-U** par rapport à celles des autres régions.
- Tendance baissière de l'USD.

Inattendu

- **États-Unis - Pivote de la Fed** : faillite de banques régionales aux É-U.
- **Europe - Crise énergétique** : stabilisation des prix à des niveaux plus bas. Récession évitée (diversification des approvisionnements).
- **Chine - Trajectoire de croissance** : réouverture plus précoce que prévu. Reprise modeste sur fond de difficultés dans l'immobilier.

- **Forte performance des marchés d'actions**, différences d'une région à l'autre : Actions japonaises et européennes, tech américaine, résistance des actifs des ME hors Chine.
- **Stabilité, dans l'ensemble, des spreads de crédit** malgré les tensions financières.
- **Repli des matières premières**, or excepté.

Source : Amundi Institute, au 13 juin 2023. MD : marchés développés, ME : marchés émergents, BC : banques centrales, Les thèmes économiques et politiques renvoient à nos [Perspectives d'investissement pour 2023](#).



“Les marchés sont à un tournant décisif, les banques centrales marquent une pause après le cycle de hausse le plus rapide depuis les années 80. La qualité est la boussole qui permet de traverser cette phase.”

5. Résilience des consommateurs américains : une variable clé à surveiller

Jusqu'à présent, la forte demande a permis aux entreprises de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs, mais les conditions devraient devenir moins favorables. L'épargne excédentaire va s'épuiser et le durcissement des conditions de prêt assombrit les perspectives de la consommation. Nous anticipons une détérioration des CA et des BPA aux États-Unis.

6. La conjoncture invite à la prudence au début du S2

Les perspectives macroéconomiques incertaines et la faible croissance des bénéfices des entreprises incitent à des allocations prudentes, car le potentiel de hausse est incertain et les risques de baisse sont importants, alors que les valorisations des actifs risqués sont élevées. La saison de publication des résultats cet été pourrait apporter un éclairage sur la capacité de résistance des entreprises. Une pause de la Fed, un tassement de l'inflation et une reprise des bénéfices devraient permettre d'entamer une phase de fin de cycle, plus favorable aux marchés d'actions, vers la fin de l'année.

7. Pic des taux : favorable aux obligations (souveraines et crédit de qualité)

Le retour des obligations est le principal thème d'investissement de 2023. La modération de l'inflation, le ralentissement de la croissance et la pause de la Fed soutiendront le crédit mondial de qualité, tandis que le besoin de protection contre l'inflation restera d'actualité. Les investisseurs doivent rester prudents sur le haut rendement et attentifs au risque de liquidité et à l'endettement des entreprises.

8. Actions : privilégier la qualité, regarder au-delà des méga-capitalisations et renforcer les positions cycliques

Le risque de concentration est élevé, car la hausse des actions américaines n'est due qu'à une poignée de valeurs. Les opportunités se trouvent désormais du côté de la qualité. Il faut rechercher les entreprises dont les bénéfices sont résilients et descendre vers les capitalisations de plus petite taille afin d'éviter les valorisations excessives. Plus tard dans l'année, la transition vers une fin de cycle pourrait favoriser les marchés cycliques, notamment l'Europe.

9. Jouer l'avantage de croissance des ME via les actions et les obligations

Les valorisations attractives, la fin du resserrement de la Fed et une possible dépréciation du dollar sont de bon augure pour les actifs des ME. La sélection reste primordiale, car les conditions économiques sont fragiles dans certaines régions et les perspectives d'inflation et de politique monétaire sont mitigées.

10. L'allocation aux secteurs résistants à l'inflation reste une priorité

L'inflation reste supérieure à la normale et implique de rechercher des sources de diversification supplémentaires telles que les marchés privés (en particulier les infrastructures) et les hedge funds (global macro). Il sera essentiel de tenir compte de la tendance de l'inflation pour recentrer l'allocation sectorielle sur des segments de marché plus résistants.

0

Baisses de taux de la Fed et de la BCE anticipées au S2.

Prévision d'Amundi Institute

4,2%

Inflation annuelle aux États-Unis, moyenne de 2023 (IPC, a/a).

Prévision d'Amundi Institute

3,3%

Anticipation de l'écart entre la croissance du PIB réel des ME et celle des MD en 2023 (4,2 % ME vs 0,9 % MD)

Prévision d'Amundi Institute

20%

Probabilité d'une récession des bénéfices plus importante au S2 2023.

Prévision d'Amundi Institute

Thèmes d'investissement pour le S2 2023

Obligations et cash en vedette

Dans un contexte de ralentissement économique et de taux au plus haut depuis des décennies, il faut privilégier les obligations – avec un accent sur la qualité – et le cash.

Actions : recherche de la qualité

La persistance de l'inflation élevée et la détérioration de la croissance vont peser sur la rentabilité des entreprises. La qualité sera déterminante dans la quête de résilience.

ME : de l'Ouest vers l'Est

Les investisseurs ont intérêt à s'exposer à l'Asie, afin de bénéficier de son avantage de croissance (environ 70 % de la croissance mondiale devrait provenir d'Asie cette année).

Allocation dynamique résistante à l'inflation

L'incertitude sur la croissance et l'inflation, ainsi que les écarts de valorisation, offrent des opportunités dans le cadre d'une approche dynamique de l'allocation.

Principaux thèmes ESG

Evaluer la trajectoire « Net Zero » et son impact sur les investissements devient une priorité. D'autres thèmes, tels que l'autonomie stratégique et la sécurité alimentaire, progressent aussi.

Séquence à suivre



	S1 2023	S2 2023
Priorité aux obligations et au cash	<ul style="list-style-type: none"> ■ Préférence pour la durée américaine plutôt qu'européenne, le cycle de resserrement étant plus avancé aux États-Unis. ■ Accent mis sur le crédit mondial. ■ Prudence accrue sur le HY. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Cash, obligations d'État américaines. ■ Crédit mondial avec un accent sur la qualité, prudence sur le HY. ■ Obligations des ME en devise forte et recherche de points d'entrée sur les obligations des ME en devise locale.
Marchés d'actions : recherche de la qualité	<ul style="list-style-type: none"> ■ Miser sur la qualité, la value et les dividendes élevés. ■ Prudence accrue vis-à-vis des actions américaines, en particulier des méga-capitalisations. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Recherche de la qualité tant au niveau mondial que dans chaque région.
Marchés émergents : de l'Ouest vers l'Est	<ul style="list-style-type: none"> ■ Début de positionnement sur les actions chinoises afin de tirer parti de la réouverture du pays. ■ Renforcement des positions en obligations des ME à partir du T2. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Renforcement de l'exposition aux ME : la pause de la Fed devrait soutenir les devises. ■ Dans une perspective de moyen terme, construction d'une allocation dédiée aux actifs asiatiques, en particulier à la Chine et à l'Inde.
Allocation dynamique résistante à l'inflation	<ul style="list-style-type: none"> ■ Approche dynamique de l'allocation pour exploiter les opportunités créées par l'évolution du contexte économique, en privilégiant les actifs et les secteurs les plus résistants à l'inflation. 	
Principaux thèmes ESG	<ul style="list-style-type: none"> ■ Recherche de facteurs d'amélioration ESG, construction de portefeuilles Net Zéro et positionnement sur les thèmes du changement climatique et les thèmes sociaux. 	

Source : Amundi Institute, au 1^{er} juin 2023.



L'incertitude concernant la croissance implique une allocation défensive



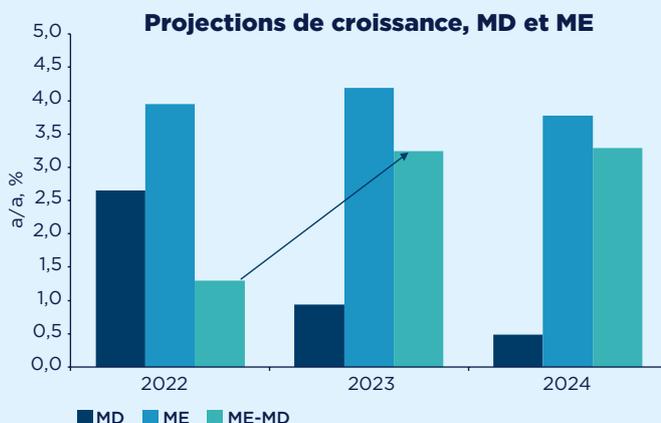
Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Institute

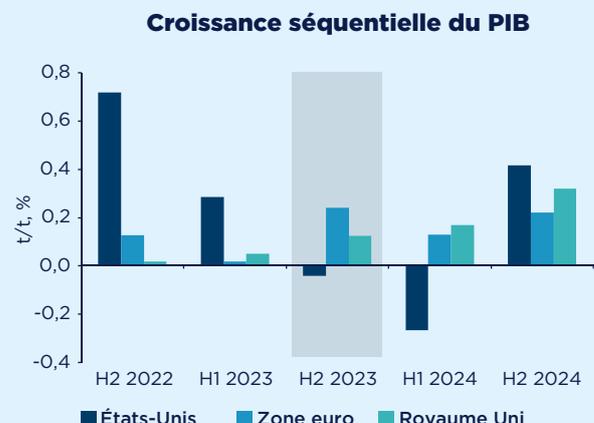
“ Il faut maintenir une attitude défensive et rechercher des points d'entrée en regardant au-delà du ralentissement cyclique. ”

La résilience économique et l'ajustement plus fluide que prévu des chaînes d'approvisionnement (**mondialisation transformatrice**) dans les marchés développés (MD) comme émergents (ME) nous ont amenés à relever nos prévisions à court terme, **malgré un contexte mondial peu favorable**. Nous voyons le PIB mondial croître de 2,9 % en 2023. Les MD devraient moins ralentir que prévu, à 0,9 % contre 2,7 % en 2022, tandis que la croissance des ME devrait atteindre 4,2 %, creusant l'écart avec les MD. Cependant, l'inflation élevée, les politiques restrictives et les tensions géopolitiques nous font anticiper une **croissance mondiale globalement faible en 2023**. Les perspectives sont contrastées entre régions et pays, en particulier là où les révisions en hausse reflètent une meilleure dynamique de court terme plutôt que de long terme. Le resserrement monétaire est proche de son pic, mais ses effets se feront encore sentir. Il faut donc surveiller la liquidité. Les BC resteront longtemps restrictives. Elles interviennent sur deux fronts : les taux (contre l'inflation) et des bilans toujours importants (pour préserver la croissance et la stabilité). **En Europe, la croissance devrait être anémique**. L'inflation élevée et les conditions de crédit restrictives pèseront sur les dépenses des ménages et des entreprises. Malgré une croissance inférieure au potentiel, l'inflation restera supérieure à l'objectif jusqu'à mi-2024. **Une légère récession est probable aux États-Unis à partir du T4 2023**, du fait des conditions de crédit plus difficiles, suite aux tensions bancaires, et de la transmission du resserrement monétaire à l'économie. L'inflation américaine devrait rester supérieure à l'objectif durant l'année.

Dans les **ME**, la dynamique est globalement fragile mais résiliente. Le soutien budgétaire prend le pas sur le soutien monétaire, la plupart des mesures visant à protéger les consommateurs contre l'inflation n'ayant pas encore été supprimées. La politique monétaire devrait être stable, voire plus accommodante, au S2 2023. En **Chine**, nous prévoyons une **croissance du PIB** de 5,7 % en 2023, des faiblesses s'étant révélées en mai. Les conditions économiques des ME restent globalement fragiles, l'essentiel de la vigueur s'étant concentré au début du T1 2023.

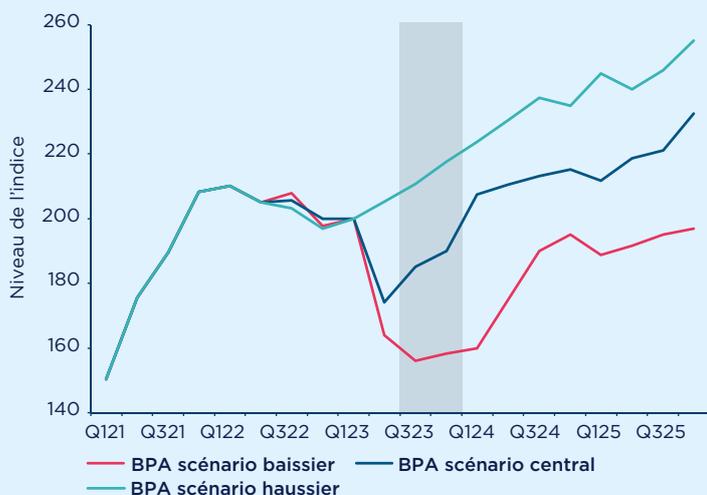


Source : Amundi Institute. Données et prévisions au mardi 13 juin 2023.



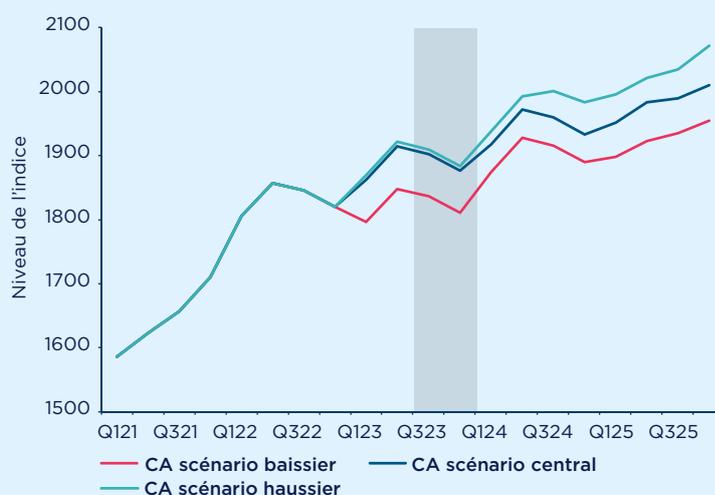
Source : Amundi Institute, Datastream, Bloomberg. Données au 13 juin 2023, Prévisions d'Amundi Institute au 13 juin 2023. Les données correspondent à la croissance moyenne t/t non annualisée.

**BPA d'exploitation du S&P 500 -
scénario central et scénarios alternatifs**



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 31 mai 2023.

**CA du S&P 500 -
scénario central et scénarios alternatifs**



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 31 mai 2023.

Une allocation défensive est préférable en phase de correction

Au vu des perspectives économiques, **la phase actuelle de correction** sur les marchés financiers devrait continuer jusqu'à la fin de l'année – selon l'*Advanced Investment Phazer* d'Amundi Institute (voir page suivante) – avec une conviction renforcée du fait de la détérioration des conditions économiques aux États-Unis et de la récession des bénéfices qui n'a pas encore atteint son point bas. Les marchés sont restés dynamiques grâce aux bénéfices du T1. Les entreprises ont réussi à répercuter la hausse de leurs coûts sur les consommateurs dans un contexte de forte demande, **mais cela sera plus difficile au T2/T3** compte tenu de la dégradation des perspectives de la consommation. Nous anticipons une détérioration des CA et des BPA aux États-Unis à mesure qu'une légère récession se concrétisera. Les deux prochaines saisons de résultats trimestriels pourraient entraîner une correction du marché, fournissant des points d'entrée sur les actions. En termes de régimes d'inflation, d'après l'*Inflation Phazer* d'Amundi Institute, le S1 2023 a vu la transition du **régime d'hyperinflation** de 2022 vers un régime **inflationniste** plus clément (soit une hausse des prix comprise entre 3 et 6 % sur 12 mois). Pour le **S2 2023**, la combinaison du resserrement monétaire, de la baisse des prix des matières premières et de l'affaiblissement de la demande devrait favoriser la **poursuite de la décélération des prix**, surtout concernant l'inflation globale. Toutefois, le retour à un régime **d'inflation normale** – une hausse des prix de 2 à 3 % sur 12 mois – **reste incertain**, car l'inflation sous-jacente persiste et devrait se maintenir au-dessus des objectifs des BC.

L'**allocation d'actifs** doit alors adopter une **approche défensive**, l'**or et la duration figurant parmi les classes d'actifs à privilégier**, tandis que la prudence reste de mise sur les actifs risqués. Concernant 2024, une reprise progressive de l'économie au S1 devient de plus en plus probable. Toutefois, il est trop tôt pour envisager une remontée généralisée de l'appétit pour le risque, la visibilité restant faible sur l'impact cumulé du resserrement des conditions financières suite aux hausses de taux de la Fed. **Une modération des pressions inflationnistes devrait rendre les valorisations actuelles plus soutenables**. Les risques haussiers pourraient provenir d'un scénario macroéconomique moins défavorable que prévu, remettant en cause la récession des bénéfices. Les marges bénéficieraient alors d'une normalisation des prix à la production et du coût de la main-d'œuvre, ainsi que de l'affaiblissement du dollar. Les risques baissiers sont principalement liés à un possible incident de crédit et à ses répercussions sur les entreprises et l'économie en général.



Francesco SANDRINI
Responsable des Stratégies
Multi-Asset

“La croissance faible et l'inflation élevée invitent à la prudence. L'or et les obligations d'État sont préférables aux actifs risqués au S2. À l'horizon 2024, l'amélioration des perspectives de bénéfices pourrait ouvrir de nouvelles perspectives pour les actifs risqués.”



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

L'allocation d'actifs dynamique appelle à un démarrage prudent avant de renforcer les actions



Lorenzo PORTELLI
Directeur Stratégie
Cross Asset -
Amundi Institute

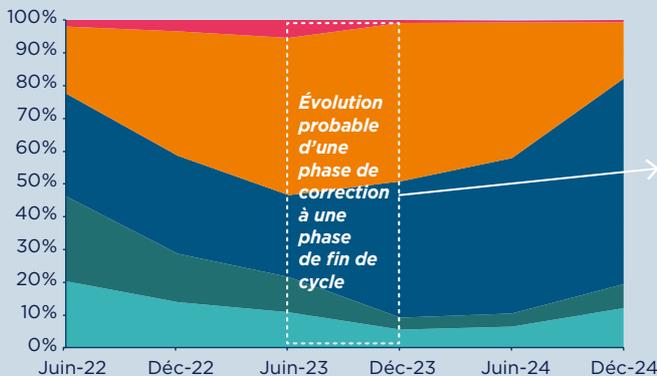
L'allocation d'actifs dynamique d'Amundi Institute vise à déterminer l'allocation optimale à moyen terme (6 mois à 3 ans) en analysant :

- **Le contexte économique** : identifier les classes d'actifs dont les performances passées laissent penser qu'elles sont adaptées aux régimes financiers et d'inflation anticipés*.
- **Les valorisations top-down** : ce que les marchés prennent en compte ou non. Cette analyse est essentielle pour affiner l'allocation découlant du contexte économique.

D'après les modèles d'évaluation du contexte économique d'Amundi Institute (*Advanced Investment Phazer* et *Inflation Phazer*), nous passerons progressivement, au S2 2023, d'une phase de probable correction à un scénario de fin de cycle, tandis que les pressions inflationnistes devraient persister, bien que plus modérées qu'au S1 2023. Il convient donc d'adopter dans un premier temps une attitude prudente en matière d'allocation, en particulier sur les actions, dont les valorisations globales ne sont pas très favorables. Une fois que les marchés auront corrigé une partie de cette survalorisation, ou si l'économie évolue vers une fin de cycle plus rapidement, des opportunités se présenteront pour renforcer de nouveau l'exposition aux actifs risqués.

Évaluation du contexte économique

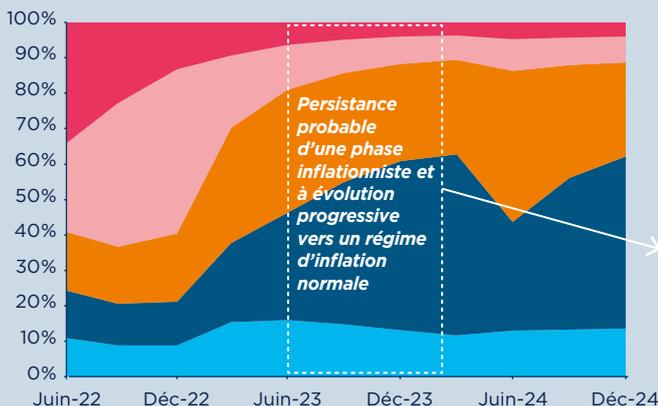
Advanced Investment Phazer (probabilité des régimes financiers) : Le modèle distingue cinq phases à partir des variables macro-financières et détermine les probabilités de leur occurrence. Pour chaque phase, le modèle établit les classes d'actifs à privilégier et l'allocation optimale.



Phases, marchés et implications pour l'allocation

Contraction	<ul style="list-style-type: none"> Actifs risqués peu attractifs, Privilégier : govies, or, cash.
Correction	<ul style="list-style-type: none"> Baisse des actions mondiales et hausse de la volatilité, Privilégier : govies, or, crédit IG.
Fin de cycle	<ul style="list-style-type: none"> Priorité aux actifs risqués de grande qualité, Privilégier : actions MD, crédit de qualité.
Reprise	<ul style="list-style-type: none"> Les actifs risqués sont les plus attractifs, Privilégier : actifs ME, titres cycliques MD.
Reflation des actifs	<ul style="list-style-type: none"> Volatilité faible, hausse des actifs (hors cash), Privilégier : les actions et le crédit mondial.

Inflation Phazer (probabilité des régimes d'inflation) : Le modèle distingue cinq phases à partir des indicateurs clés de l'inflation et détermine les probabilités d'occurrence de chacune. Une forte probabilité de phases inflationnistes entraînera une évolution de l'allocation vers les classes d'actifs et les secteurs les plus résistants à l'inflation.



Régimes d'inflation selon l'IPC global et le PCE sous-jacent (a/a)

Récession hyperinflationniste	IPC >10 % - PCE sous-jacent >8 %
Reprise hyperinflationniste	6 % < IPC >10 % - 6 % < PCE sous-jacent < 8 %
Inflationniste	3 % < IPC < 6 % - 3 % < PCE sous-jacent < 6 %
Normal	2 % < IPC < 3 % - 2 % < PCE sous-jacent < 3 %
Déflationniste	IPC < 2 % - PCE sous-jacent < 2 %

Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 1er juin 2023. À titre d'illustration uniquement. *Pour en savoir plus : Advanced Investment Phazer, un guide de l'allocation dynamique.

Scénario central et scénarios alternatifs

SCÉNARIO BAISSIER

Prob. 20%

La crise financière déclenche une récession mondiale

- Aggravation de la guerre en Ukraine; commerce des matières premières perturbé.
- Escalade protectionniste.

SCÉNARIO CENTRAL

Prob. 70%

Pressions stagflationnistes persistantes

- Risque d'escalade du conflit ukrainien à court terme. Désescalade probable fin 2023-début 2024.
- Tensions États-Unis/Chine, protectionnisme. L'OPEC+ impose un plancher aux prix du pétrole.

SCÉNARIO HAUSSIER

Prob. 10%

Résilience économique

- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.
- Baisse des prix de l'énergie ou de l'alimentation.



- Inflation persistante, resserrement des conditions financières.
- Hausse supplémentaire des taux des BC. Stress financier.
- Deux scénarios avec des trajectoires différentes pour les taux directeurs :
1 - **Récession modérée** : les risques d'inflation prévalent.
2 - **Récession forte** : baisses de taux dès le S2 2023.

- L'inflation ralentit et l'inflation sous-jacente se rapproche de l'objectif d'ici fin 2024.
- BC des MD proches du pic, mais pas de baisse de taux en 2023.
- Taux des *Fed funds* ramené à 3 % d'ici fin 2024 (-225 pb), BCE : pas de baisse des taux avant la fin du T1 2024.
- Politiques monétaires hétérogènes dans les ME : pic des taux déjà atteints dans de nombreux pays.
- Resserrement budgétaire dans l'UE, impulsion budgétaire américaine négative sur deux ans. Marge budgétaire limitée dans les ME.

- Statu quo des BC, taux directeurs plus élevés pour plus longtemps.

- Risque plus élevé de récession (croissance mondiale inférieure à 2 %).

- Faible croissance mondiale (PIB < 3 %) et divergences : croissance anémique en Europe, légère récession américaine, rebond chinois.
- Durcissement des conditions de crédit : impact sur l'activité économique des MD au S2 2023.
- Croissance 2024 < au potentiel dans les MD.
- Écart de croissance favorable aux ME en 2024, mais sans creusement supplémentaire.

- En cas de forte désinflation cyclique, retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024.
- Scénario de type FMI ou BCE.

- Report des mesures pour le climat. Dégâts sur les chaînes d'approvisionnement.

- Report des mesures pour le climat. Les chaînes d'approvisionnement sont de plus en plus impactées par des événements climatiques.

- Priorité donnée aux politiques climatiques.

Risques pour le scénario central

	ÉLEVÉE	PROBABILITÉ			BASSE
	25%	20%	20%	20%	10%
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Risque économique : récession plus profonde des bénéfiques (É-U/Europe)	Pressions stagflationnistes persistantes (É-U/Europe)	Risques macro financiers suite au durcissement des conditions de crédit et de liquidité	« Shutdown » du gouvernement américain**
+	Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole	Positif pour le cash, le JPY, l'or, la qualité vs croissance, les défensives vs cycliques.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.	Positif pour les bons du Trésor des É,-U, et l'or.	Positif pour l'EUR, le JPY, le CHF et le Bund.
-	Négatif pour le crédit, les actions et les ME	Négatif pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises MD et les actifs ME.	Négatif pour le crédit.	Négatif pour les bons du Trésor et les actions des É-U, et pour les actifs risqués.

Source : Amundi Institute, au 16 juin 2023. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. EUR : Euro. CHF : franc suisse. JPY : yen japonais. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. **Malgré l'accord sur le plafond de la dette, le Congrès doit encore adopter un budget pour l'exercice 2024, qui commence le 1er octobre. Les négociations sur le budget devraient être tendues et la possibilité de « shutdown » à une date ultérieure ne peut être exclue. Sinon, la politique budgétaire pourrait devenir plus restrictive que prévu.



THÈMES MONDIAUX



Les BC encore crédibles sur l'inflation



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie -
Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA

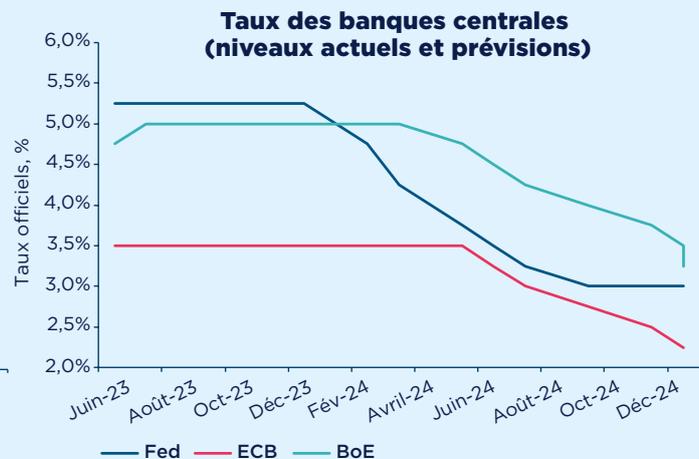
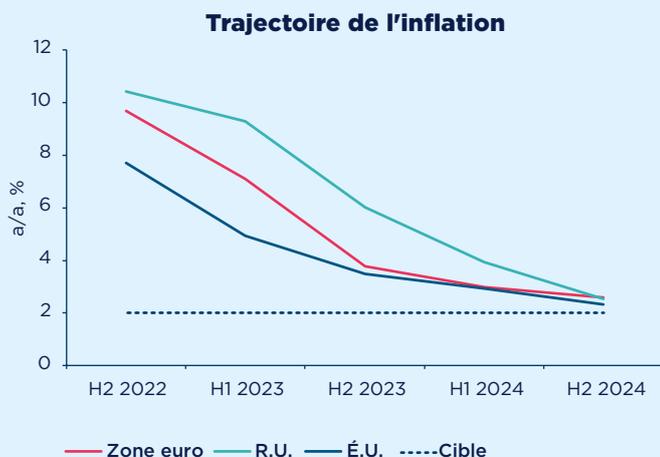
Économiste senior -
Amundi Institute

Les BC sont face à un dilemme. Le resserrement monétaire considérable a réduit l'inflation globale, mais la baisse de l'inflation sous-jacente peine à s'affirmer, tant en Europe qu'aux États-Unis. Même si l'inflation reste bien supérieure aux objectifs des BC, les marchés estiment que les taux directeurs sont proches de leur pic. Les BC ayant conservé leur crédibilité, **les anticipations d'inflation restent ancrées**, selon la majorité des indicateurs.

Les risques de nouvelle accélération de l'inflation semblent limités, d'autant que les BC devraient maintenir des politiques monétaires restrictives pendant une période prolongée. D'après l'expérience passée des économies avancées, **les boucles prix-salaires ne se produisent pas lorsque la politique monétaire reste focalisée sur les objectifs d'inflation**. Nous prévoyons également une décélération des salaires à mesure que la croissance ralentira et que les pressions sur le marché du travail diminueront, comme c'est actuellement le cas aux États-Unis. Dans la zone euro, où les salaires ont accéléré plus tardivement, avec de fortes différences entre pays, il faudra peut-être plus de temps pour que leur hausse se modère mais, là aussi, la détérioration de l'environnement économique devrait prévenir toute hausse significative des salaires réels. Notre perception des anticipations du marché va dans le même sens.

Les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises ont été plus volatiles. Celles des ménages se sont récemment redressées. Les entreprises, après avoir abrupement revu à la hausse leurs anticipations de court terme l'année dernière, ont progressivement fait un mouvement inverse, même si leurs anticipations d'inflation restent au-dessus des niveaux moyens d'avant-Covid.

L'expérience des épisodes antérieurs de forte inflation aux États-Unis indique qu'il **faudra environ deux ans pour faire baisser de moitié l'inflation sous-jacente par rapport à son pic**. Nos prévisions pour la période actuelle vont dans le même sens. En Europe, les effets de base favorables sur l'énergie et la baisse des prix alimentaires réduiront l'inflation globale plus rapidement que l'inflation sous-jacente. Le ralentissement économique à court terme réduira le pouvoir de fixation des prix des entreprises et, avec la normalisation des chaînes d'approvisionnement, contribuera à faire converger l'inflation sous-jacente et l'inflation globale d'ici fin 2024.

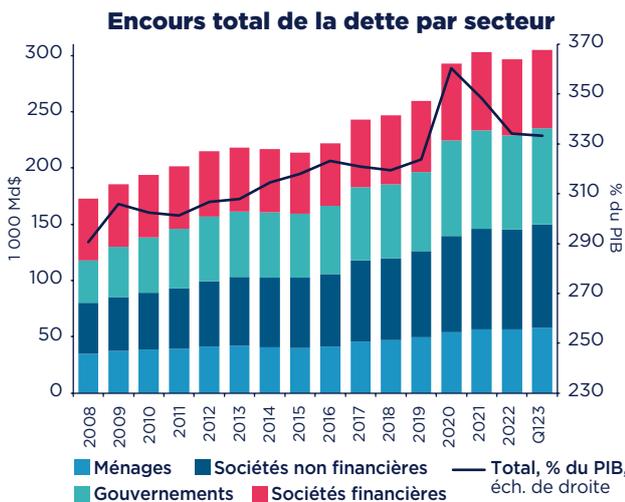


Source : Amundi Institute, Bloomberg, Données au 13 juin 2023. Prévisions d'Amundi Institute au 13 juin 2023.

Fragilités macro

Un monde saturé de dette

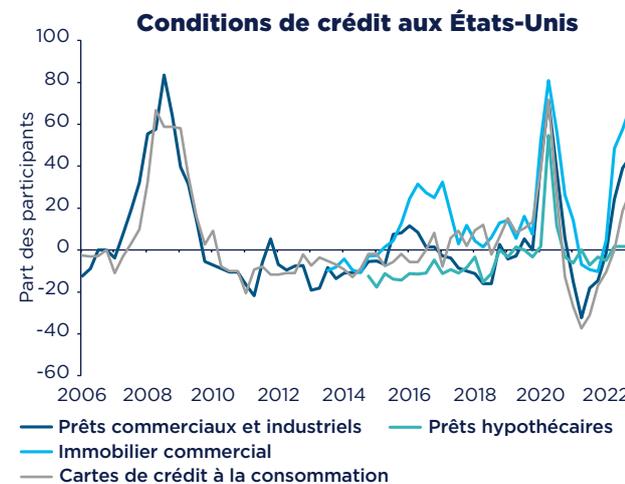
La dette mondiale a atteint un record de 300 000 mds \$ au T1 2023, soit 333 % du PIB. L'endettement élevé pourrait limiter le soutien budgétaire en cas de forte récession, fragilisant les perspectives économiques.



Source : analyse Amundi Institute de données IIF au 31 mars 2023. Note : L'encours total de dette correspond à la somme de la dette publique, de la dette des ménages, de la dette du secteur financier et de la dette des entreprises non financières.

Durcissement des conditions de crédit

Les conditions de crédit se sont resserrées, les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages ayant augmenté, freinant l'activité économique.

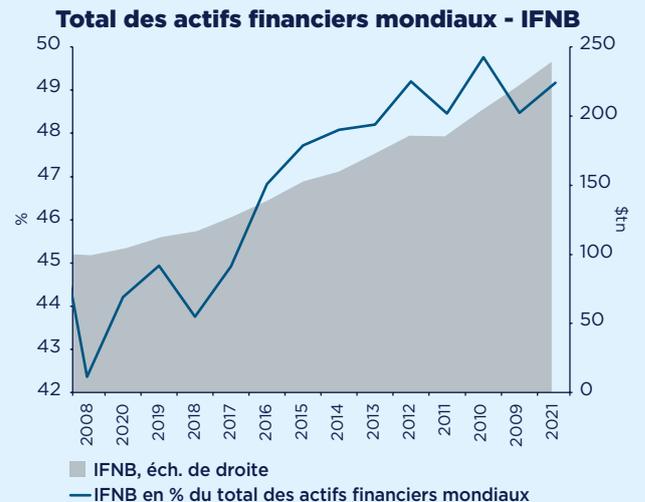


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 29 mai 2023. C&I : prêts commerciaux et industriels ; IC : Immobilier commercial. Les indices se fondent sur des enquêtes. Les pourcentages correspondent au résultat net des conditions appliquées par les sondés au niveau national. Ils sont calculés en faisant la différence entre la part des participants ayant donné une réponse favorable et celle ayant donné une réponse défavorable.

Vulnérabilités des marchés

Essor du shadow banking

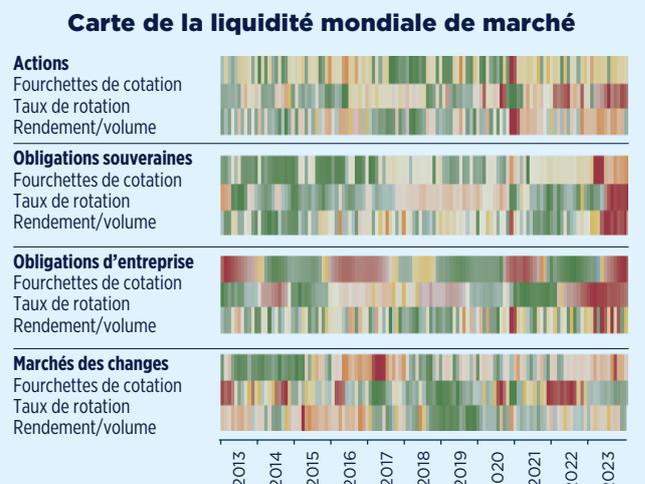
Un risque important est la progression du *shadow banking* (intermédiation financière non bancaire), qui pourrait menacer la stabilité du système financier, car elle est moins réglementée et peut intégrer des risques cachés.



Source : Amundi Institute sur la base d'estimations officielles 2022 (bilans sectoriels nationaux et autres) et 2021 pour la Russie ; calculs du CSF. Données au 29 mai 2023. IFNB : intermédiation financière non bancaire.

Dégradation de la liquidité sur certains marchés

Compte tenu de la rapidité du durcissement monétaire, certains marchés financiers clés sont confrontés à une détérioration des conditions de liquidité.



Source : Amundi Institute à partir de sources du FMI : Bloomberg Finance L.P., JPMorgan Big Data and AI Strategies, JPMorgan Chase & Co, Market Axess, Refinitiv Datastream et calculs des services du FMI. Les cellules rouges (vertes) représentent les niveaux de liquidité les plus bas (les plus élevés). Données au 31 mai 2023.



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

“À long terme, nous anticipons une détérioration structurelle, régulière et contrôlée des relations Chine/États-Unis, une intégration régionale croissante et une évolution de la Chine et de l’Inde vers des modèles de croissance plus durables faisant de l’Asie une région attractive pour les investisseurs étrangers.”



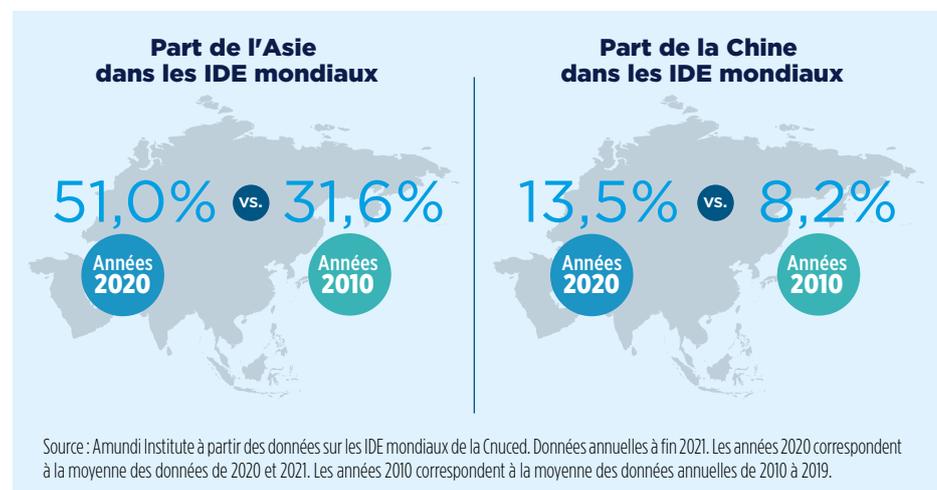
L’Asie va attirer les flux de capitaux internationaux

Malgré l’intensification des tensions géopolitiques, les investissements directs étrangers (IDE) en Chine et en Asie ont régulièrement progressé ces dernières années, poursuivant une tendance amorcée il y a plus de vingt ans. **En 2021, l’Asie a attiré 43,6 % des IDE mondiaux et la Chine, à elle seule, 11,4 %. La région est attractive pour les investisseurs étrangers** en raison de la taille de son marché, des coûts de la main-d’œuvre et d’un bon environnement d’affaires renforcé par des politiques publiques incluant des incitations fiscales, la rationalisation de la réglementation et le développement d’infrastructures. Si cette tendance se retrouve dans l’ensemble de la région, l’Inde, l’Indonésie, le Vietnam et la Malaisie attirant d’importants volumes d’IDE, la Chine en reste le principal bénéficiaire.

À long terme, le rôle de plus en plus important des technologies numériques et l’intégration croissante des économies régionales par le biais d’initiatives telles que le programme « la Ceinture et la Route » - focalisé de plus en plus vers les voisins de la Chine, tant au Sud qu’à l’Ouest - et le « Partenariat Économique Régional Global » devrait soutenir les IDE. Toutefois, les niveaux de développement, les cadres réglementaires et les infrastructures de la région restent hétérogènes, ce qui rend difficile le cheminement vers une intégration plus poussée.

À court terme, en Chine, des signes préliminaires d’incertitude au T2, concernant la confiance des consommateurs et le marché du logement, ont suscité des craintes quant à la trajectoire de croissance du pays. Nos prévisions (croissance du PIB attendue à 5,7 % en 2023) intègrent une reprise modeste et dépendent de l’évolution des ventes de logements dans les petites villes, de la demande de construction, du chômage des jeunes et de la consommation. À ce stade, il est peu probable que les autorités réagissent par des mesures d’assouplissement de grande ampleur, telles qu’une baisse des taux directeurs ou une forte relance budgétaire. L’économie devrait rester sur une trajectoire haussière modérée et, dans le pire des cas, la croissance du PIB réel en 2023 pourrait atteindre l’objectif de 5,0 % fixé par le gouvernement. Toutefois, **cette tendance à court terme doit être considérée comme faisant partie des changements structurels nécessaires à l’émergence d’un modèle de croissance plus durable.**

La croissance de l’Inde devrait également ralentir à court terme, pour s’établir aux environs du potentiel pour l’exercice 2024 (5,5 % sur 12 mois), après un très fort rebond post-pandémie, tandis qu’à plus long terme le modèle de croissance du pays devrait devenir plus durable grâce à des investissements axés sur des secteurs d’avenir, tels que les semi-conducteurs, les véhicules électriques et l’énergie renouvelable.



THÈMES MONDIAUX



Le S2 dominé par la relation Chine/É-U et le conflit ukrainien



Anna ROSENBERG
Responsable
Géopolitique -
Amundi Institute

Au S2, l'actualité géopolitique devrait être dominée par les tensions entre les États-Unis et la Chine et par le conflit en Ukraine. Le réalignement géopolitique actuel va évoluer, les pays tiers devenant des acteurs de plus en plus importants. Les risques immédiats incluent une possible attaque surprise d'Israël contre l'infrastructure nucléaire iranienne et les élections à Taiwan en janvier. Concernant la **guerre en Ukraine**, tous les regards sont fixés sur la contre-offensive ukrainienne qui devrait avoir lieu au cours de l'été et au début de l'automne. En fonction de la situation sur le champ de bataille et de l'évolution des discussions en cours, **une fenêtre de négociation** pourrait s'ouvrir à l'automne. Sur le front des tensions sino-américaines, un changement significatif est intervenu, la Chine ayant abandonné sa stratégie consistant à « cacher sa force et attendre son heure » pour s'affirmer comme un acteur déterminé sur la scène mondiale. Cette évolution, associée à la dynamique de la politique américaine, signifie que **les relations États-Unis/Chine devraient rester sur une trajectoire descendante au cours des années à venir**. Cette détérioration régulière et contrôlée n'exclut pas des embellies temporaires. Ainsi, le reste de 2023 devrait être relativement calme, avec des rencontres de haut niveau entre les deux parties. Alors que les États-Unis intensifieront la pression sur les pays du G7 pour qu'ils s'alignent sur leur politique vis-à-vis de la Chine, de nombreux pays du Sud devraient maintenir leur non-alignement et tirer parti de leur position pour obtenir des avantages de la part des États-Unis, de l'UE, de la Chine et de la Russie. Côté positif, le S2 2023 devrait voir une **nouvelle amélioration des relations UE/Royaume-Uni**, ainsi que des progrès en matière de diversification économique, grâce à l'avancée de l'accord commercial Mercosur entre l'UE et certains pays d'Amérique latine. Les élections espagnoles de juillet et les élections européennes prévues en mai sont également à surveiller.

“La Chine a abandonné sa stratégie du « cacher sa force et attendre son heure » et s'affirme comme un acteur déterminé.”

THÈMES MONDIAUX



La politique budgétaire pèsera sur la croissance dans l'UE



Didier BOROWSKI
Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

La Commission européenne a présenté ses propositions législatives. L'objectif de la nouvelle gouvernance budgétaire est de renforcer la viabilité de la dette publique et de promouvoir une croissance durable et inclusive par le biais de réformes et d'investissements. Les seuils de référence de 3 % (déficit) et 60 % (dette) du PIB restent inchangés, mais la **nouvelle gouvernance** tient compte du fait que les États membres **sont confrontés à des défis budgétaires distincts**. De plus, les règles ont été simplifiées : le seul indicateur opérationnel de la trajectoire d'ajustement budgétaire sera le volume des dépenses sur plusieurs années.

La Commission a fait d'importantes concessions à l'Allemagne : un ajustement budgétaire minimum

de 0,5 % du PIB par an devra être réalisé tant que le déficit dépassera 3 % du PIB et les investissements verts ne seront pas traités séparément.

À court terme, la suppression des mesures de relance introduites en 2022 pèsera sur la croissance. Il est difficile d'évaluer l'impact à venir de cette nouvelle discipline sur le resserrement budgétaire. Le dilemme est le suivant : soit les États membres donnent la priorité à l'investissement – en réduisant les dépenses courantes – soit les impôts sont augmentés, ce qui ne plaira pas à tout le monde. Autre possibilité : sacrifier les investissements verts sur l'autel de la discipline budgétaire, ce qui serait contre-productif.

Le temps presse, les élections européennes ayant lieu en mai 2024. Ces points techniques clés sont encore en cours de discussion. Un accord du Conseil de l'UE est possible avant la fin de l'année, mais encore loin d'être acquis.

“Les pays de l'UE sont confrontés à un dilemme : augmenter les investissements verts tout en respectant les nouvelles règles.”



CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT

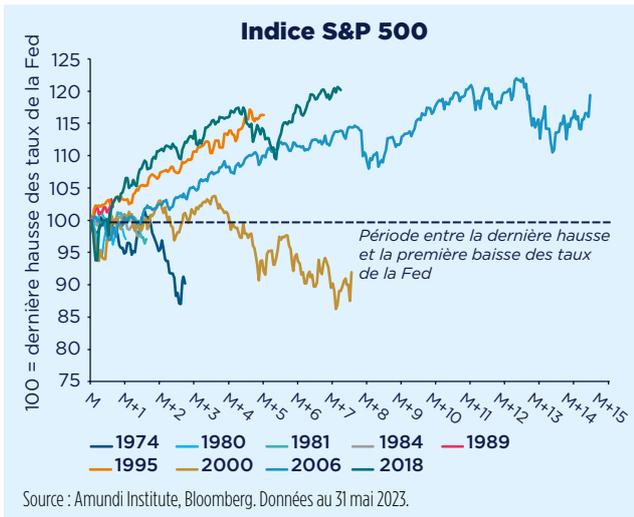
Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Position à juin 2023	Evolution du positionnement, S2 2023	
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-	=	Point bas
	Actions US Value	+	+	Point bas
	Actions US Croissance	--	-	Stable
	Europe	-/=	=	Stable
	Japon	=	=	Amélioration
	Chine	+	+	Stable
	ME hors Chine	=	=/+	Improving
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+	=/+	Stable
	Oblig, d'entreprises américaines IG	=/+	=/+	Stable
	Oblig, d'entreprises américaines HY	-	--	Détérioration
	Govies Europe (core)	-/=	=	Amélioration
	Govies Europe (périphériques)	-/=	=	Amélioration
	Oblig, d'entreprise IG européennes	=/+	=/+	Amélioration
	Oblig, d'entreprise HY européennes	-	--	Détérioration
	Govies Chine	=	=/+	Stable
	Oblig, des ME en devise forte	=/+	=/+	Stable
	Oblig, des ME en devise locale	+	+	Stable
AUTRES	Matières premières	=/+	=	Détérioration
	Devises (USD vs G10)	-	-	Stable

--	=	+++
Négatif	Neutre	Positif

Source : Amundi, au 12 juin 2023. L'orientation attendue pour le S2 2023 fait référence à l'évolution possible du positionnement sur chaque classe d'actifs au cours de la période. « Point bas » indique que la situation se dégradera dans un premier temps, avant de se redresser.

Actions des MD : accent sur la qualité, des points d'entrée en cas de correction



La récession pèsera plus lourd que la pause de la Fed

La prudence reste de mise sur les actions tandis que les taux d'intérêt de la Fed plafonnent. Entre le moment où la Fed cesse de relever les taux et celui où elle commence à les baisser, la performance du marché peut être positive ou négative, selon les conditions économiques.

Cette performance a été positive en l'absence de récession (1984, 1995 et 2018) ou lors de bulles (2006). Notre scénario intègre un risque de récession au S2, déclenchée par de mauvais résultats au T2-T3. Nous restons donc prudents pour le S2.

Nous considérons que le rapport risque/rendement n'est pas aujourd'hui attractif pour les actions, à l'aube d'une récession aux États-Unis. Il est vrai que lorsque l'inflation reflue à partir de niveaux élevés, les actions ont tendance à rebondir plus tôt, quand la Fed assouplit sa politique monétaire, comme en 1953, 1974 et 1980. Cependant, nous pensons que cette phase n'interviendra que l'année prochaine.



La qualité avant tout, partout

En mars 2003, la correction de la survalorisation des titres de croissance par rapport aux titres value a généré une nouvelle impulsion pour la value à partir de points bas.

Une répétition de ce phénomène est très probable. En attendant, nous privilégions la qualité (faible endettement, récurrence des bénéfices et dividendes soutenables). Toutefois, **au niveau régional, les actions américaines, qui constituent habituellement un pari sur la qualité, sont trop chères et doivent être sous-pondérées à l'approche du S2 2023.** L'Europe a besoin de souffler et ne sera pas à l'abri en cas de récession aux États-Unis, mais sa situation est un peu meilleure du fait de son exposition à la reprise chinoise et de ses valorisations moins élevées. Le Japon constitue un vecteur de diversification intéressant grâce à sa monnaie non couverte (reprise domestique, exposition à la Chine et amélioration de la gouvernance d'entreprise).



Éric MIJOT
Responsable de
la Stratégie Actions -
Amundi Institute



Fabio DI GIANSANTE
Responsable grandes
capitalisations, Europe



Marco PIRONDINI
Responsable Actions
américaines



Kenneth J. TAUBES
Directeur
des Investissements US

Obligations des MD : rester sur le crédit de qualité et les govies core au S2 2023

Courbe de rendement des obligations du Trésor



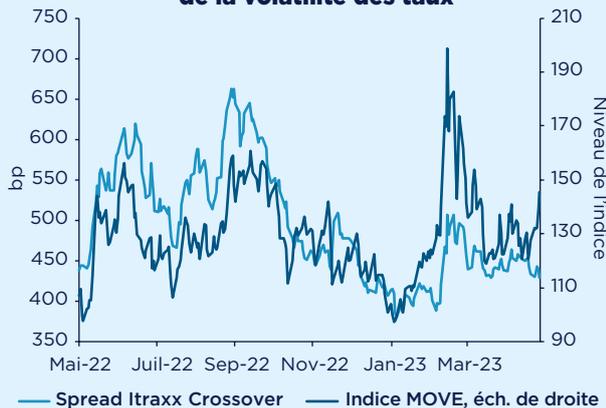
Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 5 juin 2023.

Govies core : bonne rentabilité et vecteur de diversification

Les investisseurs en obligations des MD restent focalisés sur la persistance de l'inflation et la nécessité pour les BC d'en faire plus. **Nous nous attendons à ce que la Fed entraîne l'économie américaine en récession** pour rapprocher l'inflation de 2%. **La BCE reste focalisée sur l'inflation** malgré des données économiques décevantes et la récession en Allemagne. La croissance de la zone euro devrait rester modérée, et l'inflation persistante.

Sur les obligations américaines, la conséquence est une position légèrement positive sur la durée. Nous nous attendons à une pentification de la courbe (5-30 ans). Dans la **zone euro**, les investisseurs devront légèrement sous-pondérer la durée et se rapprocher progressivement de la neutralité. Les stratégies de protection contre l'inflation restent d'actualité pour le S2 2023. De manière générale, **les titres souverains core** restent attractifs et les investisseurs peuvent considérer **les obligations comme un vecteur de diversification des risques** dans l'environnement de marché actuel. L'essentiel des hausses attendues des taux directeurs a désormais été répercuté dans les rendements, en particulier aux États-Unis.

Les valorisations HY n'intègrent pas la hausse de la volatilité des taux



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 31 mai 2023.

Préférer l'IG en période de ralentissement économique

Le ralentissement économique à venir n'est pas pris en compte par les marchés du crédit. **Nous continuons à privilégier la qualité, avec une préférence pour l'IG par rapport au HY.**

Jusqu'ici, l'impact du resserrement monétaire sur les fondamentaux des entreprises a été limité, en raison des liquidités abondantes accumulées pendant la crise de Covid-19 et des faibles besoins de refinancement à court terme.

La confrontation à des coûts de financement plus élevés sera plus difficile et plus rapide pour les entreprises HY moins bien notées, dont la capacité à générer des flux de trésorerie est moindre et dont les besoins de refinancement à court terme sont plus importants. Les valorisations actuelles ne reflètent pas ce risque. De ce fait, nous privilégions le crédit de qualité, **dont les fondamentaux restent bons et les valorisations correctes, voire très bon marché dans le cas de l'IG européen.**



Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux - Amundi Institute



Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier Fixed Income

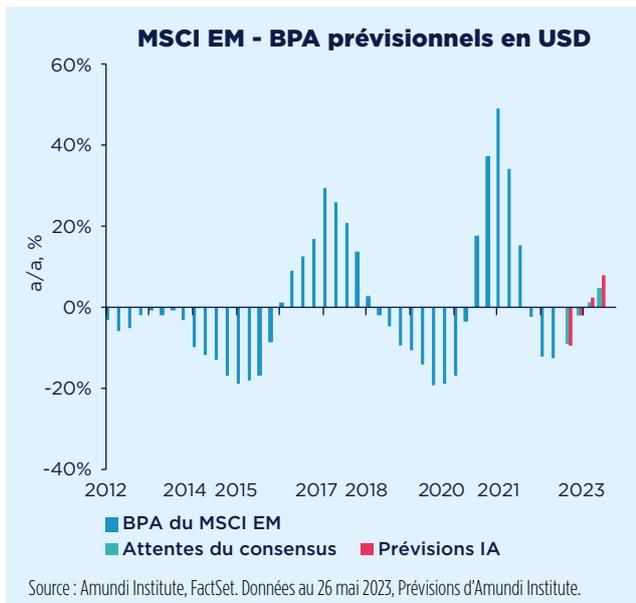


Jonathan DUENSING
Responsable de la gestion obligataire US



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US

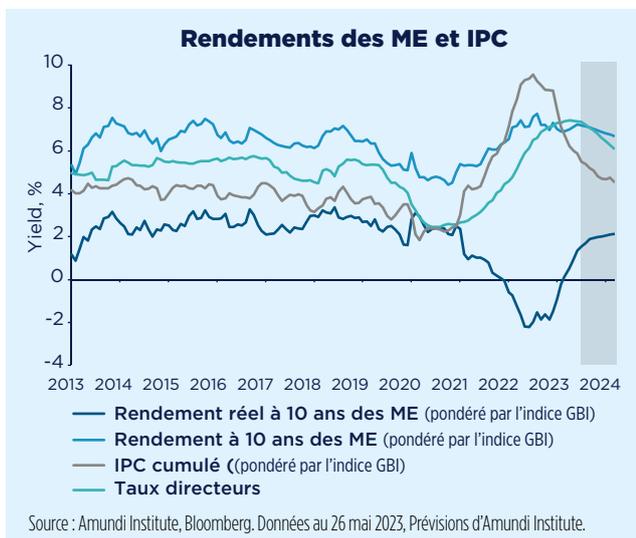
L'inflation mieux maîtrisée et la reprise des bénéfices favorables aux actifs émergents



Actions des ME : retour de la croissance des bénéfiques en EMOA et Asie

Après un S1 difficile pour les actions des ME, mises à mal par le sentiment négatif à l'égard de la Chine, **l'environnement devrait être plus favorable au S2 2023**. Les facteurs de soutien sont les suivants : 1) des **valorisations attractives**, notamment en Amérique latine et dans la région EMOA ; 2) la **fin du cycle de resserrement de la Fed** (qui pourrait conduire les BC des ME à assouplir leur attitude) ; 3) la **dépréciation attendue du dollar**.

Les bénéfiques devraient retrouver une croissance positive en variation annuelle après deux trimestres négatifs – surtout dans la région EMOA et l'Asie émergente – car la croissance des ME devrait s'avérer relativement plus résistante que celle des MD. **Les marges ont commencé à se redresser au T1 2023, une tendance qui devrait se poursuivre au S2**. En Chine, dans un contexte de tensions géopolitiques, le rapport risque/rendement nous semble plus favorable pour les actions A (onshore) que H (offshore). Nous conservons une vue positive sur le Brésil, mais suivons de près l'évolution des réformes budgétaires.



Obligations des ME : rendements et spreads attractifs

Les rendements des obligations des EM ont baissé au S1 2023, mais **la classe d'actifs offre toujours un point d'entrée attractif en termes de spread et de portage, notamment grâce à l'affaiblissement du dollar**. Nous restons optimistes, en particulier concernant **l'Amérique latine**, où le cycle de hausse des taux directeurs a pris fin et devrait s'inverser au S2 avec la décélération de l'inflation. Les obligations en devises fortes devraient générer des performances élevées, proches de 10 %, sur un horizon de six mois et la volatilité reste limitée. **Nous privilégions le HY**, qui offre des valorisations plus attractives. **La situation s'améliore concernant les obligations d'entreprises des ME** dont l'endettement net est bien inférieur à celui observé aux États-Unis. En outre, **les défauts d'entreprises HY des ME ont atteint un pic et devraient ralentir en 2023 en Amérique latine et EMOA**. En Chine, en revanche, les risques persistent dans le secteur de l'immobilier.



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



Patrice LEMONNIER
Responsable Actions des ME

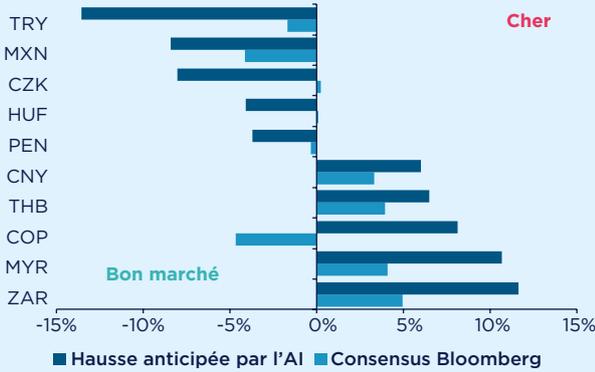


Sergei STRIGO
Co-responsable Obligations des ME



Yerlan SYZDYKOV
Responsable Marchés Émergents Monde

Perspectives à 6 M - écart de valorisation (%)



Source : calculs d'Amundi Institute à partir de données Bloomberg. Données au 5 juin 2023. Le graphique montre les cinq premières et les cinq dernières devises émergentes classées en fonction de leur potentiel de hausse selon les prévisions de l'IA.

Devises des ME : reprise en cours

À mesure que l'environnement économique américain perd sa singularité en termes de croissance économique et de taux d'intérêt, il convient de se tourner vers d'autres pays pour obtenir des performances plus élevées, d'où une **désaffection pour le dollar**. Avec la fin du cycle de resserrement de la Fed, les banques centrales des ME devraient assouplir leurs politiques, ce que permet le plafonnement de l'inflation, attendue en baisse au S2. La sous-évaluation et le positionnement encore faible sur les devises émergentes pourraient faciliter leur rebond, mais **nous recommandons une approche sélective**. Nous privilégions les devises des pays exportateurs de matières premières, dont le cycle est résilient - dépendant davantage de l'offre que de la demande - ainsi que les devises à haut rendement, comme celles d'Amérique latine. En revanche, les devises de la région EMOA pourraient être pénalisées par leur grande vulnérabilité et la persistance de l'inflation.

“La fin prochaine du cycle de resserrement américain, l'affaiblissement prévu du dollar, la stabilisation ou la baisse de l'inflation et la reprise des bénéfices pourraient faire briller les actifs des ME au S2. L'analyse par pays permettra d'identifier des points d'entrée, en particulier en Asie et en Amérique latine, sur les actions comme sur les obligations.”

ME : CONVICTIONS

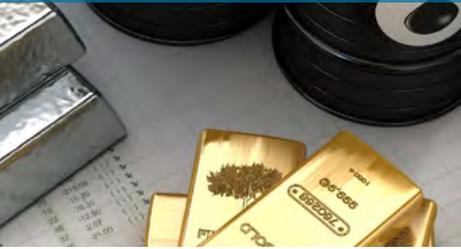
	DEBT	LC DEBT	Actions des ME	Devises des ME
Position globale	= +	+	+	= +
	Légèrement positif sur la dette en devise forte, préférence pour le HY par rapport à l'IG vu les niveaux de spread actuels.	Positif sur la dette en devise locale en privilégiant les zones où les rendements réels sont attractifs. Positif sur les oblig. d'entreprises ME en devise locale.	Positif sur les actions des ME en privilégiant les valorisations attractives. Préférence pour les titres <i>value</i> plutôt que <i>growth</i> .	Globalement neutre sur les devises des ME avec une préférence pour celles à rendement élevé.

Préférences régionales



- Amérique latine (Brésil, Mexique, Argentine).
- Indonésie.
- Afrique du Sud.
- Oblig. d'entreprises des ME : valorisations attractives, en particulier sur le HY. Entreprises brésiliennes, énergie au Mexique, quasi-souverains d'Indonésie, Kazakhstan et GCC.
- Amérique latine : soutenue par la qualité du portage, Brésil, Mexique.
- Indonésie.
- Afrique du Sud.
- Roumanie.
- Inde.
- Amérique latine, en particulier Brésil.
- Chine, préférence pour le marché *onshore* vs *offshore* sur fond de risques géopolitiques.
- Hong Kong.
- Indonésie.
- Vietnam (pays le plus important de l'indice MSCI Frontier).
- Réal brésilien.
- Peso mexicain.
- Roupie indonésienne.
- Roupie indienne.
- Rand sud-africain.

Source : Amundi Institute, au 6 juin 2023, ME : marchés émergents DF = devises fortes, DL = devises locales



Le pétrole devrait se reprendre sur fond de tensions sur l'offre

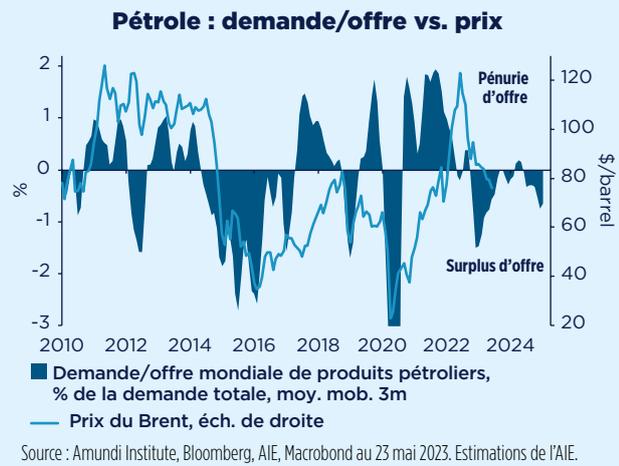


Jean-Baptiste BERTHON
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute



Francesco SANDRINI
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset

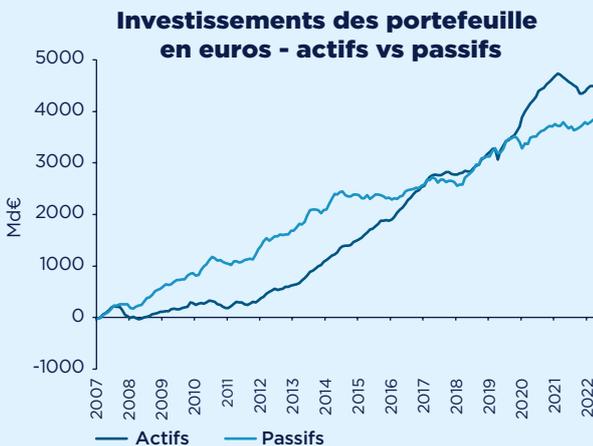
La demande et les prix du pétrole sont cycliques, sensibles à l'économie et à la réaction des consommateurs face aux prix élevés. Pourtant, il est arrivé, par le passé, que le pétrole se déconnecte des dynamiques macroéconomiques : lorsque l'offre pouvait s'ajuster rapidement, lorsque la détérioration macroéconomique était gérable ou en cas de choc sur l'offre de pétrole. Nous anticipons une bonne résistance de la demande de pétrole, soutenue par le découplage de la Chine et par le fait que la contraction de l'économie mondiale devrait rester gérable. De plus, l'OPEP+ est en position de force - concurrence réduite des producteurs américains, diminution de l'influence de l'Occident et sous-investissement chronique des MD - ce qui lui permet d'agir de manière plus décisive sur l'offre. Après une période de fluctuations dans une fourchette étroite, nous envisageons une reprise des prix au S2 avec l'apparition de signes de tensions. Nous voyons le Brent atteindre alors 90 dollars/baril.



CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT

Nouveau test cyclique de l'hégémonie du dollar

Par le passé, le secteur financier a souvent sous-estimé la capacité du dollar à maintenir son hégémonie sur les marchés mondiaux. Si la réalité a infirmé cette vue - l'USD reste utilisé dans 90 % des transactions mondiales - le cycle actuel a renforcé cette thèse. La surévaluation du dollar en est en partie responsable, mais les flux de capitaux ont également pu jouer un rôle cette fois-ci. **Une réévaluation progressive de la trajectoire des taux de la Fed est le phénomène cyclique qui devrait ramener l'USD**



Source : analyse Amundi Institute de données de la BCE au lundi 22 mai 2023.

au niveau où il devrait se négocier, compte tenu du changement de régime observé l'année dernière. L'encours de la dette mondiale à rendement négatif a chuté et l'asymétrie notable découlant de l'activité des portefeuilles mondiaux - la possibilité pour les investisseurs basés en euros de rapatrier d'importants montants vers leurs marchés obligataires domestiques - laisse entrevoir un affaiblissement du dollar à l'approche de la fin de l'année.



Federico CESARINI
Responsable Devises des MD - Amundi Institute



Lauren CROSNIER
Responsable Devises Monde



L'alpha compense les mauvaises conditions du marché

Le cycle économique se trouve à un point d'inflexion complexe, entre la fin des hausses de taux et le ralentissement de la croissance. Des forces contradictoires vont alimenter la volatilité, ouvrant des possibilités de *market timing*. Les taux des BC sont proches de leur pic, mais la persistance de l'inflation maintiendra l'incertitude sur les obligations, favorisant **les stratégies de valeur relative plutôt que directionnelles pour les gérants macro**. En parallèle, l'effet du resserrement monétaire va ralentir la croissance, même s'il sera en partie compensé par l'accélération en Chine. L'alpha pourra être réalisé par la différenciation des actifs présentant des corrélations raisonnables, des prix plus proches des fondamentaux et des arbitrages entre pays. **Le financement plus difficile d'accès et plus coûteux révélera des effets de levier cachés**. En l'absence d'atterrissage brutal de l'économie, les dislocations resteront limitées, fournissant un supplément d'alpha à la sélection *bottom-up*. Les marchés restant hésitants, les gérants se concentreront sur l'alpha, qui compensera la plus faible contribution du bêta. **Les gérants restent prudents, mais les expositions brutes indiquent que les thèmes ne manquent pas**. Le contexte macroéconomique n'est pas optimal pour les **approches top-down**, mais les perspectives à moyen terme sont prometteuses. Pour l'heure, l'alpha soutient les stratégies *bottom-up*, en attendant davantage de catalyseurs et des valorisations plus attractives.

Stratégies spéculatives au S2 2023

		-	N	+
Actions L/S	Directionnel			
	Market neutral			
Event-driven	Arbitrage de fusion			
	Situations spéciales			
Arbitrage obligations	Crédit L/S			
	Arbitrage obligations des ME			
	Arbitrage obligations macro			
Global macro	Global macro			
CTA	CTA			

Source : Amundi Institute mai 2023.

CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT

Marchés privés : chercher les actifs résilients

Les marchés cotés et privés n'ont pas encore intégré la détérioration des perspectives. Si certains segments pourraient être affectés par une dynamique défavorable, nous nous attendons à ce que les marchés privés résistent bien, avec une certaine différenciation entre actifs. **Nous privilégions les infrastructures** en raison de leur capacité à générer des flux de trésorerie, de leur possibilité de maintenir leurs prix et de leurs fortes perspectives de croissance, renforcées par la transition énergétique. En plus des financements publics, des capitaux privés sont nécessaires pour la construction de sites de production d'énergie renouvelable et pour l'amélioration de la numérisation des réseaux. **Nous avons également une vue positive sur la dette privée**, car il s'agit d'actifs de diversification qui bénéficient d'un fort pouvoir de négociation dans le cadre des contrats de prêt, alors les financements bancaires se font plus rares. En ce qui concerne

le **capital-investissement**, de nombreuses entreprises non cycliques (par exemple, dans la santé) bénéficient d'un pouvoir de fixation des prix et sont positionnées sur des secteurs à forte croissance structurelle. À l'inverse, les entreprises cycliques (moins représentées dans cette classe d'actifs) peuvent être confrontées à des difficultés. Concernant **l'immobilier**, les hausses de taux d'intérêt ont été difficiles pour les investisseurs, mais peuvent créer des opportunités ; l'inflation devrait favoriser l'indexation des loyers pour les baux en cours. À moyen terme, les valorisations actuelles créent un point d'entrée attractif pour les investisseurs, même si une approche sélective reste indispensable.

Les marchés privés au S2 2023

	Infrastructures	Capital investissement	Dette privée	Immobilier
Perspectives pour le S2	++	-/=	+	-
Point d'entrée, horizon 5 ans	=	+	+	=
Protection contre l'inflation	++	=	++	+
Atout de diversification	+++	+	+	++

Source : analyse qualitative d'Amundi Actifs Réels au 10 juin 2023, Infrastruc. = infrastructures. À titre indicatif uniquement, sur une échelle de --- à +++.

Investissement net zéro : principaux thèmes



Rareté de l'eau

Nous pensons que **le risque de pénurie d'eau est élevé** et doit être traité par l'innovation technologique. En recyclant l'eau, les industriels réduisent leur dépendance vis-à-vis des ressources en eau douce, éliminent le besoin d'extraction et, par conséquent, préservent les ressources naturelles. Le traitement des eaux usées peut contribuer à en réduire les émissions de 33 %. Nous privilégions à la fois les acteurs des réseaux d'eau - qui combinent approvisionnement et opérations de traitement des eaux usées - et les entreprises de qualité de l'eau, qui fournissent des équipements et des services de traitement.

33%

Le traitement des eaux usées peut contribuer à réduire les émissions de 33 %.

Source : International Water Association, mai 2020.



Énergies renouvelables

x3

Pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, les investissements annuels mondiaux dans les énergies propres devront plus que tripler d'ici 2030.

Source : AIE, "Atteindre le Net Zéro d'ici 2050", octobre 2021.

Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, **les énergies renouvelables** devraient représenter 60 % de la production totale d'électricité dans le monde d'ici 2030 et 90 % d'ici 2050. Les investisseurs peuvent s'exposer à ce secteur via les entreprises productrices d'énergie renouvelable et les fournisseurs d'équipements pour l'éolien, le solaire ou l'hydroélectricité.



Recyclage et gestion des déchets

Les émissions de gaz à effet de serre liées à la **production d'aliments non consommés** sont préoccupantes. Des quantités considérables sont perdues en raison du manque de réfrigération ou de la détérioration pendant le transport. Les entreprises innovantes capables de réduire ces émissions bénéficient d'une dynamique très porteuse. Les investisseurs peuvent jouer ce thème sur l'ensemble de la chaîne de valeur, un bon exemple étant les entreprises produisant des unités de réfrigération économes en carburant.

6%

Les déchets alimentaires représentent 6 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre.

Source : Our World In Data, mars 2020.



Immobilier

39%

Les bâtiments sont à l'origine de 39 % des émissions brutes de carbone dans le monde.

Source : Programme des Nations unies pour l'environnement, septembre 2022.

L'immobilier a un impact sur l'efficacité énergétique, la qualité de l'air, la gestion de l'eau et des déchets et la biodiversité. Les investisseurs peuvent s'intéresser aux acteurs de la transition, tels que les entreprises d'isolation des bâtiments. Celles-ci peuvent jouer un rôle important en dialoguant avec leurs fournisseurs afin de réduire les émissions de carbone dans l'ensemble des chaînes de valeur.



Obligations vertes et indexées sur le développement durable

Les obligations vertes des gouvernements ou des entités supranationales permettent de diriger des fonds vers des projets verts, en particulier dans les ME. Ces projets concernent des domaines tels que l'efficacité énergétique, l'énergie propre et l'adaptation au changement climatique. Moins volatiles que les obligations classiques, elles sont attractives pour les investisseurs. **Les obligations indexées sur le développement durable** incitent les émetteurs à atteindre des cibles de développement durable/ESG au moyen d'indicateurs de performance (KPI) et d'objectifs de soutenabilité dans un délai donné. Elles constituent un autre moyen de financer la transition.

>60%

Plus de 60 % des KPI des obligations indexées sur le développement durable sont liés aux gaz à effet de serre.

Source : Étude CMS sur les KPI, mai 2023.

PRÉVISIONS



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 13 juin 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Pays développés	2,7	0,9	0,5	7,4	4,7	2,6
États-Unis	2,1	1,3	-0,2	8,0	4,2	2,6
Zone euro	3,5	0,5	0,7	8,4	5,4	2,8
<i>Allemagne</i>	<i>1,9</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,0</i>	<i>2,6</i>
<i>France</i>	<i>2,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>5,9</i>	<i>5,7</i>	<i>2,7</i>
<i>Italie</i>	<i>3,8</i>	<i>1,2</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,5</i>	<i>2,3</i>
<i>Espagne</i>	<i>5,5</i>	<i>1,8</i>	<i>0,7</i>	<i>8,3</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>
Royaume-Uni	4,1	0,3	0,7	9,0	7,6	3,2
Japon	1,0	0,6	1,0	2,5	3,0	1,3
Pays émergents	4,0	4,2	3,8	8,7	6,0	5,3
Chine	3,0	5,7	4,3	2,0	1,1	2,4
Inde	6,9	6,0	5,5	6,7	5,5	5,9
Indonésie	5,3	5,1	5,0	4,2	4,2	3,9
Brésil	2,9	2,6	1,3	9,3	4,8	4,0
Mexique	3,0	2,3	0,6	7,9	5,6	4,4
Russie	-2,1	1,2	1,5	13,8	5,5	4,5
Afrique du Sud	2,1	0,2	1,0	6,9	6,1	5,2
Turquie	5,5	2,8	3,9	72,0	46,0	35,4
Monde	3,4	2,9	2,5	8,2	5,5	4,2

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	20 juin 2023	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
États-Unis*	5,25	5,25	5,16	3,75	4,49
Zone euro**	3,50	3,75	3,79	3,50	3,46
Royaume-Uni	4,50	5,00	5,75	4,75	5,75
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chine***	3,55	3,55	3,50	3,55	3,50
Inde***	6,50	6,50	6,65	6,00	6,45
Brésil	13,75	12,00	13,35	10,00	11,70
Russie	7,50	7,75	7,55	7,00	7,25

Source : Amundi Institute. Prévisions au mardi 20 juin 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, %

	16 juin 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	4.68	3.40-3.60	4.22	2.90-3.10	3.80
Allemagne	3.12	2.60-2.80	2.82	2.30-2.50	2.54
Royaume-Uni	4.89	3.60-4.10	4.76	3.60-3.80	4.61
Japon	-0.06	0.10-0.20	-0.04	0.10-0.20	-0.01

Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	16 juin 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	3,73	3,30-3,50	3,70	3,10-3,30	3,65
Allemagne	2,48	2,40-2,60	2,51	2,30-2,50	2,48
Royaume-Uni	4,35	3,80-4,00	4,39	3,60-3,80	4,38
Japon	0,41	0,50-0,70	0,50	0,60-0,80	0,58

Cours de change

	20 juin 2023	Amundi T3 23	Consensus T3 23	Amundi T1 24	Consensus T1 24
EUR/USD	1,07	1,08	1,10	1,18	1,12
EUR/JPY	150	144	146	143	142
EUR/GBP	0,85	0,87	0,88	0,90	0,88
EUR/CHF	0,97	0,96	0,99	1,04	1,01
EUR/NOK	11,57	11,48	11,43	10,79	10,94
EUR/SEK	11,64	11,46	11,35	11,04	11,00
USD/JPY	139	133	132	121	127
AUD/USD	0,67	0,67	0,68	0,74	0,71
NZD/USD	0,61	0,61	0,62	0,65	0,64
USD/CNY	7,13	7,00	6,90	6,50	6,75

Source : Amundi Institute, Prévisions au vendredi 16 juin 2023.



Amundi Institute

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

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi dans un même pôle. 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.

Accéder aux futures opportunités d'investissement de l'Inde

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



L'investissement Net Zéro et son effet sur une allocation 60-40



Années 2020 vs. années 1970 : des échos, pas une répétition



Asset Class Return forecasts - Q2 2023



Les actifs indiens vont occuper une place croissante dans les portefeuilles des investisseurs



Outerblue Convictions - Global Investment Views: le plafond de la dette focalise l'attention



Outerblue Talks Research - La renaissance des émergents

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

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

Date de première utilisation : 22 juin 2023.

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

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Robin Thom

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BERARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

GERMANO Matteo,

Directeur Adjoint 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

Équipes dirigeantes des plateformes d'investissement

Amaury D'ORSAY,

Directeur du Métier Fixed Income

John O'TOOLE,

Responsable des Solutions d'Investissement Multi-Asset

Francesco SANDRINI,

Responsable des Stratégies Multi-Asset

Yerlan SYZDYKOV,

Directeur Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,

Directeur des investissements US Investment Management