



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT | 2023

Une éclaircie après la tempête

Communication Marketing

Les opinions exprimées dans ce document sont celles du Global Investment Committee et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou comme une indication d'une intention de trading pour le compte de l'une des stratégies d'Amundi.

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CONVICTIONS CLÉS 2023 DES DIRECTEURS DES GESTIONS

1. Le conflit entre la Russie et l'Ukraine agit comme un accélérateur du changement de régime, caractérisé par une hausse de l'inflation, des incertitudes géopolitiques et un bras de fer acharné entre politique monétaire et politique budgétaire, dans un monde déjà saturé de dette. Tout porte à croire que les divergences économiques vont s'accroître.
2. La crise énergétique dominera le contexte économique en Europe, qui entrera en récession. Des mesures budgétaires peuvent amortir une partie du choc, mais le moment de vérité sera au quatrième trimestre (T4) 2023, lorsque les stocks de gaz devront être reconstitués. Assurer l'indépendance stratégique dans le domaine de l'énergie et établir de nouvelles relations commerciales sera essentiel au cours de cette année de transformation.
3. L'économie chinoise pourrait dépasser les attentes en 2023, en fonction de la façon dont évolueront les deux principaux défis : le marché immobilier et la politique de lutte contre le Covid-19. Sur le marché immobilier, nous attendons une stabilisation grâce à un assouplissement de la politique monétaire ; concernant le Covid, nous tablons sur un relâchement progressif des restrictions. Les tensions géopolitiques et l'intensification de la confrontation entre les États-Unis et la Chine constituent des risques majeurs.
4. Les banques centrales (BC) feront *tout ce qui sera nécessaire* pour lutter contre l'inflation et éviter une crise similaire à celle des années 1970. Le cycle de resserrement n'est pas encore terminé, mais devrait se poursuivre à un rythme plus lent qu'en 2022. Bien que les marchés financiers aient sans doute intégré l'essentiel des hausses de taux à venir, le niveau terminal de celui de la Réserve fédérale (Fed) sera déterminant : s'il est proche de 6 %, il faudra s'attendre à une récession aux États-Unis qui pourrait être plus sévère qu'attendu aujourd'hui.
5. Après un *repricing* conséquent, les valorisations des actifs sont redevenues plus attractives : c'est le scénario du verre à moitié plein. Malgré la détérioration des conditions économiques et la volatilité qui restera élevée, les marchés commenceront à anticiper un changement d'orientation (« pivot ») de la Fed entre le premier trimestre (T1) et le deuxième trimestre (T2). Il faut suivre la séquence : commencer par un positionnement prudent, car les perspectives de résultats sont faibles, mais se préparer à des points d'entrée avec une approche progressive.
6. Le « *retour des obligations* » reste un thème d'investissement alors que nous abordons 2023, avec un accent sur le crédit de haute qualité, la gestion active de la durée et la gestion des devises dans un monde de politiques monétaires divergentes. Attention au risque de liquidité et à l'endettement des entreprises.
7. Selon nous, les actions vont offrir des points d'entrée pendant l'année. Il faut commencer prudemment, privilégier les actions américaines et le rapport qualité/valeur/dividende élevé, tout en se tenant prêt à renforcer l'exposition aux actions européennes et chinoises, ainsi qu'aux valeurs cycliques et fortement sous-évaluées (*deep-value*) pour tirer parti du rebond.
8. Les divergences entre les marchés émergents vont s'accroître en 2023. La sélection restera cruciale. La priorité est aux pays où l'inflation et les perspectives monétaires semblent plus favorables, en anticipant que le changement de cap de la Fed soutiendra les actions des marchés émergents.
9. Les thèmes ESG à long terme ont été renforcés par la crise du Covid-19 et la guerre en Ukraine. Les investisseurs doivent miser sur la transition énergétique et la sécurité alimentaire, accélérer sur la voie du zéro émission nette et rechercher des entreprises capables d'améliorer leur profil ESG, notamment grâce à un engagement actif.
10. Un rebond des allocations de type 60/40 se profile car, face aux risques d'une récession imminente, le pouvoir de diversification des obligations d'État sera de nouveau efficace. La persistance de l'inflation impliquera de faire davantage de place, dans l'allocation, aux actifs réels et aux secteurs plus résistants aux différentes sources d'inflation.



Vincent MORTIER
Directeur des
Gestions du Groupe

« 2023 sera une année à deux vitesses, parsemée d'écueils qu'il faudra surveiller. Les obligations sont de retour, les valorisations des actifs deviennent plus attractives et un pivot de la Fed au premier semestre pourrait ouvrir des points d'entrée intéressants. »



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des
Gestions du Groupe

INDEX

Convictions clés 2023 des Directeurs des Gestions	2	L'inflation dans la construction du portefeuille	13
CONVICTIONS	3	PERSPECTIVES DES CLASSES D'ACTIFS	14
Perspectives mondiales : d'importants défis à relever en 2023	4-5	Actions et obligations des marchés développés	15
Infographie : Les thèmes qui détermineront le scénario principal de l'année 2023 ; investir en 2023	6-7	Marchés émergents	16
PRINCIPAUX DÉBATS	8	Infographie : Thèmes ESG pour 2023	17
La géopolitique au centre des préoccupations	9	Devises des marchés développés et émergents	18
Politiques monétaires et budgétaires	10	Matières premières et Hedge Funds	19
Les banques centrales sous les projecteurs	11	Marchés privés	20
Défis économiques de la Chine	12	PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET DES BANQUES CENTRALES	21-22



CONVICTIONS

Fin septembre 2022, nous nous sommes réunis à Paris pour explorer les principaux thèmes importants pour nos clients et partager des idées d'allocation de portefeuille pour 2023. L'Amundi Investment Outlook de cette année fait le point sur les débats brûlants et les principales convictions d'investissement évoquées lors du séminaire inaugural de l'Amundi Institute et de la Division Investissement

Les préférences en termes de classes d'actifs plaident pour une approche « barbell » en 2023

47 %

Pensent que les **ACTIONS** enregisteront les meilleures performances

28 %

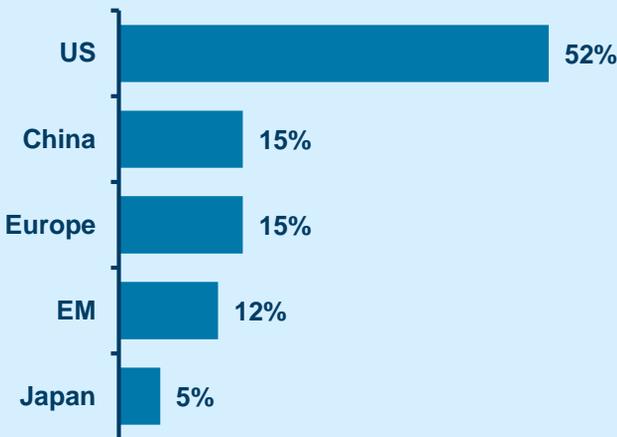
Pensent que les **LIQUIDITÉS** enregisteront les meilleures performances



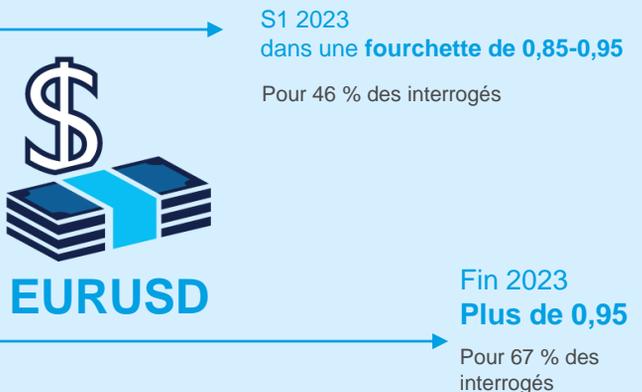
Principaux risques baissiers : un resserrement excessif de la Fed est considéré comme le risque le plus important en 2023



En ce qui concerne les actions, les États-Unis ont la préférence des votants ; la Chine devrait faire son retour en 2023



Le dollar devrait rester fort au moins au premier semestre, mais pourrait s'affaiblir courant 2023



Les chiffres se réfèrent aux sondages réalisés lors du séminaire d'Amundi Institute et de la Division Investissement parmi 50 gérants de portefeuille senior et spécialistes de la recherche. Chiffres au 23 septembre 2022.

PERSPECTIVES MONDIALES : D'IMPORTANTS DÉFIS À RELEVER EN 2023

Vers une récession modérée, une persistance de l'inflation et des divergences mondiales

Nous prévoyons un ralentissement significatif de la croissance mondiale. Plusieurs pays développés et émergents devraient voir leurs économies stagner. D'autres pourraient, au mieux, connaître un ralentissement. La croissance mondiale devrait s'établir à environ 2,2 % en 2023, contre 3,4 % en 2022. Les marchés développés (MD) devraient se replier de 2,6 % à 0,3 %, tandis que la croissance des marchés émergents (ME) devrait ralentir de 4,0 % à 3,5 %. Alors que les deux agrégats devraient décélérer, l'écart de croissance entre les marchés émergents et les marchés développés devrait être en faveur des premiers. Bien que ce ralentissement résulte en partie du retrait de plus en plus coordonné des mesures de soutien monétaires et budgétaires, les facteurs spécifiques à chaque région ou pays créent des tendances contrastées. L'intensité et la persistance de l'environnement stagflationniste dépendront de la manière dont les transitions idéologiques, politiques, économiques et technologiques seront gérées.

En Europe, le contexte économique sera dominé par le choc énergétique, aggravé par les pressions inflationnistes post-Covid-19 qui continuent de s'exercer et se traduisent par une inflation à deux chiffres. **Le résultat est une crise du coût de la vie, qui devrait faire entrer l'Europe en récession cet hiver**, avant une reprise lente. Malgré la récession, l'inflation devrait rester nettement supérieure à l'objectif jusqu'à fin 2023. De façon exogène, les perspectives dépendent des prix de l'énergie et des problèmes d'approvisionnement et de stockage du gaz qui pourraient resurgir au milieu de 2023. Sur le plan endogène, le principal risque réside dans des erreurs de politique, tant sur le plan monétaire que budgétaire. De l'autre côté de l'Atlantique, la Réserve fédérale (Fed) s'est engagée dans un cycle de resserrement abrupt, qui devrait ramener la croissance à un niveau nettement inférieur à son potentiel au deuxième semestre (S2) 2023, afin de contenir les pressions inflationnistes internes liées à la vigueur du marché du travail et de la demande intérieure. **Les risques de récession aux États-Unis pour le S2 2023** se sont accrus en raison de l'accélération du resserrement monétaire qui ne devrait pas faiblir à court terme. Nous anticipons un ralentissement de la consommation et de l'investissement résidentiel, qui devrait néanmoins être contrebalancé par la baisse des importations. **L'inflation devrait rester nettement supérieure à l'objectif fin 2023**, malgré une modération des loyers et des niveaux de stocks élevés. L'absence de choc de crédit et la préservation de la stabilité financière sont des conditions nécessaires à ces projections.

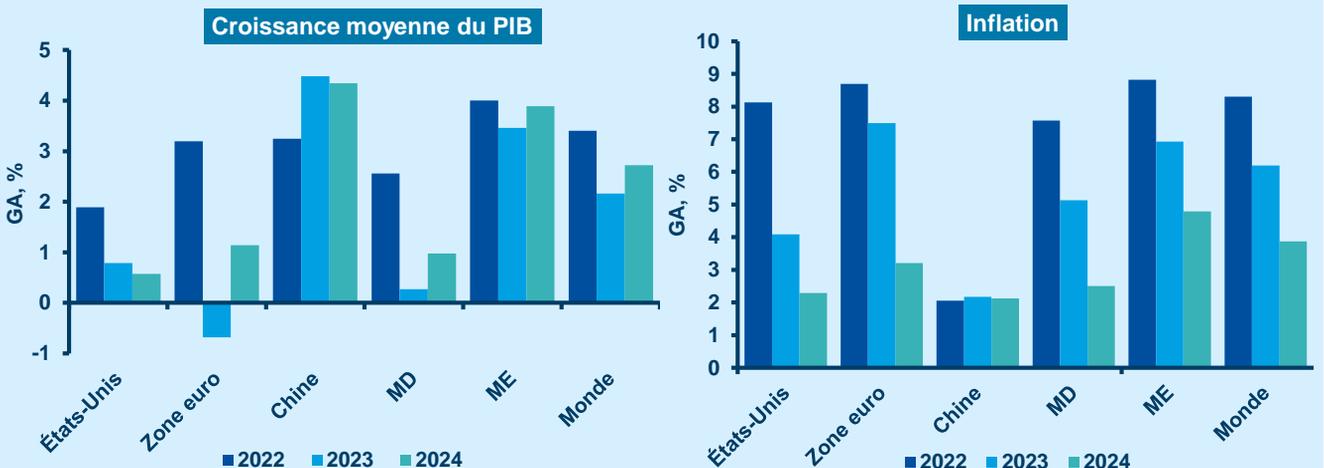
Le contexte de faible croissance et d'inflation élevée devrait s'étendre de manière uniforme à l'ensemble des marchés émergents, à quelques exceptions près, la plus notable étant la Chine. **Si, concernant la Chine, nous avons revu nos prévisions de croissance en 2023 de 5,2 % à 4,5 %, le pays reste sur une tendance haussière par rapport à la croissance anémique de 3,2 % en 2022.** La stabilisation du marché immobilier et la réouverture progressive de la Chine sont des hypothèses clés. En effet, le ralentissement mondial et l'impact d'un resserrement monétaire précoce et vigoureux devraient peser sur la croissance des marchés émergents. Les conditions favorables de la croissance nominale en 2022 devraient s'inverser en 2023, rendant des mesures de soutien budgétaire plus coûteuses pour de nombreux pays en raison de trajectoires de dettes moins soutenables. Si la modération de l'inflation devrait permettre un changement d'orientation des politiques monétaires, les conditions financières mondiales imposeront aux BC émergentes de faire preuve d'une certaine prudence dans l'assouplissement. Sur cette nouvelle trajectoire de politique monétaire, certains pays montrent des tendances déflationnistes persistantes et convaincantes (par exemple, le Brésil). Pour d'autres, en revanche, la récession est imminente et s'annonce sévère : c'est le cas des pays d'Europe centrale et orientale ou des petits pays d'Amérique latine.



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi
Institute

« Les changements de régime entraînent un nouveau désordre mondial. »

Prévisions de croissance et d'inflation d'Amundi



Source : Amundi Institute. Chiffres et prévisions au 3 novembre 2022.

Débuter par une allocation défensive, tout en se tenant prêt à des ajustements tout au long de l'année

Le contexte économique devrait se traduire par la poursuite de la phase de *correction* actuelle des marchés financiers au cours du premier semestre 2023 et s'accompagner d'un repli des bénéfices et d'une inflation élevée. C'est le scénario le plus probable selon l'*Advanced Investment Phazer* (AIP) d'Amundi Institute.

Les perspectives macroéconomiques constituent le premier facteur contribuant à ce tableau. La croissance devrait ralentir dans l'ensemble des marchés développés, à des niveaux inférieurs à la normale aux États-Unis tandis que la zone euro et le Royaume-Uni connaîtront des récessions. Le bond exceptionnel de l'inflation mondiale observé au cours des 18 derniers mois devrait persister en 2023, bien qu'à un rythme moindre, et peser sur les dépenses et le sentiment des ménages. Dans le même temps, il devrait inciter les banques centrales à poursuivre leur politique de resserrement en vue d'atténuer les pressions haussières sur les prix, en modérant la demande et en empêchant tout assouplissement indésirable des conditions financières.

Le deuxième facteur déterminant du cycle économique et financier de 2023 est directement lié au premier : **un recul des bénéfices est prévu aux T1 et T2**, soit une contraction du bénéfice par action (BPA) américains de -10 % et -15 % respectivement sur douze mois glissants. Les bénéfices seront affectés par le ralentissement des chiffres d'affaires dû à la vigueur du dollar et à l'affaiblissement de la croissance du PIB nominal. Les marges seront également sous pression en raison de la hausse généralisée de l'ensemble des coûts : production, capital et main-d'œuvre.

L'allocation d'actifs résultante, en vue d'une phase de correction, favorise une approche défensive, avec l'or et le crédit IG parmi les classes d'actifs préférées. Le durcissement de ton de la Fed qui se prolongera en 2023 – pour persister probablement au T1 – augmentera le risque haussier sur les rendements des obligations d'État au S1 en raison de l'absence de pivot clair de la Fed et du maintien des pressions inflationnistes. Un tel contexte plaidera en faveur d'une gestion active de la durée des obligations d'État, qui sont la composante privilégiée dans une phase de correction « classique ».

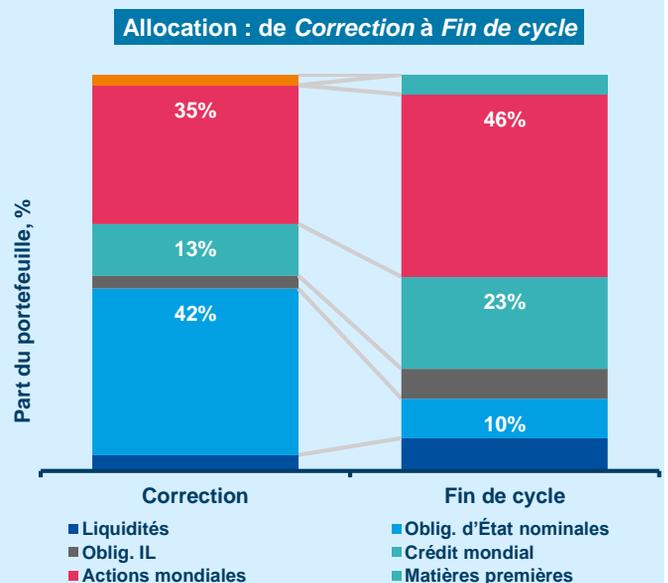
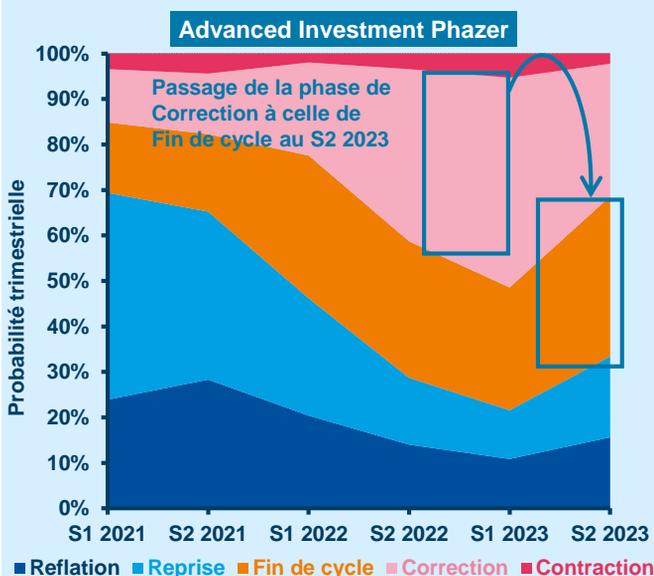
Les vents contraires mentionnés ci-dessus devraient faiblir quelque peu au deuxième semestre 2023, favorisant une amélioration du cycle économique et un passage de la phase de *correction* à celle d'une *fin de cycle* selon l'AIP. Un autre modèle exclusif d'Amundi Institute (*Inflation Phazer*) signale en effet une transition du régime d'*hyper-inflation* qui prévalait en 2022 - et peut-être également au T1 2023 - vers un régime d'*inflation* plus favorable, caractérisé historiquement par des pressions sur les prix dans la fourchette de 3-6 %. Bien que l'inflation reste supérieure à l'objectif, sa modération devrait atténuer le poids de la hausse du coût de la vie sur les ménages, permettant une reprise économique par rapport aux points bas du premier semestre et incitant la Fed à arrêter ses hausses de taux.

L'une des implications les plus cruciales du scénario ci-dessus concerne le dollar, qui devrait se déprécier de 4,7 % sur une base pondérée des échanges commerciaux en 2023. L'incidence devrait être positive sur les révisions des BPA dans un environnement macroéconomique moins difficile pour les bénéficiaires, qui devraient se redresser par rapport aux plus bas du S1. **Du point de vue de l'allocation d'actifs, l'anticipation d'une baisse des taux directeurs entraînerait une pentification des courbes de rendement (*bull steepening*) et créerait des conditions favorables aux actifs risqués, avec un accent sur les actions des marchés développés et le crédit de haute qualité.**

En ce qui concerne les risques les plus importants pour le cycle économique en 2023, l'inflation effectivement observée figurera au premier plan. Si l'inflation ne se normalise pas à des niveaux soutenables, le scénario macroéconomique pourrait dégénérer en une stagflation plus sévère, la Fed étant contrainte de continuer de relever ses taux malgré la récession. Dans un tel scénario, les actifs risqués se replieraient, dans un contexte de fortes turbulences sur les marchés et de tensions sur la liquidité. Les politiques monétaires et budgétaires devront être cohérentes, comme l'a souligné récemment l'épisode britannique.

Parallèlement à l'inflation, la géopolitique restera également déterminante pour la définition des tendances macroéconomiques et financières au cours des prochains trimestres. Les investisseurs devront donc surveiller l'évolution de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et les relations entre les États-Unis et la Chine.

Allocation prudente du portefeuille début 2023 ; augmentation du risque au cours de l'année



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Chiffres au 31 octobre 2022. **Uniquement à titre d'information.** Veuillez vous référer à [Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation](#) pour plus d'informations sur l'AIP d'Amundi.

LES THÈMES QUI DÉTERMINERONT LE SCÉNARIO PRINCIPAL DE 2023

Calendrier et trajectoire du rebond de l'économie mondiale

Fin 2022 T1 2023 T2 2023 T3 2023 T4 2023

Thèmes régionaux et retombées potentielles à l'échelle mondiale

États-Unis :
« Pivot »
de la Fed



Europe : crise
énergétique



Chine :
trajectoire
de croissance



« Pivot » de la Fed d'ici la fin du T1 avec un taux terminal à 5,25 % sur fond de resserrement des conditions financières et d'affaiblissement du marché de l'emploi

Recul de l'inflation et rebond de la croissance chinoise

probabilité 15 %
scénario haussier

probabilité 70 %
scénario central

probabilité 15 %
scénario baissier

Un resserrement excessif de la Fed ou une récession en Chine pourraient conduire à une profonde récession

L'aggravation de la crise énergétique pourrait entraîner une profonde récession

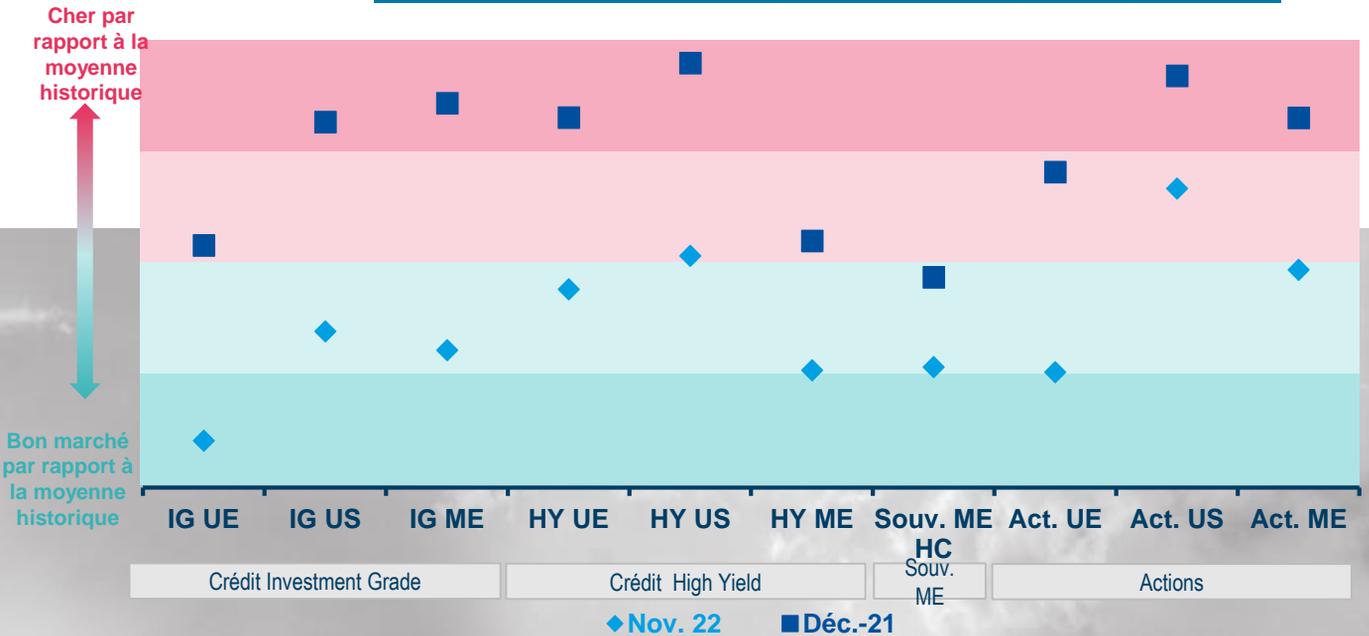
SCÉNARIO CENTRAL ET SCÉNARIOS ALTERNATIFS

15 % SCÉNARIO BAISSIER Profonde récession mondiale	70 % SCÉNARIO CENTRAL Épisode de stagflation, avec des divergences croissantes et une inflation persistante	15 % SCÉNARIO HAUSSIER Le recul de l'inflation met fin à l'épisode stagflationniste
<ul style="list-style-type: none"> Aggravation/extension de la guerre en Ukraine. 	<ul style="list-style-type: none"> Impasse de la guerre en Ukraine. 	<ul style="list-style-type: none"> Cessez-le-feu en Ukraine. La Russie reprend partiellement ses exportations de gaz vers l'Europe.
<ul style="list-style-type: none"> « Désancrage » des anticipations d'inflation et réaction excessive des banques centrales. 	<ul style="list-style-type: none"> Politiques budgétaires et monétaires incohérentes. La Fed met fin à son resserrement monétaire au T1 2023, adoption d'un ton plus accommodant au T4 2023 ; BoE : cycle de resserrement modéré ; la BCE relève ses taux / active le TPI ; assouplissement de la BPC. L'UE active un plan de soutien face à la crise énergétique. 	<ul style="list-style-type: none"> Rétablissement progressif de la discipline budgétaire.
<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement de l'économie mondiale (États-Unis, Chine, Europe) / regain de pressions déflationnistes, inflation incontrôlée / « désancrage » des anticipations d'inflation. Nouveau pic de la crise énergétique au S2 2023. 	<ul style="list-style-type: none"> Apaisement de la crise énergétique au S2 2023. Inflation : supérieure à l'objectif des BC jusqu'en 2024. Accélération de la croissance du PIB nominal mondial avec récession (UE), léger rebond (Chine), croissance inférieure au potentiel (États-Unis). Poursuite de la récession des profits au S1 2023, suivi d'une reprise. 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation baisse rapidement. L'incertitude diminue, l'excès d'épargne et la reprise du pouvoir d'achat alimentent la demande dans les économies développées.
<ul style="list-style-type: none"> Crise financière mondiale, crise de la dette avec plusieurs défauts sur les ME. Événement de crédit. 	<ul style="list-style-type: none"> Détérioration des conditions financières mondiales du fait de la poursuite du cycle de resserrement. Creusement limité des spreads. 	<ul style="list-style-type: none"> Retour de l'appétit pour le risque sur le marché
<ul style="list-style-type: none"> Report des mesures de transition climatique. Conditions climatiques extrêmes à grande échelle. 	<ul style="list-style-type: none"> Le changement climatique renforce les tendances stagflationnistes. Le risque climatique pèse sur la croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> Les politiques face au changement climatique et la transition énergétique sont les principales priorités

Source : Amundi Institute au 28 octobre 2022 MD : marchés développés ME : marchés émergents BC : banques centrales Fed : Réserve fédérale. BoE : Banque d'Angleterre. BCE : Banque centrale européenne. BPC : Banque populaire de Chine. QT : resserrement quantitatif. TPI : Instrument de protection de la transmission de la BCE.

INVESTIR EN 2023 : DES VALORISATIONS PLUS INTÉRESSANTES

Niveaux de valorisation, quantiles historiques depuis 1998



INVESTIR EN 2023 : SUIVRE LA SÉQUENCE

Fin 2022 T1 2023 T2 2023 T3 2023 T4 2023

SCÉNARIO CENTRAL	
Les obligations sont de retour	<ul style="list-style-type: none"> Obligations d'État ; Crédit IG ; Prudence vis-à-vis du crédit HY et approche sélective sur les obligations émergentes en devise forte (HC).
Les actions recherchent des points d'entrée	<ul style="list-style-type: none"> Prudence dans l'ensemble ; Miser sur la qualité-<i>value</i> et les hauts dividendes ; Actions américaines vs. reste ou monde.
Retour du 60-40	Le paradigme 60-40 est de retour dans un environnement économique en ralentissement, avec l'accent toujours mis sur l'inflation.
Thèmes ESG	Rechercher des <i>ESG improvers</i> accélérant leur trajectoire vers le zéro émission nette, miser sur les thèmes de la transition énergétique et de la sécurité alimentaire et, plus largement, sur le changement climatique et les stratégies à orientations sociales (agriculture, infrastructures, transports, santé).
SCÉNARIOS ALTERNATIFS	
Scénario baissier	<ul style="list-style-type: none"> Adopter un positionnement très prudent sur les actifs risqués ; Privilégier les liquidités, l'or, le dollar US et les bons du Trésor américain à des fins de couverture ; Miser sur des stratégies de volatilité minimale.
Scénario haussier	<ul style="list-style-type: none"> Augmenter l'exposition aux actifs risqués, privilégier les valeurs cycliques et les actions « <i>value</i> » ; Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et miser sur la diversification de l'inflation.

Source : Amundi Institute, Bloomberg, DataStream. Les derniers chiffres mensuels sont à la date du 14 novembre 2022. IG UE, IG US, IG ME, HY UE, HY US et HY ME correspondent aux indices d'obligations d'entreprise ICE BofA. IG : investment grade. HY : high yield. Souv. ME HC : JP Morgan EMBI Global Diversified. Act. EU, Act. US, Act. ME correspondent aux indices MSCI pour les marchés actions. Tous les indices font référence à une région spécifique (UE : Europe, US : États-Unis, ME : marchés émergents). L'analyse est basée sur les spreads des indices obligataires et sur le ratio cours/bénéfices à douze mois pour les indices actions. Les valorisations sont indiquées en quantiles historiques depuis 1998. Les moyennes les moins chères se situent dans le premier quartile, les plus chères dans le quatrième quartile.

PRINCIPAUX DÉBATS

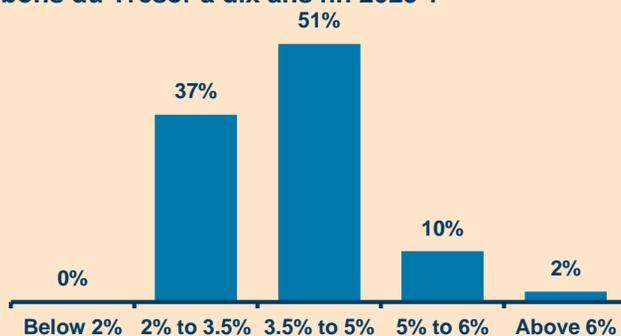
Risques géopolitiques que les investisseurs devront surveiller en 2023

N. 1

Évolution de la guerre entre l'Ukraine et la Russie

Les politiques publiques (*policy-mix*) seront le moteur des rendements des bons du Trésor américain en 2023

Quelles sont vos prévisions de rendements des bons du Trésor à dix ans fin 2023 ?



Chine : Thèmes clés à surveiller en 2023

1 Politique zéro Covid-19

2 Stabilisation de l'immobilier et exposition des entreprises à ce secteur

3 Modernisation du pays et réformes

L'inflation restera un sujet brûlant en 2023

10 %

Inflation >6 %

52 %

Inflation dans la fourchette 4-6 %

38 %

Inflation <4 %

Les chiffres se réfèrent aux sondages réalisés lors du séminaire d'Amundi Institute et de la Division Investissement parmi 40 gérants de portefeuille senior et spécialistes de la recherche. Chiffres au 23 septembre 2022, prévisions pour fin 2023.

LA GÉOPOLITIQUE AU CENTRE DES PRÉOCCUPATIONS

Une année qui s'annonce difficile, quoiqu'avec quelques éclaircies

Année difficile pour l'Europe, 2023 sera aussi une année de transformation. L'évolution de la guerre en Ukraine déterminera l'ampleur de la récession en Europe, sa politique budgétaire et énergétique, l'orientation de sa politique intérieure ainsi que ses relations internationales. À l'inverse, l'évolution de l'opinion publique dans les pays occidentaux aura un effet déterminant sur les prochaines phases de la guerre.

Nous identifions six scénarios d'évolution possible de la guerre. **Notre scénario de base, d'une probabilité de 35 %, prévoit un cessez-le-feu – vraisemblablement au S2 - conduisant à un fin des hostilités. Néanmoins, le risque est asymétrique à la baisse, avec notamment une probabilité de 25 % de voir la guerre s'intensifier jusqu'à une confrontation militaire directe entre la Russie et les pays occidentaux en Ukraine.** Ce risque s'accroît alors que la Russie subit de nouvelles défaites militaires.

La trajectoire constituant notre scénario de base (cessez-le-feu au S2 2023) dépend de différentes conditions, en particulier d'un affaiblissement des capacités militaires de la Russie et de l'Ukraine. Pour l'Ukraine, ce sera en raison d'une diminution du soutien occidental, tandis que, pour la Russie, ce sera parce qu'elle aura épuisé son arsenal militaire et conquis suffisamment de territoire pour revendiquer sa « victoire ». L'Ukraine pourrait déposer les armes moyennant des garanties de sécurité suffisantes de la part des pays occidentaux, que ces derniers seraient contraints de fournir. Ces garanties, associées aux pertes militaires de la Russie, pourraient mettre un terme définitif à la guerre, et pas seulement permettre un cessez-le-feu temporaire qui aura tôt fait d'être rompu une fois que la Russie se sera réarmée.

La crise énergétique va présenter d'importants défis. Les prix pourraient rester élevés en raison des tensions pesant sur l'offre. De graves pénuries d'énergie ne figurent toutefois pas dans notre scénario central, car la demande devrait se réduire en compensation de l'absence de flux de gaz russes, tandis que d'autres sources devraient être activées. **Les perspectives plus « favorables » dans le secteur de l'énergie pourraient éviter des choix difficiles aux autorités.** En l'absence d'une crise grave, il est peu probable que l'Allemagne revienne sur sa décision de fermer ses derniers réacteurs nucléaires en avril. Les Pays-Bas, bien que disposant de réserves abondantes dans le gisement gazier de Groningen, devraient s'en tenir à leur engagement d'y arrêter la production. Les divergences d'attitude concernant les « économies » d'énergie devraient refroidir les velléités de partage d'énergie entre les pays. **En conséquence, l'Europe devrait connaître une récession plus marquée.**

Nous pensons **qu'un nouveau plan de soutien budgétaire à l'échelle de l'UE** viendra réduire les dégâts économiques. Toutefois, la hausse des taux d'intérêt et les récentes turbulences sur le marché britannique rendront le **soutien budgétaire plus modeste et plus ciblé**, à mesure que les gouvernements renoueront avec la prudence budgétaire. Par conséquent, **davantage de personnes vont subir les incidences économiques de la guerre.** Notre scénario central de cessez-le-feu s'en trouve conforté, car un rejet de la guerre par l'opinion publique devrait inciter les responsables politiques à convaincre l'Ukraine de négocier.

La guerre va aussi redessiner les contours de la politique étrangère de l'UE. **Les difficultés rencontrées par les Démocrates à l'approche des élections de 2024 devraient rappeler aux dirigeants de l'UE à quel point il est risqué de trop dépendre des États-Unis.** En 2023, **l'administration Biden sera occupée à livrer des batailles intérieures**, les Républicains étant en mesure d'interférer sur les politiques menées.

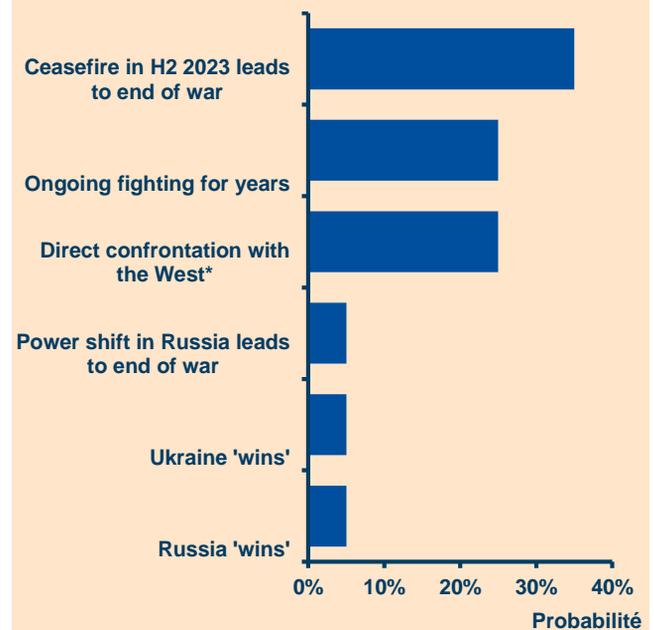
Conjuguées à un environnement économique difficile, ces pressions risquent de saper l'engagement des États-Unis en faveur de l'Ukraine, alimentant là aussi notre scénario concernant la guerre.

L'UE s'efforcera d'éviter d'être entraînée dans le découplage entre les États-Unis et la Chine, tant que les tensions taïwanaises ne déclencheront pas de confrontation militaire directe. L'impact économique de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, réduit l'appétit pour une rupture des liens avec la Chine. **En 2023, il sera essentiel de développer les énergies renouvelables, sachant que la Chine est un important producteur de panneaux solaires.**

Toutefois, les préoccupations concernant la dépendance excessive à l'égard de la Chine (par exemple, dans le domaine des terres rares) devraient conduire **le bloc à nouer de nouveaux liens commerciaux.** Des accords avec le **Mexique et le Chili** sont probables et le **Mercosur** est de nouveau à l'ordre du jour. Un accord avec **l'Australie et la Nouvelle-Zélande** est en préparation. Les **relations entre l'UE et le Royaume-Uni** pourraient s'améliorer, tandis qu'un probable accord commercial entre l'Inde et le Royaume-Uni atténuera en partie les difficultés du Brexit. Les relations intra-UE devraient s'améliorer à la faveur des élections en Pologne, qui porteront probablement au pouvoir un gouvernement pro-UE, permettant le déblocage de milliards d'€ de fonds européens.

C'est en période de crise que l'UE devient plus puissante. Confronté à la pandémie et à la guerre, le bloc a pris des **décisions sans précédent en matière de dette commune, de sanctions, de défense et d'énergie.** Des progrès ont également été réalisés en vue d'atteindre les objectifs verts de l'UE malgré - mais également en raison de - la guerre : **l'année 2023 devrait être dans la même veine.**

Principaux scénarios concernant la guerre entre la Russie et l'Ukraine, non exhaustifs



Source : Amundi Institute au 7 novembre 2022 * : par exemple, après une attaque nucléaire tactique de la Russie en Ukraine.

Anna Rosenberg

Responsable géopolitique, Amundi Institute

POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES

Trop tôt pour un plan européen face à la crise énergétique ; des dégâts sont à attendre avant une décision

Avec une croissance faible ou négative et une inflation élevée, la zone euro connaît un épisode de stagflation constituant un défi pour la politique économique. La hausse des prix ne se limite plus à l'énergie et les salaires devraient compenser la perte de pouvoir d'achat, au moins partiellement. La BCE entend poursuivre la normalisation de sa politique monétaire car sa crédibilité est en jeu. C'est à elle qu'il appartient d'ancrer les anticipations d'inflation, car la récession pourrait ne pas suffire à ramener l'inflation à l'objectif.

De leur côté, les gouvernements utilisent activement la politique budgétaire pour limiter l'impact récessif de la crise énergétique. La hausse des prix de l'énergie les a conduits à mettre en œuvre une série de mesures visant à protéger les ménages et les entreprises, notamment la réduction de la taxe sur l'énergie ou de la TVA, la réglementation des prix de détail et de gros, le versement de prestations aux groupes vulnérables et la taxation des bénéfices exceptionnels. Depuis le début de l'année, des mesures représentant plus de 500 milliards d'euros ont été annoncées dans la zone euro, soit environ 4 % du PIB.

La combinaison de politiques (*policy mix*) qui en résulte est inefficace à deux titres. Premièrement, les mesures budgétaires n'ont fait l'objet d'aucune consultation entre les gouvernements de l'UE. Le programme allemand de 200 milliards d'euros (5,5 % du PIB) n'a pas été bien accueilli par d'autres membres de l'UE, notamment par les pays qui n'ont pas les mêmes moyens budgétaires pour faire face à la crise énergétique. Au final, les fonds alloués depuis le début de l'année représentent moins de 1,0 % du PIB dans certains pays (Belgique, Finlande, Estonie, Slovaquie et Irlande), 2,3 % en France, 3,5 % en Italie et 8 % en Allemagne. Si les gouvernements de l'UE s'engagent sur cette voie, il en résultera une fragmentation économique et financière accrue, une conséquence néfaste pour tous les pays de la zone euro. Deuxièmement, parce que les politiques budgétaires et monétaires fonctionnent dans des directions opposées. Les mesures budgétaires vont avoir un impact inflationniste, qui risque d'inciter la BCE à normaliser davantage sa politique monétaire. Par conséquent, les conditions financières se resserrent à l'heure où les gouvernements doivent s'endetter davantage.

La récente crise britannique a envoyé un signal d'alerte aux gouvernements. Ils ne disposent plus de la même marge de manœuvre, notamment lorsque les banques centrales ont l'intention de durcir leur politique au même moment. Sans le filet de protection de l'assouplissement quantitatif (QE), les primes de risque des dettes souveraines risquent d'augmenter en ligne avec les dettes publiques et les pays périphériques ne sont plus les seuls concernés.

Quelles sont les prochaines étapes ?

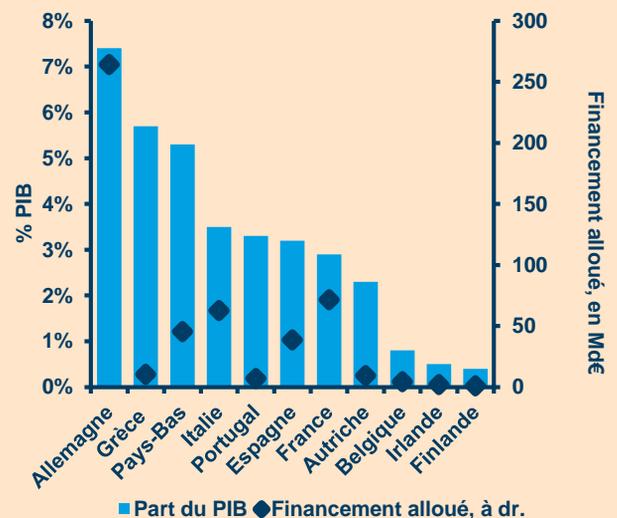
Dans notre scénario central de crise énergétique durable, il existe deux scénarios différents en matière de politique budgétaire : soit les gouvernements de l'UE continuent d'agir de manière non coordonnée, soit ils mettent en place un fonds européen (dette commune) dédié à la crise énergétique. Le second scénario est le plus probable, pour au moins deux raisons. Premièrement, les règles budgétaires ne constituent pas un cadre adéquat pour surmonter efficacement la crise énergétique actuelle. Le défi de la diversification du mix énergétique sans gaz russe est à l'échelle de l'UE et nécessite une réponse commune, comme cela s'est produit pendant la crise du Covid-19. La hausse des rendements obligataires empêche les gouvernements de dépenser de façon illimitée.

Les sommes à mobiliser peuvent dépasser la capacité d'emprunt de certains États. Une approche européenne rassurerait les investisseurs, car les États fragiles bénéficieraient d'une baisse des primes de risque. Toutefois, les conditions de mise en place d'un tel fonds ne sont pas encore réunies. Sur le plan politique, les positions des chefs d'État restent divergentes. Une « solution européenne » deviendra à terme nécessaire pour éviter une crise, dans le courant de l'année 2023. Les « nouvelles » règles budgétaires doivent fournir un cadre suffisamment contraignant pour garantir la soutenabilité de la dette. Une évolution vers des règles budgétaires plus simples (basées sur les dépenses) est attendue. Toutefois, le cadre final ne sera pas fixé avant mi-2023, les règles du Pacte de stabilité et de croissance étant suspendues jusqu'à fin 2023. Un nouveau programme de l'UE devrait compenser le retour des règles budgétaires. Enfin, les États de l'UE devraient attendre la fin de la normalisation monétaire - attendue au printemps 2023 - et un ralentissement significatif de l'inflation. Dans le cas contraire, la BCE pourrait réagir de manière excessive, ce qui serait contreproductif. Les nouvelles émissions de dette (même s'il s'agit d'une dette conjointe) ne seront bien accueillies par les investisseurs que si la combinaison des mesures budgétaires et monétaires (*policy mix*) est cohérente.

En résumé, dans notre scénario central, nous jugeons très probable l'émission de dette commune. Toutefois, les conditions préalablement nécessaires ne seront probablement pas remplies avant la mi-2023.

Le programme SURE (instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence) mis en place en 2020 pour éviter le chômage de masse suite aux confinements liés à la pandémie a été bien accueilli par les investisseurs. Les résultats économiques ont été très positifs et pourraient servir de modèle. Les dirigeants allemands ont déjà indiqué qu'ils ne s'opposaient plus à un nouveau programme de dette commune de l'UE, à condition qu'il soit basé sur des prêts (comme SURE) et non des subventions, une façon de rendre les gouvernements pleinement responsables de leur dette.

Fonds alloués dans certains pays de la zone euro, 2022



Source : Amundi Institute au 31 octobre 2022

Didier Borowski

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques, Responsable adjoint Macroéconomie, Amundi Institute

LES BANQUES CENTRALES SOUS LES PROJECTEURS

Les marchés seront attentifs à tout signe indiquant une transition d'une attitude restrictive vers une posture plus accommodante.

Les banques centrales des pays développés ont relevé leurs taux de manière abrupte en 2022 afin d'atténuer les pressions inflationnistes. Toutefois, elles ne devraient pas maintenir un tel rythme en 2023.

La Réserve fédérale américaine a relevé les taux des fonds fédéraux à 3,75-4,00 %, mais ne veut pas que les marchés interprètent un ralentissement du rythme de hausse à l'avenir comme un pivot accommodant, afin d'éviter que les conditions financières ne s'assouplissent davantage (la réaction positive du marché aux données de l'IPC d'octobre illustre ce risque). Compte tenu de la résilience de l'économie américaine, de la persistance de l'inflation et de la volonté de la Fed de porter ses taux en territoire fortement restrictif, **une remontée des taux directeurs jusqu'au niveau terminal de 5,25 % nous paraît très vraisemblable, et même légèrement plus probable que ce que le marché anticipe actuellement.**

La manière dont les relèvements de taux de la Fed affecteront l'économie américaine dépendra de ce niveau terminal. Nous comparons le niveau actuellement anticipé par le marché (4,75/5 %) à un scénario de taux terminal de 6,00 %. Les implications économiques de ce scénario de stress sont une récession américaine plus longue que prévu et une hausse du taux de chômage (supérieur à 5 % en 2024), qui devraient ramener l'inflation à 2 % en 2024. En ce qui concerne les conditions financières, nous prévoyons un dollar plus fort, une hausse des taux, une poursuite de la tendance baissière des marchés d'actions ainsi que des tensions accrues pesant sur les entreprises.

La BCE a également poursuivi son resserrement avec une hausse de son taux de dépôt à 2,00 % fin octobre. À cette occasion, les commentaires de la BCE concernant les perspectives ont pris un ton accommodant, suggérant une trajectoire moins rapide à l'avenir. Elle a souligné qu'« une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire » avait été retirée et que les effets retardés du resserrement de la politique

monétaire seraient également pris en compte. **Par conséquent, nous avons abaissé notre prévision de taux terminal de 2,75 % à 2,50 %.**

Le message sur un éventuel resserrement quantitatif (QT) a également été accommodant, le sujet n'ayant pas été discuté lors de la réunion d'octobre. Les réinvestissements du PEPP devraient rester flexibles jusqu'à fin 2024. Au cours des prochains trimestres, le bilan de la BCE sera réduit grâce au remboursement des TLTRO et à leurs échéances programmées.

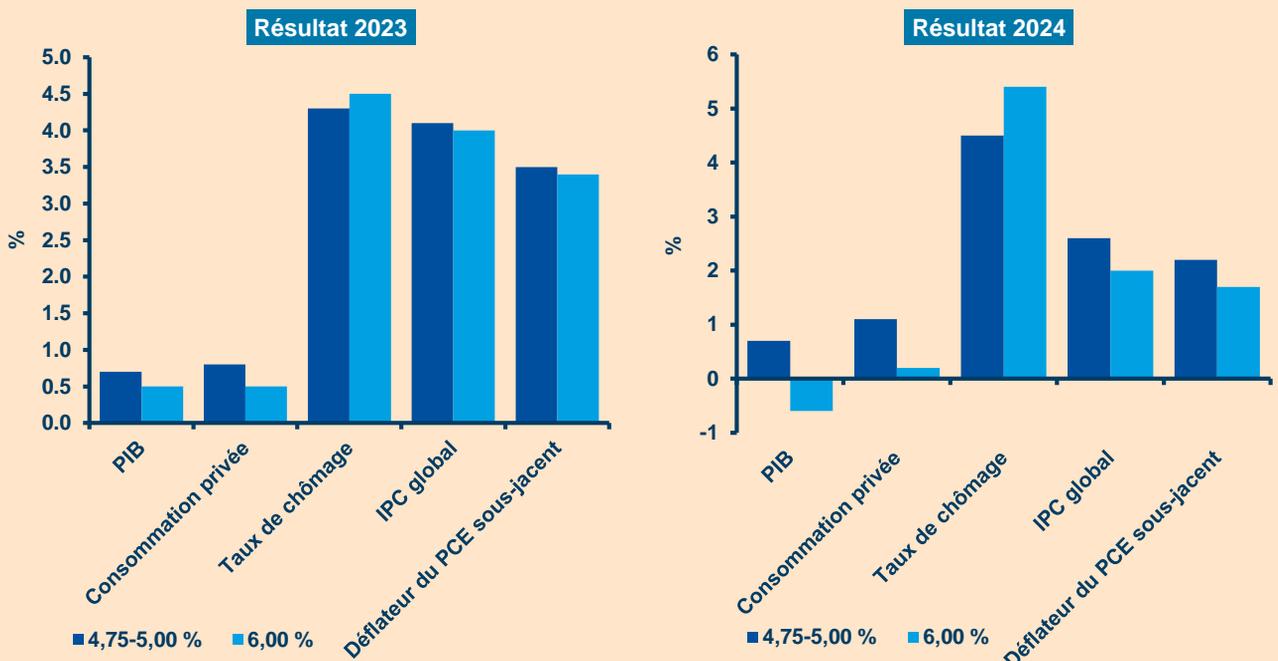
La Banque d'Angleterre (BoE) a également vigoureusement relevé ses taux, les portant à 3,00 % en octobre, tout en tenant un discours accommodant. Elle a reconnu, dans son discours prospectif, la nécessité d'un resserrement plus important, mais moins que le niveau anticipé par les marchés. Les taux devraient atteindre un pic à 4,50 %.

En ce qui concerne le Japon, le taux de change dollar-yen s'est replié à 150, son plus bas niveau depuis 32 ans, ce qui a incité le ministère des Finances à intervenir sur le marché des changes pour ralentir cette dépréciation. Dans le même temps, la Banque du Japon (BoJ) a dû protéger son objectif de contrôle de la courbe des taux par des achats d'urgence d'obligations d'État japonaises (JGB).

La vigueur sans précédent du dollar et l'écart de politique monétaire exercent des pressions haussières sur les rendements des JGB, tandis que l'affaiblissement du yen se traduit par une hausse de l'inflation importée, ce qui pousse les marchés à parier que la BoJ finira par resserrer elle aussi sa politique monétaire.

Nous n'anticipons pas de changement dans un avenir proche, car la BoJ semble vouloir gagner du temps, dans l'attente du pic des taux américains.

Le taux final des fonds fédéraux américains définira probablement l'ampleur des difficultés économiques



Source : Amundi Institute. Chiffres au 24 octobre 2022. Dans les deux scénarios, une fois le pic atteint en mars 2023, le taux terminal est maintenu sans pivot.

DÉFIS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE

Les perspectives pour 2023 dépendent davantage de la réouverture que de l'immobilier.

Réouverture : la patience est une vertu

L'une des principales incertitudes pour les marchés en 2023 sera de savoir à quelle date la Chine va rouvrir son économie. La question est importante à plusieurs titres, pour la croissance chinoise, pour le commerce régional et pour l'inflation mondiale. Au cours des deux dernières années, les espoirs et les déceptions se sont succédé et les anticipations du marché sont devenues de plus en plus dépendantes de l'issue de la réouverture.

Ce processus fastidieux reflète lui-même le caractère imprévisible de la question de la réouverture. Les prévisions des marchés sont très hasardeuses. Nous sommes peu convaincus par les diverses prévisions concernant le calendrier de sortie de la politique de zéro-Covid-19, calendrier qui, selon le gouvernement chinois, n'existe pas.

La volonté politique est tout aussi - voire plus - importante que la montée en puissance des traitements chinois ou des doses de rappel pour les personnes âgées. Comme l'a dit Xi Jinping lui-même, la Chine place les personnes et leur vie au-dessus de tout le reste. L'objectif est ambitieux, si l'on considère les ressources médicales existantes et l'évolution rapide du virus.

Bien qu'on affirme généralement que le taux de vaccination est une condition préalable à la réouverture, nous ne sommes pas certains qu'un taux de vaccination élevé soit suffisant. À titre d'exemple, 92 % de la population de Singapour a complété un schéma vaccinal de deux doses et 79 % a reçu des injections de rappel. Toutefois, 0,24 % des personnes entièrement vaccinées avec une dose de rappel ont eu besoin de suppléments d'oxygène dans des services hospitaliers généraux, dans des unités de soins intensifs (USI), ou sont décédées.

Dans le cas de la Chine, cela implique au moins 3,1 millions de lits dans des USI ou des services hospitaliers généraux équipés de ventilateurs. Ce chiffre pourrait facilement atteindre plus de 10 millions compte tenu de la différence d'efficacité des vaccins. Toutefois, la Chine ne possède qu'environ 60 000 lits en USI. Même s'il est possible d'en augmenter considérablement le nombre, il n'y aura pas assez d'infirmières et de médecins de soins intensifs, dont la formation prend plusieurs années.

Même si la Chine réussit à accélérer la vaccination des personnes âgées ou à importer des vaccins à ARN messenger occidentaux, nous devons rester prudents, car un scénario comportant un nombre important de décès ou des hôpitaux sous pression risque de perdurer. Il nous semble que ce n'est pas tant le taux de mortalité que le nombre de décès qui compte dans l'esprit des hauts dirigeants chinois. Cela va devoir changer dans les calculs des politiques à venir, faute de quoi la Chine va finir par devoir relever une mission impossible.

En 2023, la doctrine zéro Covid-19 devrait perdurer. La politique d'« élimination dynamique » ou de « zéro COVID-19 dynamique », définie comme un guide pour la prévention et le contrôle du Covid-19, ne devrait pas changer tant que la Chine n'aura pas proclamé sa victoire contre le virus. Cette victoire pourrait bien intervenir au moment où l'OMS annoncera la fin de la pandémie.

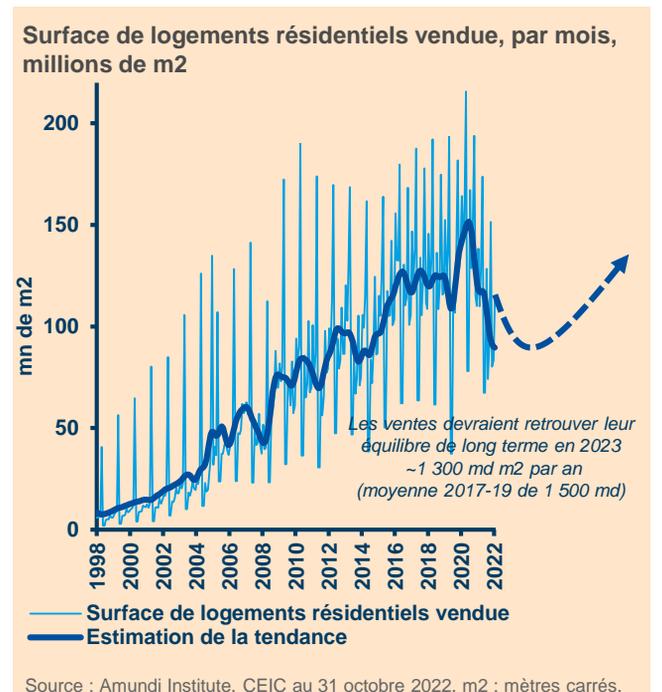
Malgré l'objectif actuel d'« élimination dynamique », nous pourrions observer des ajustements au niveau de l'exécution. Nous pensons qu'il s'agit d'un scénario de base, avec des perturbations mais sans paralysie de l'ensemble de l'économie. Cette hypothèse sous-tend notre prévision de croissance pour la Chine.

Bien que le rythme de la reprise soit loin d'être exceptionnel et reste bien inférieur aux niveaux d'avant le Covid-19, une récession peut être évitée.

Immobilier : quasi-sortie de l'ornière

Le secteur de l'immobilier est une autre préoccupation majeure pour les investisseurs. Entre le pic du T4 2020 et le T3 2022, le volume des ventes de logements neufs a chuté de 40 %, effaçant toute la croissance des cinq années précédentes. Le volume des ventes mensuelles est retombé aux niveaux de mi-2015 et les pouvoirs publics ont continué d'accélérer leurs mesures de soutien. En un an, les taux hypothécaires ont baissé respectivement de 162 pb et 109 pb, à 4,1 % et 4,9 % pour les primo-accédants et les acheteurs de résidences secondaires. À l'heure actuelle, le délai d'approbation d'un prêt hypothécaire est d'en moyenne 25 jours. Les restrictions locales sur les achats ont été assouplies à des plus bas cycliques.

Des signes de stabilisation apparaissent. L'enquête de la BPC au T3 montre que la part des ménages qui envisagent d'acheter des logements a augmenté pour la première fois depuis la mi-2021. Le volume des ventes de logements neufs, après ajustements saisonniers, a progressé pour le deuxième mois consécutif en septembre. Notre estimation de tendance indique que la baisse a fortement ralenti. Parallèlement, les données à haute fréquence d'octobre indiquent que le marché de l'immobilier a mieux résisté aux chocs des confinements, grâce aux efforts continus d'assouplissement de la BPC et du ministère des Finances. Ces éléments indiquent **une stabilisation des ventes de logements à fin 2022. Par conséquent, nous pensons que les ventes de logements sont proches de leur point bas cyclique.** La transmission des mesures de soutien à l'immobilier s'est améliorée. En 2023, nous pensons que les ventes de logements enregistreront une légère progression et qu'elles pèseront moins sur la croissance du PIB. Cela dit, d'un point de vue plus structurel, un marché du logement de taille réduite ne redeviendra pas le moteur de croissance efficace (voire efficient) qu'il était auparavant.



Claire Huang

Macrostratégiste Senior Marchés émergents, Amundi Institute

L'INFLATION DANS LA CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE

Comment l'approche de « parité de l'inflation » peut aider les investisseurs

Au cours des dernières décennies, les investisseurs n'ont guère prêté attention aux différents aspects de l'inflation, car elle ne faisait pas partie de leurs préoccupations. Malheureusement, 2022 a remis ce sujet sur le devant de la scène et nous pensons qu'il continuera d'attirer l'attention en 2023 malgré le ralentissement attendu de l'inflation.

Les investisseurs doivent tenir compte de quatre thèmes clés pour évaluer les implications de la dynamique d'inflation sur la construction du portefeuille :

- L'inflation est plus persistante et imprévisible que la croissance** : la dynamique de l'inflation est moins régulière que celle de la croissance, et ses fluctuations et changements se révèlent plus persistants ;
- L'inflation est multiforme** : différentes forces peuvent générer de l'inflation. Par nature, elles peuvent avoir des impacts différents en termes de persistance des fluctuations, ce qui empêche un retour à la moyenne linéaire.
- L'inflation est due à des forces endogènes et exogènes**, ce qui signifie que certaines sont générées de manière interne au sein du système économique, tandis que d'autres sont externes, par exemple, suite à un choc (positif ou négatif) sur le système économique.
- Les banques centrales sont plus efficaces pour s'attaquer aux forces endogènes et moins efficaces pour absorber les chocs externes** ; souvent, plutôt que d'absorber les chocs, elles ont tendance à les exacerber et à les amplifier au sein du système économique.

Il existe quatre sources d'inflation importantes à prendre en compte : les facteurs cycliques (portés par la demande), les services, l'énergie et l'alimentation. Elles ont différentes causes et réagissent à différentes forces. Certaines reflètent la reprise de la demande économique (cycliques), d'autres entraînent souvent une récession (par exemple, les services) en raison de la réaction vigoureuse des banques centrales, tandis que d'autres (par exemple, l'alimentation et l'énergie) peuvent générer de la stagflation. Il n'est pas surprenant de constater que les différentes sources d'inflation et les réponses des banques centrales entraînent également des comportements différents des classes d'actifs, en raison d'une sensibilité variable à ces quatre sources d'inflation.

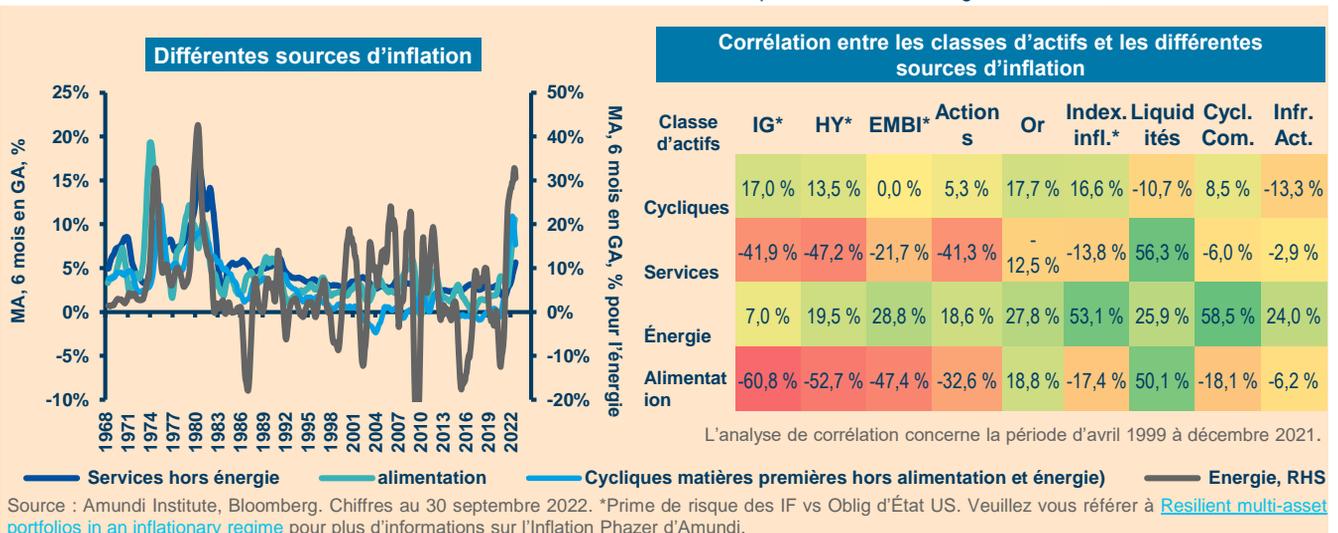
Le concept de « parité de l'inflation » permet de prendre en compte ces différences dans l'allocation d'actifs.

En 2022, il y a eu une rotation des performances entre plusieurs segments de marché (notamment entre secteurs) lorsque les pressions inflationnistes sont passées des secteurs cycliques aux services et aux coûts de main-d'œuvre. L'inflation des services a contraint les banques centrales à répondre de façon abrupte, créant un environnement moins favorable aux marchés financiers, les actifs risqués étant fortement pénalisés alors même que les valeurs refuges traditionnelles ne fonctionnaient pas correctement. Dans la mesure où nous pensons que les services et d'autres composantes de l'inflation persistante vont perdurer en 2023, un portefeuille plus équilibré et diversifié devrait être l'un des principaux axes de l'allocation d'actifs. Les principes de la parité de l'inflation sont les suivants :

- Une **allocation d'actifs thématique** basée sur les corrélations entre les classes d'actifs et l'ensemble des sources d'inflation.
- L'allocation accorde la **même importance aux quatre sources d'inflation** (concept de parité) en équilibrant le biais cyclique traditionnel avec les sources moins favorables à la croissance comme les services, l'alimentation et l'énergie. Cela se traduit par une allocation moins concentrée qui contribue à atténuer les risques macroéconomiques.
- Les sensibilités aux sources d'inflation sont dispersées au sein des classes d'actifs et, plus particulièrement en ce qui concerne les actions**, au niveau sectoriel (certains d'entre eux étant directement impactés, notamment l'énergie, les biens de consommation de base et les matériaux), au niveau régional (compte tenu de compositions sectorielles différentes), et au niveau factoriel (par exemple, préférence pour les actions *value* lorsque l'inflation provient de la demande et pour la qualité dans les environnements d'inflation moins favorables, les entreprises de cette catégorie ayant davantage de pouvoir de fixation des prix).
- Les infrastructures - et les actifs réels en général - ont un bon pouvoir de diversification en présence d'inflation**, car elles affichent une dynamique de corrélation stable dans un contexte d'inflation en hausse.
- En période **d'inflation, le calibrage des tailles d'allocation selon une approche équilibrée basée sur la corrélation entre les actifs et les différentes sources d'inflation** peut contribuer à générer des performances supplémentaires.

Lorenzo Portelli

Responsable de la Stratégie Cross Asset, Amundi Institute



PERSPECTIVES DES CLASSES D'ACTIFS

	Classe d'actifs	Position actuelle	Perspectives pour le S1 2023	
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+	=/+	Stabilité
	Value US	+	+	Stabilité
	Croissance US	-	-/=	En amélioration
	Europe	-	=/+	En amélioration
	Japon	=	=	Stabilité
	Chine	=	=/+	En amélioration
	Marchés émergents hors Chine	=	=/+	En amélioration
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Oblig. d'État US	=/+	+	En amélioration
	Oblig. d'entreprise IG US	=/+	+	En amélioration
	Oblig. d'entreprise HY US	-	-/=	En amélioration
	Oblig. d'État européennes (Core)	=	=/+	En amélioration
	Oblig. d'État européennes (périphériques)	-/=	=/+	En amélioration
	Oblig. d'entreprise IG européennes	=	=/+	En amélioration
	Oblig. d'entreprise HY européennes	-	-/=	En amélioration
	Oblig. d'État chinoises	=/+	=/+	Stabilité
	Oblig. ME HC	=/+	+	En amélioration
	Dette ME LC	=	=/+	En amélioration
AUTRES	Matières premières	=/+	=/+	Stabilité
	Devises (USD vs G10)	+	=	Dégradation

Source : Amundi, au 16 novembre 2022

-- - = + ++
Négative Neutre Positive

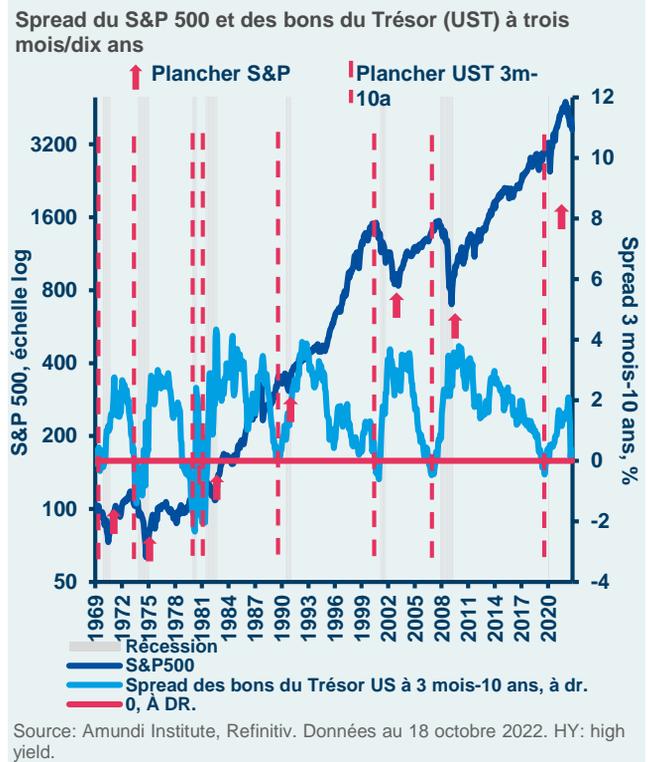
ACTIONS DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Positionnement prudent confirmé ; le point bas pourrait être atteint mi-2023

2022 a été une année de repli du marché, principalement sous l'effet d'une forte baisse des ratios cours/bénéfices (PER). Les prévisions de bénéfices ont finalement commencé à être revues à la baisse, principalement sous l'effet de la compression des marges. Bien que la **prudence reste de mise, l'atteinte d'un plancher en 2023 devrait conduire à un renversement radical des positions**. Deux conditions sont nécessaires : en premier lieu, la Fed doit revoir ses priorités et reporter son attention sur l'insuffisance de la croissance plutôt que sur l'inflation excessive ; les actions atteignent un plancher cyclique lors de la pentification haussière de la courbe des taux, et non lors d'un aplatissement. Deuxièmement, le processus de révision des bénéfices doit être plus avancé. Souvent, cela entraîne un pic de volatilité des *spreads* des obligations à haut rendement et des sorties de capitaux.

Sur le plan régional, la révision à la baisse des bénéfices plaide pour l'instant en faveur des États-Unis plutôt que pour la zone euro. Toutefois les actions non américaines devraient surperformer ultérieurement dans la phase de reprise. En **termes de styles**, la *value* de qualité est aujourd'hui le principal pari, mais devrait finir par laisser la place à la *deep value*. Les actions à hauts dividendes et celles à faible volatilité viennent en complément, mais devront être remplacées par les petites capitalisations et le bêta élevé ultérieurement. **Sur le plan sectoriel**, les valeurs défensives devraient continuer à surperformer pendant un certain temps. Néanmoins, en termes de granularité, certaines valeurs cycliques de qualité méritent déjà qu'on s'y intéresse.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : hausse des taux et révisions à la baisse des bénéfices.
- **À surveiller** : pivot crédible de la Fed, pic de volatilité.
- **Risques** : géopolitique, récession plus marquée et plus longue que prévu.



OBLIGATIONS DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

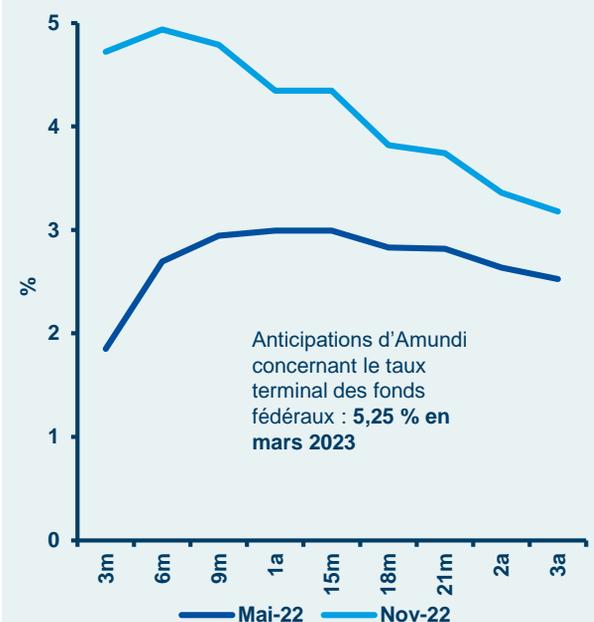
Les banques centrales à l'œuvre pour renforcer leur crédibilité, en ancrant les anticipations d'inflation

Dans un contexte de détérioration de la croissance, l'intensité du resserrement monétaire synchronisé va s'atténuer. Le dilemme entre lutte contre l'inflation et stabilité financière va s'accroître. Toutefois, les banques centrales ne seront crédibles lorsqu'elles assoupliront leur attitude que si l'inflation décroît de manière satisfaisante vers l'objectif. Dans le cas contraire, un ton plus accommodant risque de s'accompagner d'une pression accrue sur les devises et les anticipations d'inflation. Selon nous, la **Fed devrait marquer une pause à 5,25 % en mars 2023**, confortée par la tendance baissière de l'inflation sous-jacente et la baisse des tensions sur le marché du travail. Compte tenu de la résilience de l'économie américaine et de l'inflation toujours forte, des risques subsistent concernant une révision à la hausse du taux terminal. Le pivot accommodant de la Fed devrait réduire la pression sur les autres banques centrales du G10. Toutefois, **la persistance de l'inflation alimentée par les prix de l'énergie restera un facteur déterminant**.

Dans les mois à venir, la partie courte de la courbe des taux **américaine** devrait rester sous pression. À un moment donné en 2023, la dégradation des perspectives de croissance exercera des pressions baissières sur les taux longs. Dans la **zone euro**, l'impact de l'augmentation de l'offre de dette publique devra être surveillé de près. Nous anticipons un creusement des *spreads* de crédit et une hausse modérée des taux de défaut. **Nous privilégions les obligations IG par rapport aux titres à haut rendement (HY)**, sans préférences relatives marquées du point de vue régional.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : pic d'inflation, pivot de la Fed, politique budgétaire européenne.
- **À surveiller** : inflation, marché du travail, prix de l'énergie.
- **Risques** : récession aux États-Unis, crise énergétique persistante en Europe.

Trajectoire implicite du marché pour le taux cible des fonds fédéraux (Fed Funds)



MARCHÉS ÉMERGENTS

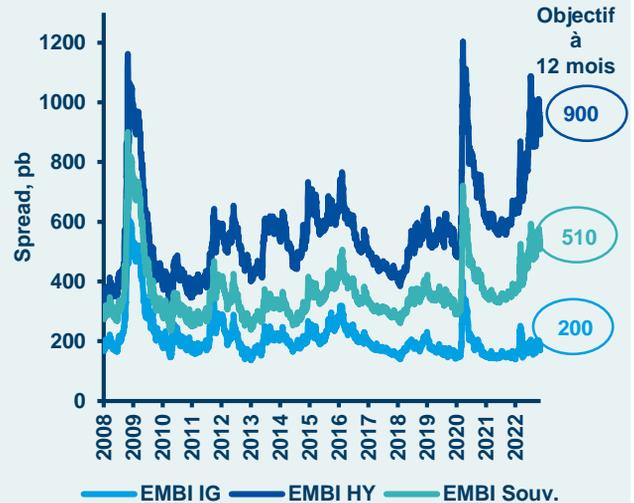
La stabilisation des conditions économiques et financières mondiales devrait améliorer le sentiment vis-à-vis des actifs émergents

À l'approche de 2023, le contexte macroéconomique domestique des marchés émergents devrait être marqué par une croissance modérée (voire une récession dans plusieurs cas) et une inflation générale relativement élevée, quoiqu'en décélération. Un tel scénario, défavorable aux actifs risqués, va s'accompagner d'un resserrement des conditions financières mondiales et donner lieu à un marché baissier de fin de cycle, avec un creusement des *spreads* émergents et une hausse probable des rendements des obligations en devises locales à très court terme.

Dans le contexte morose mentionné ci-dessus, les bilans souverains, déjà tendus, devraient se dégrader davantage en raison de l'issue défavorable des négociations entre les États et leurs principaux créanciers (le Cadre commun ne fonctionne guère). La pandémie, les chocs des prix de l'énergie et de l'alimentation et la hausse des taux d'intérêt ont poussé de nombreux emprunteurs vers une trajectoire d'endettement insoutenable, en particulier les pays à faible revenu. Le spread de l'indice EMBI diversifié s'est creusé à des niveaux inédits depuis la Grande crise financière de 2008 et la crise du Covid-19 de 2020. Des tensions géopolitiques sont apparues sur fond de forte volatilité des marchés, renforçant les primes de risque. Dans ce contexte, les *spreads* des titres IG se sont beaucoup moins creusés que ceux des titres à haut rendement. Pour 2023, nous prévoyons un resserrement des *spreads* de l'EMBI (d'environ 50 pb), principalement sous l'effet du segment HY en raison d'un écart de croissance entre les pays émergents et les pays développés favorable aux premiers et de la stabilisation des conditions financières grâce à la modération de l'inflation.

Tout au long de 2023, les obligations émergentes en monnaie locale (GBI) devraient bénéficier de la baisse des rendements, se traduisant par une performance totale positive. Les rendements du GBI ont surpris à la hausse pendant la majeure partie de 2022 et, à très court terme, le contexte défavorable n'est pas pleinement intégré dans les cours et pourrait même réserver de nouvelles surprises négatives (p.ex. poursuite du resserrement monétaire dans les économies émergentes, hausse supplémentaire des rendements américains, faiblesse des devises émergentes). Toutefois, l'inflation semble avoir atteint un pic dans les économies émergentes fin 2022 (en termes pondérés par le GBI) et les rendements réels ont atteint un point bas. Aussi, sur un horizon de trois à six mois, les rendements nominaux devraient être plus faibles. Une attitude plus prudente s'impose à l'égard des taux d'intérêt des marchés émergents asiatiques, dont les banques centrales ont commencé plus tard leurs cycles de resserrement, qui se termineront également plus tard, et dont les positions en réserves de change se sont détériorées en raison de la vigueur du dollar et de la hausse des taux américains. Dans les régions où le cycle de politique monétaire a pris davantage d'avance, l'inflation devrait baisser plus tôt et des conditions de croissance plus favorables et durables devraient revenir au S2 2023. À ce titre, nous sommes relativement optimistes à l'égard de la région EMEA et de l'Amérique latine. Les devises émergentes semblent sous-évaluées et devraient apporter une contribution légèrement positive (pondérée par le GBI) à la performance totale de la classe d'actifs (en particulier les devises liées aux matières

Spreads souverains émergents : possible resserrement à l'approche du pivot de la Fed



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 11 novembre 2022. La Russie a été exclue de tous les indices obligataires de JPMorgan le 31 mars, rééquilibrant ainsi tous les indices. ME : marchés émergents CEEMEA : Europe centrale, de l'Est, Moyen-Orient et Afrique.

premières), bien que la volatilité devrait rester élevée. Dans l'ensemble, les performances des actions devraient être légèrement positives en 2023. À court terme, le contexte macroéconomique et financier suggère une préférence pour la qualité et la rentabilité, principalement en Amérique latine, et pour la qualité dans les pays émergents d'Asie, comme l'Indonésie. À l'approche du deuxième semestre 2023, nous pensons que la performance des actions s'améliorera, tout en restant inférieure à sa moyenne historique, ce qui suggère un changement de style (EMEA et Asie émergente, accent mis sur les thèmes et les pays liés à la technologie, comme la Corée). Après la forte reprise de leur croissance au S1 2022, les bénéfices sont désormais légèrement négatifs en glissement annuel. Nous anticipons une reprise des bénéfices sur les marchés émergents internationaux en 2023, principalement au deuxième semestre. Cette tendance devrait être portée par l'Asie émergente, moins affectée par les effets de base.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : ralentissement de l'économie mondiale et recul des bénéficiaires.
- **À surveiller** : pic d'inflation (d'abord en Amérique latine) et pivot à venir de la Fed.
- **Risques** : géopolitique et erreurs de politique entraînant une récession.

Principales convictions sur les marchés émergents

- » Le contexte macro-financier difficile devrait progressivement faire place à davantage d'optimisme.
- » Le contexte géopolitique accentue la fragmentation ; les différentes alliances sont à surveiller.
- » Prudence à court terme. Opinion positive concernant les obligations en devises fortes, même si nous voyons moins de potentiel de hausse qu'auparavant (attention aux catalyseurs de retraits de liquidités exacerbant les situations déjà difficiles, sans générer de choc systémique).
- » La stabilisation du contexte macroéconomique mondial devrait placer les classes d'actifs émergentes sous le feu des projecteurs. En ce qui concerne la duration en devise locale, certains pays d'Amérique latine et de la région CEEMEA offrent toujours des valorisations attractives. L'allocation aux actions et aux devises des marchés émergents devrait augmenter dans un contexte plus favorable. Les valorisations des actions sont plus attractives que les devises.

THÈMES ESG POUR 2023

1 Vision top-down de la macroéconomie / de la géopolitique / de la réglementation



D'un point de vue top-down, les thèmes clés sont les suivants :

- La **transition énergétique** (renforcée après la crise) : opportunités à la fois sur les actions et les obligations.
- La **sécurité alimentaire** : **concerne également plusieurs classes d'actifs** ;
- Les **infrastructures** : accent mis sur le soutien à la transition énergétique et à la relocalisation (thème géopolitique).

2 Vision cyclique et son impact ESG



- Une économie en décélération avec une inflation élevée plaide pour une **approche ESG de type « best-in-class »**, afin d'éviter l'exclusion de secteurs susceptibles de bénéficier de l'inflation.
- Les **thèmes sociaux** pourraient revenir au goût du jour, la détérioration du marché du travail et la persistance d'une inflation élevée attirant davantage l'attention sur le bien-être social.

3 Analyse détaillée des sous-thèmes clés E, S et G



- **Recherche d'amélioration** dans les domaines E, S et G ; recherche des principaux facteurs importants pour les piliers E, S et G au sein de chaque secteur, où des améliorations pourraient conduire à une réévaluation (« repricing ») de la valeur.

4 Impact de l'objectif de zéro émission nette (« Net zero »)



- L'engagement en faveur de l'**objectif de zéro émission nette sera crucial** en 2023, les investisseurs accélérant leurs efforts dans cette direction.

DEVICES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

USD : de l'absence de catalyseurs positifs à une valorisation excessive

Le dollar américain (USD) voit sa vulnérabilité augmenter, car il est cher par rapport à ses niveaux historiques alors que le cycle de resserrement de la Fed est déjà bien avancé. Cependant, dans la mesure où l'inflation reste la priorité absolue de la Fed et où le ralentissement économique pourrait s'étendre à l'échelle mondiale, la situation pourrait s'aggraver avant de s'améliorer. Le billet vert est la seule devise à haut rendement avec un statut de valeur refuge et, compte tenu des chocs structurels ailleurs (zone euro, Royaume-Uni et Japon), nous ne voyons pas de catalyseur crédible permettant un véritable retour à la moyenne, vers sa juste valorisation.

Compte tenu de l'absence de forte baisse de l'inflation aux États-Unis, nous pensons que le dollar américain restera fort à court terme et percevons des points d'inflexion plutôt vers la fin du cycle de resserrement de la Fed. L'attitude de la Fed sera déterminante pour départager les gagnants et les perdants relatifs. En l'absence de pivot crédible attendu en 2023, le yen (JPY) et le franc suisse (CHF) pourraient être les supports les plus sûrs pour commencer à réduire l'exposition à l'USD, tandis que des paris plus risqués pourraient trouver leur place à un stade ultérieur. Toutefois, l'instabilité financière pourrait rapidement devenir un thème important pour les marchés, étant donné le faible niveau des réserves en USD des acteurs internationaux. Toute tentative de la Fed ou du Trésor américain d'atténuer le fardeau (en injectant des liquidités dans le système) serait un déclencheur clair d'une correction plus généralisée du dollar.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : ralentissement de l'économie mondiale, resserrement de la Fed.
- **À surveiller** : inflation et dynamique de croissance mondiale.
- **Risques** : instabilité financière, *policy mix* incohérent, tensions géopolitiques.

Valorisations des devises du G10

Taux de change	Valorisation actuelle vs. juste valeur	Prévisions de taux directeur	Sensibilité à une croissance plus faible	Amélior. des termes de l'échange	Réaction au pivot crédible de la Fed
NOK	Vert foncé	Vert clair	Rouge foncé	Vert clair	Vert foncé
AUD	Vert clair	Vert clair	Rouge foncé	Vert clair	Vert foncé
CAD	Vert clair	Vert clair	Rouge foncé	Vert clair	Vert foncé
USD	Rouge foncé	Vert clair	Rouge foncé	Vert clair	Rouge foncé
NZD	Vert clair	Vert clair	Rouge foncé	Rouge clair	Vert foncé
CHF	Rouge clair	Vert clair	Vert foncé	Vert clair	Vert clair
GBP	Vert clair	Vert clair	Rouge foncé	Rouge clair	Vert foncé
SEK	Vert foncé	Vert clair	Rouge foncé	Rouge clair	Vert foncé
EUR	Vert clair	Vert clair	Rouge foncé	Rouge clair	Vert foncé
JPY	Vert clair	Vert clair	Vert foncé	Rouge foncé	Vert foncé

Source : Amundi Institute au 7 novembre 2022. À titre d'illustration uniquement concernant la réaction historique des devises à certains facteurs. Le vert/rouge foncé reflète une forte sensibilité positive/négative aux facteurs associés et/ou une sous/sur-évaluation. Le vert/rouge clair reflète une réaction positive/négative et/ou une sous/sur-évaluation limitées.

DEVICES DES MARCHÉS ÉMERGENTS

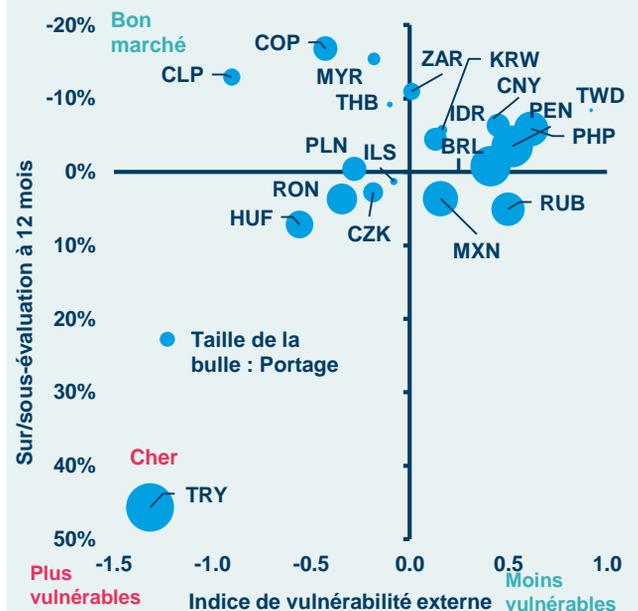
Les banques centrales des pays émergents ne sont pas pressées d'assouplir leur politique monétaire

Jouant le rôle d'amortisseur principal pour l'ensemble des classes d'actifs des marchés émergents, les devises émergentes affichent des signaux de survie. Alors que le dollar américain devrait légèrement se déprécier et compte tenu de valorisations attractives, les perspectives sont favorables à cette classe d'actifs en 2023. La modération de l'inflation accompagnée d'un changement prudent d'orientation de la politique monétaire (notamment parce que les cycles de relèvement sont déjà bien avancés) devrait se traduire par des taux réels neutres / positifs, plus attractifs que les niveaux extrêmement négatifs observés récemment. D'un autre côté, un changement prématuré de la position des banques centrales émergentes (relativement à l'inflation et à la Fed) pourrait entraîner une certaine sous-performance en raison de vulnérabilités existantes, comme en témoignent les positions de double déficit.

Même si nous pensons que la volatilité sera élevée, les facteurs de soutien peuvent se traduire en performances positives pour les devises les plus sous-évaluées, à commencer par celles d'Amérique latine, lorsque les resserrements monétaires, qui ont pris de l'avance, se traduiront enfin par un ralentissement de l'inflation. Les investisseurs devront surveiller de près le rythme de l'assouplissement qui suivra cette modération de l'inflation, afin d'éviter de se retrouver face à des taux réels moins attractifs que prévu.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : récession de l'économie mondiale et recul des bénéficiaires.
- **À surveiller** : pic d'inflation et pivot à venir de la Fed.
- **Risques** : géopolitique et erreurs de politique entraînant une récession.

Perspectives des devises émergentes



Source : Amundi Institute. Chiffres au 2 novembre 2022.

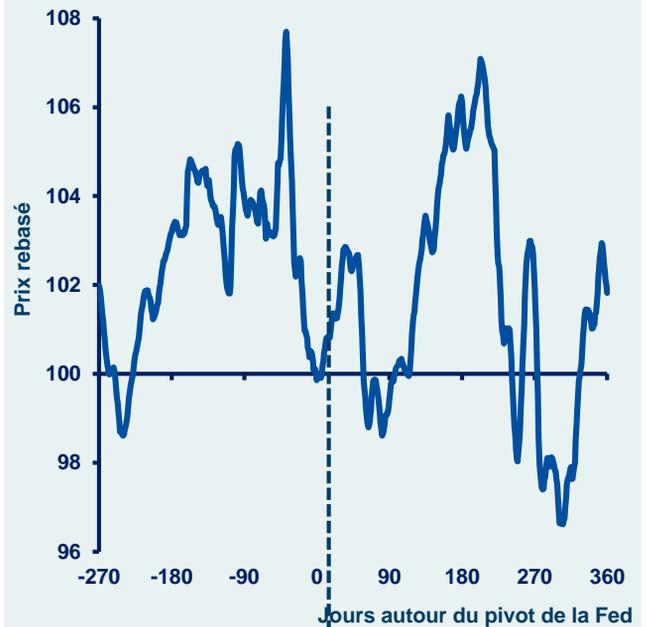
MATIÈRES PREMIÈRES

Marché du pétrole tendu, retour à la moyenne de l'or

Alors que les cours du **pétrole** pourraient rester plafonnés par le ralentissement de la croissance début 2023, les **problèmes d'offre pourraient revenir sur le devant de la scène**. La faiblesse de la production et des capacités excédentaires de l'OPEP+, l'embargo de l'UE sur le pétrole brut russe, la faiblesse des stocks pétroliers et la reconstitution des réserves stratégiques américaines pourraient raréfier l'offre. **Les cours du Brent pourraient se négocier autour de 95 USD/baril en moyenne, avec des risques haussiers fin 2023**. Au vu de l'amélioration de la situation financière des producteurs américains, l'offre en provenance des États-Unis pourrait redevenir déterminante. La reconstitution des stocks et les efforts de solidarité de l'UE incitent à penser qu'un rationnement strict du **gaz** ne sera pas nécessaire. Cependant, faute de solution miracle pour compenser rapidement la perte des approvisionnements russes, une réduction de la demande s'imposera, ce qui maintiendra les prix du gaz à un niveau élevé jusqu'à fin 2023 (100-150 euros/Mwh en moyenne). **Les métaux de base pourraient être sous pression au S1** du fait de leur caractère cyclique. **Au S2, l'affaiblissement du dollar et la hausse des coûts de production pourraient permettre un rebond**. Leurs perspectives restent prometteuses à long terme. L'offre pourrait avoir du mal à répondre à la demande du fait de la transition énergétique, qui pourrait s'accélérer dans l'UE. À l'approche du « pivot » de la Fed, l'attention devrait se reporter sur le ralentissement de la croissance. **L'or devrait être recherché, et offrir des points d'entrée intéressants du fait de sa valorisation et du positionnement des intervenants.**

- **Facteurs déterminants pour le marché** : investisseurs se projetant au-delà de la récession.
- **À surveiller** : pic des taux, évolution de l'inflation sous-jacente.
- **Risques** : marchés immobiliers chinois, hausse de la production de pétrole aux États-Unis.

L'or autour du pivot de la Fed



Source : Amundi Institute, Comex. Données au 2 novembre 2022. Les données débutent au 1^{er} janvier 1967 et sont rebasées à 100. Le prix de l'or est rebasé à 100 = date du pivot de la Fed depuis 1965.

HEDGE FUNDS

Intensification de la recherche d'alpha

L'**attrait des hedge funds devrait persister en 2023**. La tendance haussière du marché obligataire, qui a duré de nombreuses années, a probablement pris fin, rendant la diversification plus difficile. Compte tenu de leur faible volatilité, de leur bêta de marché et de leur sensibilité à la durée, les **hedge funds sont attractifs**. **Pour 2023, le tableau de droite donne une vue d'ensemble des perspectives des différentes stratégies**. De plus, la hausse des rendements à court terme apporte une contribution de plus en plus importante à la performance des hedge funds, qui ont des positions longues sur les liquidités. La montée des risques géopolitiques, le pic de la mondialisation, la transition énergétique, l'explosion de la dette souveraine et le vieillissement de la population devraient contribuer à une inflation supérieure à la moyenne, à une croissance inférieure à la moyenne, à des cycles économiques plus courts et à une volatilité des actifs supérieure à la moyenne.

Aussi, dans un contexte de rendements plus faibles des actifs traditionnels, **la quête d'alpha devrait s'intensifier**. Pendant plusieurs années, la génération d'alpha a été érodée par une série de chocs atypiques, notamment la guerre commerciale, le Brexit, la pandémie, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les anomalies liées aux mesures de relance massives. Nous pensons que certains de ces obstacles vont se lever. La réduction de la liquidité mondiale devrait se traduire par une plus grande dispersion des actifs, une discrimination plus fine des valorisations, des prix davantage fondés sur les fondamentaux et une plus grande marge de manœuvre pour le trading thématique, ce qui devrait être de bon augure pour l'alpha.

- **Facteurs déterminants pour le marché** : poursuite du resserrement de la liquidité et réévaluation des des actifs.
- **À surveiller** : pic des taux, activité des entreprises.
- **Risques** : rebond rapide des marchés, autre choc « atypique ».

Perspectives des stratégies de hedge funds

		-	N	+
L/S equity	directionnel		●	
	Market neutral			●
Event-driven	Arbitrage de fusions		●	
	Situations spéciales			●
FI arbitrage	L/S US credit		●	
	L/S EU credit		●	
	L/S EM credit			●
Global macro	Relative FI arbitrage		●	
	Discrétionnaire			●
CTA	Multi-stratégies			●
		●		

■ Position sur 3 mois ● Tendence sur 6 mois

Source : Amundi Institute. Chiffres au 2 novembre 2022.

MARCHÉS PRIVÉS

Une protection contre l'inflation et la faiblesse de la croissance

L'environnement actuel de hausse des taux, de ralentissement de la croissance mondiale et de persistance d'une inflation élevée va continuer de peser sur les bénéfices des entreprises, ce qui pourrait entraîner de nouveaux ajustements généralisés du marché. Dans ce contexte, les investisseurs devraient s'intéresser aux marchés privés afin de s'exposer à des actifs susceptibles d'être plus résilients dans cette phase (par exemple, les infrastructures), tout en **commençant à rechercher des opportunités de long terme, en adoptant une approche très sélective compte tenu de la probable dispersion croissante des performances au sein de chaque classe d'actifs. En effet, il n'existe pas qu'un seul marché des actifs privés.**

Les investissements dans les infrastructures peuvent jouer un rôle protecteur et accroître la diversification du portefeuille. La forte croissance des volumes et la stabilité des prix sont très évidentes, tandis que plusieurs tendances de croissance devraient soutenir ce secteur d'investissement l'année prochaine et au-delà. Par exemple, **la décarbonation** est une préoccupation majeure des gouvernements, mais des capitaux privés sont nécessaires pour compléter le financement public. De nouveaux investissements massifs sont nécessaires, non seulement pour la construction de centrales solaires et de parcs éoliens, mais également pour la numérisation des réseaux à mesure qu'ils s'adaptent aux nouveaux modes de production d'électricité. En outre, pour permettre aux dirigeants de l'UE d'assurer **l'indépendance énergétique vis-à-vis de la Russie et des combustibles fossiles**, des investissements substantiels en infrastructures seront nécessaires. La **déconsolidation des actifs** par les entreprises et les États est également un moteur de croissance clé. Dès l'entrée sur le marché d'un tel actif, de la valeur peut être créée par le biais de stratégies telles que l'optimisation de la gestion ou la renégociation des contrats. L'exposition aux infrastructures peut fournir une protection contre **l'inflation**, en générant des flux de trésorerie indexés : par exemple, les contrats à long terme accordés par les régulateurs aux opérateurs de routes à péage contiennent souvent des clauses d'ajustement des prix, de façon à aligner le chiffre d'affaires de l'entreprise sur l'inflation. De plus, pour certaines entreprises, les liens avec les prix de l'énergie peuvent apporter une protection, car ces prix sont une composante importante de l'inflation.

La **dette privée** a subi une réévaluation avec l'élargissement des *spreads*. Toutefois, elle continue de bénéficier de fondamentaux toujours solides. Actuellement, la prime de liquidité du marché de la dette privée est faible par rapport à la dette d'entreprise cotée, mais nous sommes convaincus qu'elle va à nouveau augmenter. En cas de mouvement important sur le marché coté, comme cela a été le cas récemment, les niveaux de valorisation de la dette privée mettent du temps à s'ajuster. Dans l'ensemble, les valorisations actuelles offrent un point d'entrée intéressant pour les investisseurs dont les horizons d'investissement sont à moyen et long termes. De plus, la dette privée est généralement structurée autour d'obligations à taux variable, offrant ainsi une protection contre la hausse des taux et de l'inflation. À mesure que les taux d'intérêt augmentent, le poids de la dette des entreprises peut s'alourdir. Néanmoins, les fonds de prêts directs demandent souvent aux entreprises de couvrir leur risque de taux d'intérêt. À l'avenir, ces fonds devraient bénéficier d'un fort pouvoir de négociation en ce qui concerne les contrats de prêt, car le financement bancaire reste limité. En fait, les banques sont moins actives en termes de crédit dans ce secteur, car de nombreux prêts à fort effet de levier ont perdu de la valeur dans leur bilan, ce qui les dissuade de les vendre.

La diminution de l'activité de prêt des banques affecte également le secteur du **private equity**, où les volumes de transactions et les prix ralentissent, une tendance qui, selon nous, devrait se poursuivre pendant un certain temps. En effet, ce ralentissement est principalement dû à la difficulté à trouver des financements auprès des banques. Malgré cela, les secteurs tels que la santé et la technologie affichent des volumes de transaction à peine inférieurs à ceux qui existaient avant la crise. Ces entreprises sont sur des trajectoires de croissance solides et ont un pouvoir de fixation des prix qui protège généralement contre la hausse de l'inflation. Malgré la baisse des prix et l'insuffisance des transactions dans de nombreux secteurs, nous pensons qu'au cours des cinq prochaines années – la période d'investissement typique d'un fonds de private equity - les marchés commenceront, de façon sélective, à offrir des points d'entrée aux investisseurs dont l'horizon temporel correspond.

L'immobilier, un autre bon support de diversification au sein d'un portefeuille, devrait bénéficier à la fois des loyers indexés et de la résilience de la demande pour les immeubles présentant les meilleures caractéristiques en termes de localisation et de performance énergétique. Toutefois, à l'échelle mondiale, cet avantage pourrait ne pas suffire à compenser l'impact des hausses de taux attendues, au moins au cours des premiers mois de 2023. Pour les nouveaux investissements dans les immeubles existants, la baisse des valorisations crée néanmoins des opportunités.

En résumé, la logique « buy-and-hold » des investissements dans ces classes d'actifs, et leur capacité à absorber ou à répercuter les hausses de coûts, signifie qu'elles offrent une protection contre l'inflation et la faible croissance. En outre, elles offrent des opportunités de revenus et de rendements, quoique de manière sélective. Nous pensons qu'elles joueront un rôle croissant pour les investisseurs à la recherche de performances réelles attractives.

Perspectives des actifs réels pour 2023 et au-delà

	Infrastruc.	Private equity	Dette privée	Immobilier
Perspectives 2023	++	-/=	+	-/=
Opportunités d'entrée au cours des cinq prochaines années	=	+	+	+
Potentiel de protection contre l'inflation	++	=	++	+
Avantage en termes de diversification	+++	+	+	++

Source : Évaluation qualitative d'Amundi Real Assets au 8 novembre 2022. Infrastruc. = Infrastructures. À titre d'illustration uniquement, sur une échelle allant de --- à +++.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES

Prévisions macroéconomiques au 3 novembre 2022

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, GA, %			Inflation (IPC, GA, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
États-Unis	1,9	0,8	0,6	8,1	4,1	2,3
Japon	1,6	0,5	1,2	2,3	1,3	0,4
Zone euro	3,2	-0,7	1,1	8,7	7,5	3,2
<i>Allemagne</i>	1,7	-0,7	1,1	9,0	7,6	3,1
<i>France</i>	2,5	0,0	1,0	6,1	5,3	3,0
<i>Italie</i>	3,7	-0,4	0,8	8,9	8,1	3,2
<i>Espagne</i>	4,5	0,3	1,3	8,6	4,3	3,4
Royaume-Uni	4,4	-0,6	1,1	9,1	7,7	3,8
Brésil	3,1	0,9	1,6	9,3	4,3	4,1
Mexique	2,6	0,7	0,6	8,0	5,8	4,2
Russie	-3,3	-1,5	2,0	13,9	7,5	4,5
Chine	3,2	4,5	4,3	2,1	2,3	2,1
Inde	7,3	5,6	6,0	6,9	6,3	6,0
Indonésie	5,3	4,8	4,7	4,3	5,0	4,1
Afrique du Sud	1,7	1,2	1,5	6,8	5,6	4,8
Turquie	5,3	3,1	4,4	73,1	53,7	24,1
Pays développés	2,6	0,3	1,0	7,6	5,1	2,5
Pays émergents	4,0	3,5	3,9	8,8	6,9	4,8
Monde	3,4	2,2	2,7	8,3	6,2	3,9

Prévisions des taux directeurs des banques centrales, %

	4 novembre 2022	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m	Consensus +12m.
États-Unis*	4,00	5,00	5,10	5,25	5,00
Zone euro**	1,50	2,50	2,80	2,50	3,00
Japon	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Royaume-Uni	3,00	4,50	4,50	4,50	4,50
Chine***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
Brésil	13,75	12,25	13,10	10,00	10,80
Russie	7,50	7,00	7,00	6,50	6,75

Source : Amundi Institute, Prévisions au 4 novembre 2022. IPC : indice des prix à la consommation. * : Limite supérieure de la fourchette cible des fonds fédéraux ** : Taux de dépôt. *** : Taux préférentiel des prêts à un an.

PRÉVISIONS DES MARCHÉS FINANCIERS

Rendements obligataires

Prévisions de rendement des obligations à deux ans, %

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Prév. +6m.	Amundi +12m.	Prév. +12m.
États-Unis	4,42	4,50/4,70	4,71	4,30/4,50	4,57
Allemagne	2,09	1,80/2,00	2,11	1,80/2,00	1,69
Japon	-0,06	-0,10/0,00	-0,01	-0,10/0,00	0,01
Royaume-Uni	3,07	3,10/3,30	3,08	3,20/3,40	3,27

Prévisions de rendement des obligations à dix ans, %

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Prév. +6m.	Amundi +12m.	Prév. +12m.
États-Unis	3,87	4,00/4,20	4,18	3,90/4,10	4,17
Allemagne	2,11	2,30/2,50	2,29	2,30/2,50	2,16
Japon	0,24	0,10/0,30	0,37	0,10/0,30	0,47
Royaume-Uni	3,36	3,60/3,80	3,42	3,60/3,80	3,50

Prévisions des actions à 12 mois

Niveaux de l'indice MSCI au	États-Unis	Europe	UEM	Royaume-Uni	Japon	Pacifique hors Japon	Monde	Monde AC
11 nov. 2022	3796	1740	239	2102	1213	1266	2674	619
Limite inférieure	3260	1540	200	1920	1080	1090	2320	550
Limite supérieure	4160	1850	260	2220	1300	1340	2910	680

Taux de change

Prévisions de taux de change vs USD

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	1,03	0,96	1,01	1,04	1,04
USD/JPY	139	140	140	129	134
GBP/USD	1,18	1,10	1,13	1,17	1,18
USD/CHF	0,94	0,95	0,98	0,95	0,97
USD/NOK	9,93	10,50	9,93	9,45	9,17
USD/SEK	10,37	11,10	10,67	9,92	9,72
USD/CAD	1,33	1,38	1,35	1,30	1,32
AUD/USD	0,67	0,65	0,66	0,71	0,68
NZD/USD	0,61	0,58	0,60	0,62	0,63
USD/CNY	7,10	7,10	7,15	6,80	7,03

Prévisions de taux de change vs EUR

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Consensus +6m.	Amundi +12m.	Consensus +12m.
EUR/USD	0,99	0,92	1,00	1,04	1,05
EUR/JPY	144	135	141	134	139
EUR/GBP	0,87	0,88	0,88	0,89	0,88
EUR/CHF	0,97	0,92	0,99	1,00	1,00
EUR/NOK	10,27	10,13	10,10	9,87	9,85
EUR/SEK	10,74	10,70	10,80	10,36	10,50
EUR/AUD	1,54	1,48	1,53	1,47	1,53
EUR/NZD	1,69	1,65	1,68	1,67	1,65
EUR/CNY	7,34	6,85	7,22	7,10	7,31

Source : Amundi Institute, Prévisions au 11 novembre 2022.

RÉDACTEURS

Directeurs de la publication

Monica DEFEND, Directrice d'Amundi Institute
Vincent MORTIER, Directeur des Gestions du Groupe
Matteo GERMANO, Directeur adjoint des Gestions du Groupe

Rédactrices en chef, Amundi Institute

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

Équipes de direction des plateformes d'investissement

Amaury D'ORSAY, Responsable de la Plateforme de Gestion obligataire
Kasper ELMGREEN, Responsable de la Plateforme de Gestion Actions
John O'TOOLE, Responsable des Solutions d'investissement Multi-Actifs
Francesco SANDRINI, Responsable des Stratégies Multi-actifs
Yerlan SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents
Kenneth J. TAUBES, Directeur des Investissements américains

Investment Insights & Client Division, Amundi Institute

PoI CARULLA, Spécialiste Investment Insights & Client Division
Ujjwal DHINGRA, Spécialiste Investment Insights & Client Division
Paula NIALI, Spécialiste Investment Insights & Client Division
Francesca PANELLI, Spécialiste Investment Insights & Client Division
Tristan PERRIER, Macroéconomiste et Spécialiste Investment Insights

Équipe de recherche, Amundi Institute

Valentine AINOUS, CFA, Responsable de la stratégie Taux
Mickael BELLAICHE, Stratégiste Taux et Recherche Crédit
Alessia BERARDI, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
Jean-Baptiste BERTHON, Stratégiste senior Cross Asset
Sergio BERTONCINI, Stratégiste senior de Recherche obligataire
Pierre BROUSSE, Analyste
Didier BOROWSKI, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques, Responsable adjoint Macroéconomie
Federico CESARINI, Responsable Devises des Marchés développés
John COADOU, Stratégiste Actions
Debora DELBO', Macrostratégiste senior Marchés émergents
Silvia DI SILVIO, Stratégiste senior Cross Asset
Patryk DROZDZIK, Macrostratégiste senior Marchés émergents
Delphine GEORGES, Stratégiste senior de Recherche obligataire
Karine HERVE', Macrostratégiste senior Marchés émergents
Claire HUANG, Macrostratégiste senior Marchés émergents
Jung Hun KIM MOON, CFA, Stratégiste senior Cross Asset
Valérie LETORT, Économiste
Eric MIJOT, Responsable de la Stratégie Actions mondiales
Shail NATHOO, Analyste Recherche Marchés émergents (V.I.E.)
Lorenzo PORTELLI, Responsable de la Stratégie Cross Asset, Responsable de la Recherche chez Amundi Italie
Anna ROSENBERG, Responsable Géopolitique
Joao TONIATO, Stratégiste Actions senior
Annalisa USARDI, CFA, Économiste senior
Sosi VARTANESYAN, Analyste Souverains senior

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs ont exprimé un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et d'améliorer la construction de leurs portefeuilles. Placé au cœur du processus d'investissement mondial, l'objectif d'Amundi Institute est d'assurer un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et le dialogue quotidien sur ces sujets à travers l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. Amundi Institute regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyses d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de construire et communiquer les opinions et recommandations d'investissement d'Amundi.



Thematics > Asset Allocation

Thematic Paper Portfolio allocation
 Economic cycle Artificial Intelligence

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation

Published 1 September, 2022 > 10 minutes

Sources de l'analyse de corrélation page 13 :

L'analyse repose sur les indices suivants : **Actions** : Indice S&P 500, **Obligations d'État** : JPM US toutes maturités, **IG et HY US** : Indices ICE BofA Corporate IG et HY, **Obligations émergentes** : Indice JP Morgan GEM, **obligations indexées sur l'inflation** : Bloomberg obligations indexées sur l'inflation toutes maturités, **Liquidités** : Rendement total des liquidités américaines, **Or** : prix au comptant de l'or en USD.

Définitions des devises présentées dans le graphique du bas p. 17 :

BRL : réal brésilien, PEN : sol péruvien, ILS : shekel israélien, IDR : roupie indonésienne, CLP : peso chilien, ZAR : rand sud-africain, INR : roupie indienne, COP : peso colombien, COP : peso philippin, THB : baht thaïlandais, PLN : zloty polonais, HUF : forint hongrois, TWD : dollar de Taïwan, RUB : rouble russe, CZK : couronne tchèque, CNY : yuan chinois, RON : leu roumain, MYR, ringgit malais, KRW : won coréen, MXN : Peso mexicain, TRY : livre turque.

Définitions et sigles :

Alpha : la performance additionnelle par rapport à la performance attendue du marché ajustée du bêta. Lorsque l'alpha est positif, cela signifie que le gérant a apporté une valeur ajoutée ajustée du risque par rapport à l'indice.

Programme d'achats d'actifs : un type de politique monétaire dans lequel les banques centrales achètent des titres sur le marché afin d'augmenter la masse monétaire et d'encourager les prêts et les investissements.

Points de base : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).

Bêta : le bêta est une mesure du risque liée à la volatilité du marché, 1 étant égal à la volatilité du marché et moins de 1 étant moins volatil que le marché.

Corrélation : degré d'association entre deux plusieurs variables ; en finance, il s'agit du degré d'évolution des actifs ou des prix des classes d'actifs entre eux. La corrélation s'exprime par un coefficient de corrélation qui varie de -1 (jamais d'évolution commune) à 0 (indépendance absolue) à 1 (toujours en évolution commune).

Spread de crédit : écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement des bons du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajustée pour tenir compte des éventuelles options intégrées.

Sigles des devises USD : dollar US, JPY : yen japonais, GBP : livre sterling, EUR : euro, CAD : dollar canadien, SEK : couronne suédoise, NOK : couronne norvégienne, CHF : franc suisse, NZD : dollar néo-zélandais, AUD : dollar australien, CNY : renminbi chinois.

Aplatissement de la courbe : un aplatissement de la courbe des taux peut résulter d'une baisse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une hausse des taux à court terme supérieure à celle des taux à long terme.

Pentification de la courbe : une pentification de la courbe des taux peut résulter d'une hausse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une baisse des taux à court terme supérieure à celle des taux à long terme.

Secteurs cycliques vs défensifs : les entreprises cycliques sont des entreprises dont les bénéfices et les cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. À l'inverse, les valeurs défensives sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques du MSCI GICS sont : la consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux. Les secteurs défensifs sont : les biens de consommation de base, l'énergie, la santé, les services de télécommunications et les services aux collectivités.

Stratégies directionnelles (Long-Short Equity, CTA et trading de futures, Global Macro) : ces stratégies prennent des positions longues et courtes sur les marchés selon une analyse fondamentale ou statistique. Des positions directionnelles peuvent être prises sur différents marchés sur la base de modèles de trading systématiques ou discrétionnaires.

Diversification : la diversification est une stratégie qui combine une variété d'investissements au sein d'un portefeuille, dans le but de limiter l'exposition à un seul actif ou à un seul risque.

Duration : une mesure de la sensibilité du cours (valeur du principal) d'un placement obligataire à l'évolution des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.

Stratégies Event Driven (titres en difficulté, situations spéciales, arbitrage de fusion) : Acheter ou vendre des titres considérés comme sous/surévalués au regard d'événements existants ou potentiels.

FX : les marchés du Forex (FX) se réfèrent aux marchés des changes, sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.

GBI : indice des obligations d'État.

Liquidité : la capacité d'acheter ou de vendre des actifs suffisamment rapidement pour prévenir ou minimiser une perte.

PEPP : programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Ratio cours/bénéfices (PER) : le ratio cours/bénéfices (PER) est le ratio d'évaluation d'une société qui mesure le cours actuel de son action par rapport à son bénéfice par action ([BPA](#)).

Investissement de qualité : il s'agit de capter la performance des valeurs de croissance de qualité en identifiant les titres présentant : 1) un rendement des fonds propres (ROE) élevé ; 2) une croissance stable des bénéfices en glissement annuel ; et 3) un faible endettement financier.

Assouplissement quantitatif (QE) : l'assouplissement quantitatif (QE) est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales afin de stimuler l'économie en achetant des actifs financiers de banques commerciales et d'autres établissements financiers.

Resserrement quantitatif (QT) : le QT est une politique monétaire restrictive qui vise à réduire la liquidité de l'économie. Cela signifie qu'une BC réduit le rythme de réinvestissement des produits des obligations d'État arrivant à échéance. Cela signifie également que la BC pourrait relever ses taux d'intérêt en tant qu'outil de réduction de la masse monétaire.

Stratégies de valeur relative (arbitrage sur convertibles, arbitrage de taux, market neutral, long-short credit) : ces stratégies exploitent des anomalies de prix sur différents marchés.

Spread : la différence entre deux prix ou taux d'intérêt.

TLTRO : les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) sont des opérations de l'Eurosystème qui fournissent des financements aux établissements de crédit pour une durée prédéfinie. Elles offrent des financements à long terme à des conditions attractives aux banques pour assouplir davantage les conditions de crédit du secteur privé et stimuler les prêts bancaires à l'économie réelle.

Style Value : Il consiste à acheter des actions à des prix relativement bas, et caractérisés par des niveaux relativement bas de ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et cours/chiffre d'affaires ainsi que des rendements du dividende élevés. Secteurs avec une prédominance du style value : énergie, finance, télécommunications, services aux collectivités, immobilier.

Volatilité : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Généralement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/le marché est risqué.

Contrôle de la courbe des taux : le contrôle de la courbe des taux (YCC) consiste pour une banque centrale à cibler un taux d'intérêt à long terme, puis à acheter ou vendre autant d'obligations que nécessaire pour atteindre cet objectif de taux. Cette approche diffère considérablement de la manière habituelle dont une banque centrale gère la croissance économique et l'inflation d'un pays, en fixant un taux d'intérêt clé à court terme.

Informations importantes

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. Les informations de MSCI ne sont aucunement censées constituer un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre ou de ne pas prendre une décision d'investissement et ne doivent pas être utilisées comme tel. 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 informations de MSCI sont fournies « telles quelles » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. MSCI, ses sociétés affiliées et toute autre personne participant ou associée à la compilation, au calcul ou à la création d'informations MSCI (collectivement, les « parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de ponctualité, de non-violation, de qualité marchande et d'adéquation à un objectif précis) concernant ces informations. Sans préjudice de ce qui précède, aucune partie MSCI ne sera tenue responsable de dommages directs, indirects, spécifiques, collatéraux, punitifs, consécutifs (y compris la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage. (www.msctibarra.com). Dans l'Union européenne, ce document est réservé aux investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2014/65/CE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIFID »), aux prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier et, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « Investisseurs Qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC) du 23 juin 2006, de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire 08/8 de la FINMA sur l'appel au public au sens de la loi sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIFID ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation en vigueur.

Ce document est fourni à titre informatif uniquement. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou d'un autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et ne peuvent être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction. Les informations figurant dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. Par ailleurs, rien dans le présent document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du **14 novembre 2022**. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. 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 sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. Par ailleurs, Amundi ne saurait en aucun cas être tenu responsable des dommages directs, indirects, spéciaux, accessoires, punitifs, consécutifs (y compris, sans s'y limiter, les pertes de bénéfices) ou de tous autres dommages dus à son utilisation.

Date de première utilisation : **16 novembre 2022**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 euros - Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com. Crédit photo : ©Jack Andersen - iStock/Getty Images.