



Désinflation en vue : vers des banques centrales moins pressées de relever leurs taux



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie - Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA

Économiste senior - Amundi Institute

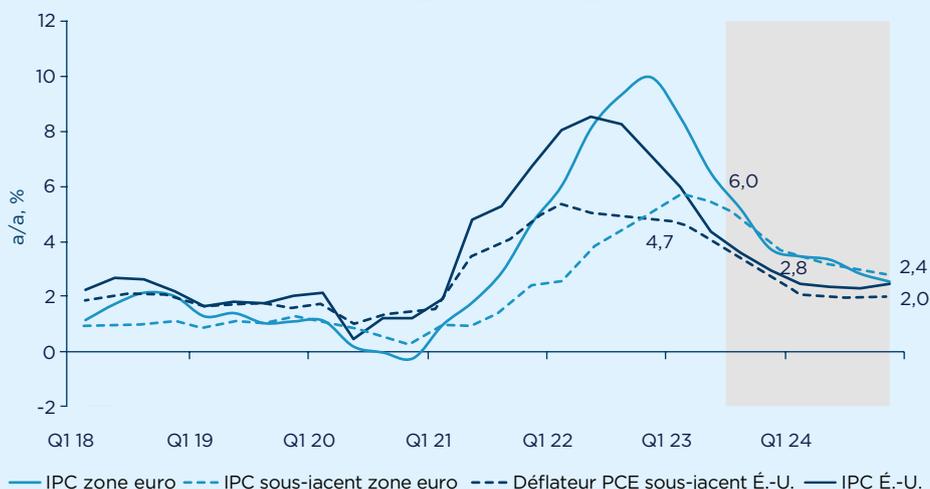
L'inflation sous-jacente élevée persiste aux États-Unis comme dans la zone euro, invalidant les signaux précédents de reflux. Sans visibilité sur sa décrue, et alors que des faiblesses importantes apparaissent dans certains segments du secteur bancaire, les attentes du marché en termes de taux directeurs ont connu une volatilité sans précédent. Si le soutien des autorités publiques peut apaiser les craintes d'instabilité financière dans le secteur bancaire, la hausse des coûts d'emprunt et le durcissement des conditions des prêts persisteront. **Les banques centrales semblent se trouver entre le marteau et l'enclume, désormais confrontées à un trilemme politique : répondre aux pressions contradictoires de l'inflation élevée et du ralentissement économique, tout en préservant la stabilité financière.**

L'inflation devrait ralentir au cours des 12 à 18 prochains mois, malgré une trajectoire parfois irrégulière et un point d'atterrissage peut-être légèrement au-dessus de la cible des banques centrales. La baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation devrait nettement freiner l'inflation globale dès cette année. Certaines composantes sous-jacente s'avèrent robustes, du fait d'un mélange de résilience de la demande interne (surtout aux États-Unis) et de répercussions des chocs d'offre passés (surtout en zone euro). Ces phénomènes devraient s'estomper à mesure que le resserrement monétaire fera sentir ses effets et que les chocs d'offre seront absorbés, mais cela pourrait prendre un certain temps alors que des inquiétudes concernant la croissance et la stabilité financière apparaissent.

L'actualité récente du secteur bancaire montre qu'en plus d'être décalés dans le temps, les effets du resserrement monétaire rapide restent incertains. Aussi, les banques centrales devraient se décider encore plus en fonction des données, ne fournissant que peu d'indications sur leurs mouvements à venir. Si le point d'atterrissage de l'inflation d'ici 12 à 18 mois reste très incertain, le tassement de la croissance du crédit, qui s'ajoute au resserrement des conditions financières, devrait constituer un frein supplémentaire pour la demande intérieure et les pressions inflationnistes sous-jacentes. Cela pourrait permettre aux banques centrales de moins durcir leur politique. Dans quelle mesure ? Tout dépendra du degré de persistance de l'inflation et de l'effet de la hausse des coûts d'emprunt sur la demande.

“Le durcissement des conditions de crédit devrait freiner les pressions inflationnistes sous-jacentes, réduisant en partie le besoin de resserrement monétaire supplémentaire.”

Profil d'inflation : États-Unis et zone euro



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 22 mars 2023.



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

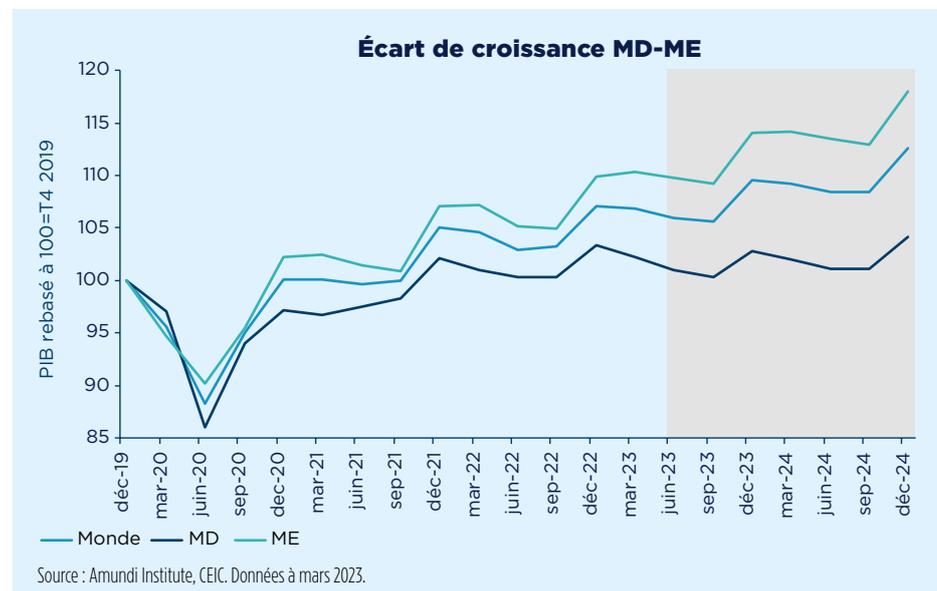
Évolution du scénario dans un sens favorable aux ME par rapport aux MD

Les récentes perturbations du secteur bancaire ont entraîné une révision en baisse des perspectives de croissance des principaux pays développés, notamment celles des États-Unis. **Nous avons en revanche revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la Chine en 2023**, passées de 5,1 % à 5,6 %, du fait d'une reprise plus forte que prévu dans l'immobilier et d'une plus forte impulsion du crédit. Par ailleurs, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations de taux directeurs, dans une direction plus favorable aux émergents, bien que jusqu'à présent leur politique monétaire ne se soit pas écartée de l'objectif de lutte contre l'inflation.

Sauf assèchement des liquidités bloquant le système financier mondial, ces récentes tensions ne dégradent pas forcément les perspectives d'ensemble des pays émergents. Ainsi, **les actifs émergents n'ont que faiblement corrigé suite à la montée du stress bancaire**. Le spread des dettes en devises fortes s'est creusé, principalement sur le HY. Par ailleurs, les monnaies asiatiques ont surperformé tandis que l'indice MSCI EM a légèrement sous-performé, d'environ 1,5 %, en monnaie locale comme en USD. En revanche, sur la même période, la durée en devises locales a nettement surperformé.

Quelques éléments essentiels sont à souligner. Tout d'abord, les récentes révisions de prévisions économiques augmentent l'avantage des émergents sur les avancés. L'affaiblissement de la demande en provenance des États-Unis – et en partie de l'UE – sera compensé par la hausse de la demande chinoise, mais en fonction des flux commerciaux de chaque pays (le Mexique, par exemple, étant plutôt défavorisé). Par ailleurs, bien que toujours constructives, nos perspectives sur le pétrole doivent tenir compte d'une moindre demande globale qui pénalisera les exportateurs.

De plus, **le coût plus élevé des financements creusera le fossé entre les souverains et entreprises fragiles et ceux en bonne santé**. Davantage d'économies « frontières » peinent à accéder au crédit, comme le montre l'écartement des spreads du HY, sans que cela soit compensé par un taux de base plus bas ou par une attitude plus souple du FMI. Enfin, l'anticipation d'un moindre resserrement de la part des grandes banques centrales, même sans entraîner un revirement accommodant rapide des banques centrales émergentes, pourrait au moins réduire la pression externe pour une poursuite des hausses de taux. Cela permettra une plus grande attention aux forces désinflationnistes internes en vue d'un début d'assouplissement, notamment en Amérique latine.





Aperçus macroéconomiques



Le resserrement monétaire rapide de la Fed commence à faire sentir ses effets sur l'activité réelle. Aussi, l'environnement de croissance pourrait être plus difficile qu'on ne le pensait auparavant. Déjà visible, la détérioration significative de l'économie devrait se transformer en récession au deuxième trimestre. La pénurie de crédit, pesant sur la croissance, devait déterminer l'ampleur de la récession, tandis que l'inflation persistera, du moins à court terme. La récession et la croissance inférieure au potentiel contribueront à rapprocher l'inflation sous-jacente de la cible à l'horizon de prévision.



Malgré la révision à la hausse de nos prévisions de croissance en début d'année – principalement en raison d'effets d'acquis – nous prévoyons une activité très faible en zone euro, en raison notamment du resserrement des conditions financières et de la faiblesse du crédit qui freineront les investissements. La réouverture de la Chine constitue un facteur favorable mais ne pourra pas totalement compenser l'effet de la récession désormais anticipée aux États-Unis. L'inflation persistante et supérieure à l'objectif, du moins à court terme, freinera la consommation et obligera la BCE à maintenir une position restrictive.



L'inflation se maintenant au-dessus de l'objectif depuis plusieurs trimestres, nous anticipons toujours une récession induite par le coût de la vie au Royaume-Uni. En dépit d'une amélioration des perspectives au vu des derniers chiffres et de l'actualité, et malgré la baisse des prix de l'énergie, l'économie reste pénalisée par des facteurs défavorables qui maintiendront la croissance à un niveau faible en 2024. L'énergie reste un risque majeur pour les perspectives de croissance et d'inflation.



Nous avons revu à la hausse les prévisions d'inflation. Malgré la distorsion due aux subventions publiques exceptionnelles à l'énergie, l'inflation sous-jacente à Tokyo a accéléré en février. Porté par une amélioration de la confiance des consommateurs et une hausse des salaires, l'IPC sous-jacent devrait se maintenir à un niveau élevé au premier semestre. La crise bancaire aux États-Unis et en Europe remet en question la normalisation rapide de la politique de la BoJ. La BoJ est moins pressée d'intervenir depuis que les rendements des obligations à dix ans sont repassés en dessous de 0,5 %.



Nous avons revu à la hausse de 5,1 % à 5,6 % notre prévision de croissance 2023. Le rebond de la consommation était attendu, mais l'investissement a dépassé les prévisions du fait de la forte croissance du crédit et le secteur de l'immobilier a enregistré une nette reprise. Nous tablons sur une croissance de 5,3 % des ventes de logements en 2023, contre une baisse de 2,7 % prévue auparavant. Les autorités publiques maintiendront une attitude sélectivement accommodante durant l'année, les incertitudes externes se renforçant. Attention au risque de resserrement sélectif dans l'immobilier au second semestre.



Après un pic surprise en janvier, l'inflation globale en Inde a légèrement diminué en février, passant de 6,5 % à 6,4 % en glissement annuel, le principal contributeur étant l'alimentation (2,9 pp sur 6,4 %). La hausse des prix de base est également restée élevée et supérieure à 6,0 % (6,1 % en glissement annuel). Selon nos prévisions, l'inflation devrait se rapprocher de la cible en mars et rester dans les limites de la cible au cours des prochains trimestres. Après la hausse de février, à 6,5 %, la RBI a probablement atteint son taux terminal. Pour autant, un assouplissement en 2023 n'est pas le scénario le plus probable.



La Banque d'État du Vietnam (SBV) a, contre toute attente, abaissé ses taux directeurs de 100 pb le 14 mars. Elle vise ainsi principalement à atténuer les tensions sur la liquidité domestique, en particulier dans le secteur de l'immobilier confronté à des besoins de refinancement importants. La banque centrale a également profité de conditions externes plus favorables, les anticipations de taux terminal de la Fed ayant été sensiblement revues à la baisse et le dong vietnamien s'étant à nouveau apprécié. La modération de l'inflation et de la croissance a également permis un tel geste qui assouplit aussi les conditions financières.



L'économie s'est contractée au quatrième trimestre 2022 après trois trimestres solides, ce qui montre que le resserrement monétaire a commencé à faire sentir ses effets. Nous anticipons une croissance inférieure à 1 % en 2023 et un affaiblissement du marché de l'emploi, malgré une forte production agricole. Cependant, même si l'inflation a passé son pic il y a près d'un an et presque diminué de moitié, la BCB doit, avant d'assouplir sa politique, attendre les nouvelles règles budgétaires et une stabilisation des anticipations d'inflation, d'autant plus que la cible d'inflation elle-même pourrait être révisée. Le taux SELIC pourrait tout de même être réduit dès l'été plutôt qu'au quatrième trimestre.

Prudence pour les BC des MD, celles des ME moins affectées par les turbulences de marché

Marchés développés

Les banques centrales des pays développés vont probablement devenir plus prudentes car, si l'inflation reste élevée, les conditions de crédit s'annoncent plus difficiles. La Fed a procédé à une hausse de 25 points de base (pb), portant la fourchette cible des Fed Funds à 4,75-5,00 %, à l'issue d'un comité de transition vers une approche plus graduelle et plus prudente. **La question est de savoir dans quelle mesure les tensions bancaires vont durcir les conditions de prêt et ralentir l'économie.** Notre scénario central prévoit un taux terminal de 5,25 % et aucune baisse en 2023, sous réserve d'une stabilisation du secteur bancaire et de la persistance de l'inflation sous-jacente.

La BCE a, comme annoncé, relevé ses taux de 50 pb mais, compte tenu de la forte incertitude, elle ne s'est pas engagée à de futures hausses. Les décisions seront prises au fil des comités et dépendront des données. Nous anticipons un taux terminal de la BCE à 3,5 %.

La BoE a relevé ses taux de 25 pb, les portant à 4,25 %. Une dernière hausse de 25 pb est probable.

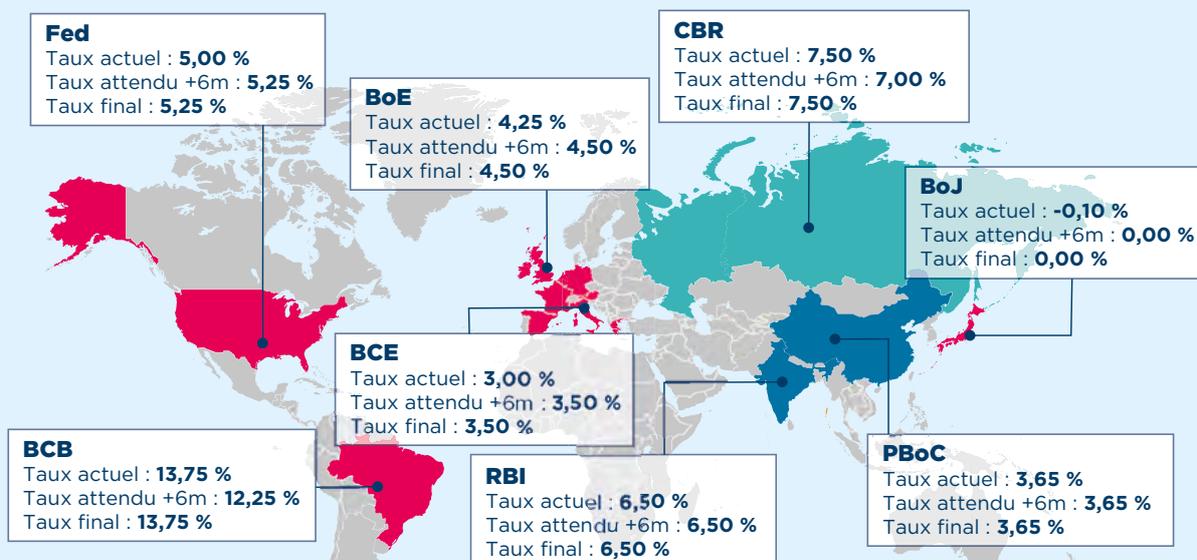
Le resserrement des conditions financières mondiales a remis en question la normalisation rapide de la BoJ. Une modification de la politique de contrôle de la courbe des taux reste probable en avril ou en juin, les négociations salariales et l'inflation ayant dépassé les attentes. La BoJ devrait cependant agir de façon progressive.

Marchés émergents

L'évolution des anticipations concernant les décisions des grandes banques centrales a également entraîné une révision des attentes portant sur les banques centrales émergentes. **Si les marchés tablent désormais sur une orientation plus accommodante - ou moins restrictive - l'évolution n'est cependant pas significative.** Il était déjà attendu que plusieurs pays (d'Amérique latine et d'Europe de l'Est) réduisent leurs taux d'ici un an : ces anticipations sont à présent plus prononcées. Pour les quelques pays où une poursuite du resserrement était anticipée (comme la Thaïlande, le Mexique et l'Afrique du Sud), les hausses sont désormais attendues moins fortes, voire abandonnées.

Depuis le début des récentes turbulences bancaires, les quelques banques centrales qui ont annoncé des changements ont confirmé une orientation légèrement plus accommodante. La BPOC a discrètement assoupli les conditions de prêt pour les promoteurs immobiliers et les emprunts hypothécaires. L'évolution des anticipations concernant les décisions des grandes banques centrales a également entraîné une révision des attentes portant sur les banques centrales émergentes. Elle a, de plus, réduit le ratio des réserves obligatoires de 25 pb supplémentaires afin d'éviter que les taux du marché n'augmentent trop rapidement. **Notre scénario macroéconomique révisé est cohérent avec une orientation plus accommodante de plusieurs banques centrales émergentes, sans nécessité urgente d'accélérer l'assouplissement.**

Évaluation par Amundi de l'évolution de l'attitude des BC à six mois



Source : Amundi Institute, au 23 mars 2023. L'évaluation par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur les prévisions d'Amundi Institute quant aux taux directeurs, sur la base des orientations prospectives et des communiqués des banques centrales.

DATES CLÉS	2-3 mai	4 mai	11 mai
	Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du comité de politique monétaire de la BoE



Les faillites bancaires auront des conséquences politiques



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

“La dégradation des perspectives économiques amplifie les risques géopolitiques liés aux États-Unis, à la Chine et à la Russie.”

- Si l'étendue de la saga des faillites bancaires n'est pas encore connue, certaines répercussions le sont et auront des retombées politiques et géopolitiques. Les faillites de SVB et de Crédit Suisse risquent de provoquer un durcissement des conditions de prêt, rendant plus probable une récession dans l'UE et aux États-Unis. Les consommateurs, déjà aux prises avec une inflation et des taux élevés, sont en colère et des grèves ont lieu dans de nombreux pays. Les coûteuses opérations de sauvetage des institutions financières ne feront que jeter de l'huile sur le feu. **Cette nouvelle réalité crée plusieurs facteurs de risque géopolitique :**
- Si les États-Unis entrent en récession, **la réélection du président américain Joe Biden sera plus difficile. Joe Biden se montrera plus rigide sur les questions de politique étrangère (Chine) et plus protectionniste.** Ces deux hypothèses seraient problématiques pour l'UE.
- Dans l'UE, les appels au renforcement de la réglementation bancaire devraient se multiplier en même temps que les demandes de renforcement de l'union bancaire, alors même que les dirigeants européens peinent à s'entendre sur de nouvelles règles budgétaires et une réponse commune à la loi américaine sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act).
- Pour la Chine, un affaiblissement de l'économie mondiale n'est pas une bonne nouvelle au moment où le pays souhaite accélérer la croissance de son marché intérieur. **Le besoin de détourner l'attention des problèmes internes pourrait créer des risques géopolitiques.**
- Pour la Russie, **la détérioration des perspectives des économies avancées est une bonne nouvelle, car elle réduit l'appétit occidental pour le soutien à l'Ukraine.** Une stratégie pour la Russie pourrait être d'attendre l'essoufflement de ce soutien pour relancer des tentatives à grande échelle de conquérir une part plus importante du territoire ukrainien.



Union européenne : vers une politique industrielle protectionniste



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

Le règlement européen pour une industrie à zéro émission nette - la réponse européenne à l'IRA américaine - a été présenté par la Commission Européenne le 16 mars. L'objectif est de créer un environnement réglementaire favorable à la transition énergétique et des conditions avantageuses pour les secteurs clés (éolien, pompes à chaleur, solaire et hydrogène) pour lesquels la demande est déjà stimulée par les plans NextGenerationEU et REPowerEU. **L'accent est mis sur la simplification et l'accélération des permis pour les nouveaux sites de production de technologies propres.**

Le règlement fixe des objectifs clairs d'ici à 2030 afin de **concentrer les investissements sur des projets stratégiques pour l'Europe.**

Si l'essentiel des financements est censé provenir du secteur privé, des financements publics sont également prévus dans le cadre de règles assouplies. L'encadrement temporaire de crise et de transition adopté

le 9 mars cible les secteurs où existe un risque de délocalisation. Plusieurs programmes de financement (par exemple, la Facilité pour la relance et la résilience (RRF), le programme InvestEU et le Fonds pour l'innovation) ont été mis en place. En parallèle, l'UE pourrait choisir de créer un fonds souverain pour maintenir la cohésion et prévenir les risques liés à l'inégalité des aides publiques, tous les pays ne disposant pas de la même marge de manœuvre budgétaire. Toutefois, il n'est pas question à ce stade de recourir à de nouvelles émissions obligataires européennes. La priorité est de mobiliser les ressources existantes (plus de 250 milliards d'euros de prêts au titre du RRF n'ont pas encore été déployés). **Le règlement européen « zéro émission nette » n'est pas sans risque dans la mesure où il renforcera la tendance au protectionnisme déjà à l'œuvre aux États-Unis et en Chine.** Mais c'est le prix à payer pour assurer l'indépendance stratégique de l'Europe.

“Le règlement européen “zéro émission nette” pourrait renforcer les pressions protectionnistes déjà à l'œuvre”

Scénario central et scénarios alternatifs

	SCÉNARIO BAISSIER Récession dans les MD Prob. 20%	SCÉNARIO CENTRAL Stagflation persistante, réévaluation des primes de risque Prob. 70%	SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique Prob. 10%
 <p>Geopolitique</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aggravation/expansion de la guerre en Ukraine. ■ Aggravation de la crise énergétique. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Impasse dans la guerre en Ukraine. Risque d'escalade à court terme. Nous anticipons une désescalade fin 2023-début 2024. ■ Les prix du gaz ont baissé et sont moins sensibles à la guerre (hiver doux, stocks). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Désescalade en Ukraine. ■ Baisse des prix de l'énergie/alimentation.
 <p>Inflation and policy mix</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pressions inflationnistes persistantes (1) [10 %] ou forte désinflation cyclique (2) [10 %]. ■ Cas (1) : statu quo des BC (pas de pivot en 2023). Cas (2) : les BC pourraient à nouveau baisser leurs taux en fonction de la gravité de la crise. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux terminaux des BC atteints mi-2023. Les taux restent élevés plus longtemps. ■ Politiques protectionnistes et industrielles vertes : IRA (États-Unis) ; Règlement « zéro émission nette » (UE). ■ Suppression progressive du soutien budgétaire de l'UE. Impulsion budgétaire américaine négative (plafond de la dette). ■ Inflation sous-jacente persistante, supérieure à l'objectif des BC jusqu'au S2 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pressions inflationnistes persistantes (1), ou désinflation due aux matières premières (2). ■ Dans le cas (1), les BC pousseraient les taux finaux à la hausse, tandis que dans le cas (2), les BC maintiendraient le statu quo.
 <p>Trajectoire de croissance</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Crise financière ou aggravation de la crise énergétique. ■ Forte récession aux É.-U. et en Europe. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ralentissement mondial en 2023 et fortes disparités : croissance anémique en Europe, récession aux É.-U. Rebond en Chine. ■ Réévaluation des primes de risque : durcissement des conditions de crédit. ■ Croissance inférieure au potentiel attendue en 2024 dans la plupart des DM. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pas de reprise en V, mais la réduction de l'incertitude et les surplus d'épargne alimentent la demande interne. ■ Croissance de retour au potentiel en 2024.
 <p>Changement climatique</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Report des mesures de transition climatique. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le changement climatique s'ajoute aux tendances stagflationnistes. ■ Le risque climatique entrave la croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Priorité donnée aux politiques de lutte contre le changement climatique.

Risques pesant sur le scénario central

Impact de marché	PROBABILITÉ						
	ÉLEVÉE ←	25%	20%	20%	20%	15%	→ BASSE
+		Risque géopolitique et escalade de la guerre	Risque économique : récession plus profonde des bénéficiaires (É.-U./Europe)	Pressions stagflationnistes persistantes (É.-U./Europe)	Risques macro financiers déclenchés par les récentes turbulences du marché	Plafond de la dette des É.-U.	
		Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour le cash, le JPY, l'or, la qualité vs croissance, les défensives vs cycliques.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.	Positif pour les UST, le cash et l'or.	Positif pour l'EUR, le JPY, le CHF et le Bund.	
		Négatif pour les crédits, les actions et les ME.	Négatif pour les actions risquées et les exportateurs de matières premières	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.	Négatif pour le crédit.	Négatif pour les UST et les actions des É.-U. et pour les actifs risqués.	

Source : Amundi Institute, au 22 mars 2023. MD = marchés développés. ME = marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. EUR : Euro. CHF : franc suisse. JPY : yen japonais. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. UST : obligations du Trésor américain.



Courbe des rendements à la juste valeur – modèle Nelson-Siegel



Lorenzo PORTELLI

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

“Une valorisation robuste et cohérente de toutes les échéances nous permet de détecter des signaux non seulement sur les niveaux de rendement, mais aussi sur la forme de la courbe.”

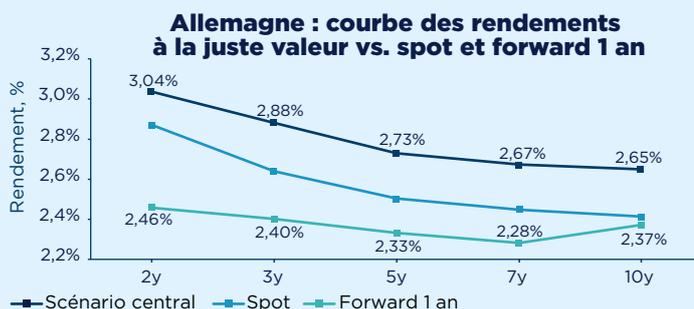
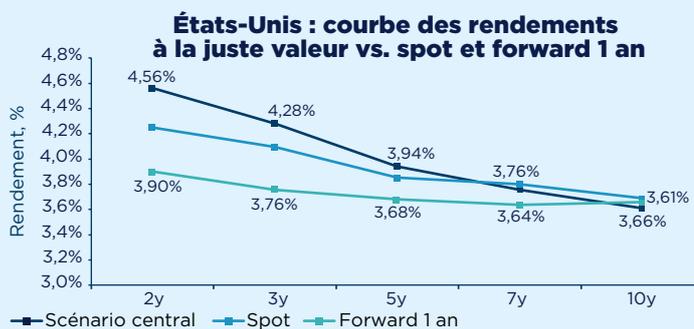
À quoi sert le modèle ?

- **Le principe :** les rendements obligataires sont des facteurs clés pour les choix d'investissement. Le niveau et la forme de la structure par terme des rendements reflètent les attentes des investisseurs en matière de taux d'intérêt, de croissance et d'inflation. Ils déterminent également la rentabilité des banques et la transmission de la politique monétaire. Aussi, une évaluation correcte des principaux déterminants de la courbe des taux et de leurs moteurs sous-jacents est cruciale.
- **Configuration du modèle :** notre approche de la valorisation des obligations suit deux étapes : tout d'abord, nous nous appuyons sur le modèle Nelson-Siegel (NS) pour extrapoler différents facteurs influençant la courbe de rendement. Nous modélisons ensuite chaque composante à l'aide de variables macro-financières cohérentes et solides. Ce cadre nous fournit des valorisations robustes et cohérentes pour toutes les échéances, afin de détecter des signaux portant non seulement sur les niveaux de rendement, mais aussi sur la forme de la courbe.
- **Objectif :** en générant un cadre de valorisation basé sur les dynamiques macroéconomiques et de politique monétaire, notre évaluation de la courbe des taux vise à maximiser les chances d'allouer les actifs de manière optimale et permet de construire des scénarios alternatifs fiables pour une gestion des risques efficace et solide.
- **Résultats du modèle :** en tenant compte des prévisions à douze mois d'Amundi Institute, un scénario central prospectif est défini pour chaque variable statistiquement significative dans l'explication des composantes de la courbe des taux. Nous en déduisons ensuite une courbe à la juste valeur.

Hypothèses sous-tendant notre scénario central à 12 mois									
	Taux de la Fed	Swap d'inflation US à 5 ans dans 5 ans	Bilan/dette de la Fed	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Utilisation des capacités	Taux refi de la BCE	Swap d'inflation EU à 5 ans dans 5 ans	Bilan de la BCE	Taux d'utilisation des capacités
Courbe des rendements des É.-U.	5,25%	2,30%	23,34%	2,73%	76,75%				
Courbe des rendements allemande						4,00%	2,00%	54,38%	83,39%

Quels sont les signaux actuels :

- La courbe américaine à la juste valeur signale une surévaluation, en particulier sur le segment court, en raison de prévisions de taux de la Fed à douze mois plus élevés que les attentes du marché et d'une courbe plus aplatie résultant de prévisions de swaps d'inflation 5 ans / 5 ans plus faibles que les prix actuels du marché.
- La courbe allemande à la juste valeur signale également que les obligations sont chères sur toutes les échéances, car les prévisions Amundi relatives aux taux de la BCE sont supérieures aux anticipations actuelles du marché.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mardi 14 mars 2023. Seulement à des fins d'illustration.

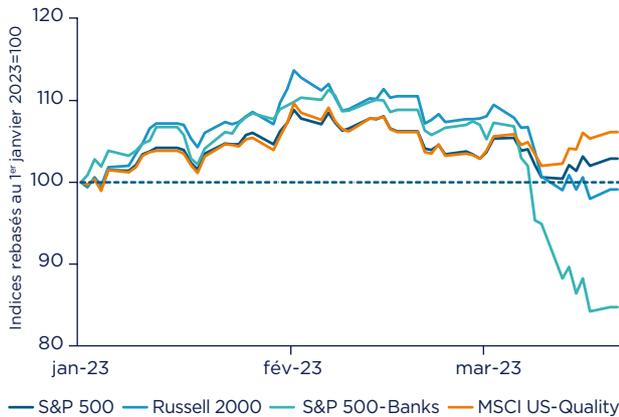
Les marchés d'actions en graphiques

Marchés développés

La qualité s'est distinguée durant l'épisode de tensions bancaires

L'effondrement de certaines banques régionales américaines a fait baisser les petites capitalisations, mais les valeurs de qualité (peu endettées) ont bien résisté.

États-Unis : indices d'actions lors de la tourmente bancaire de 2023

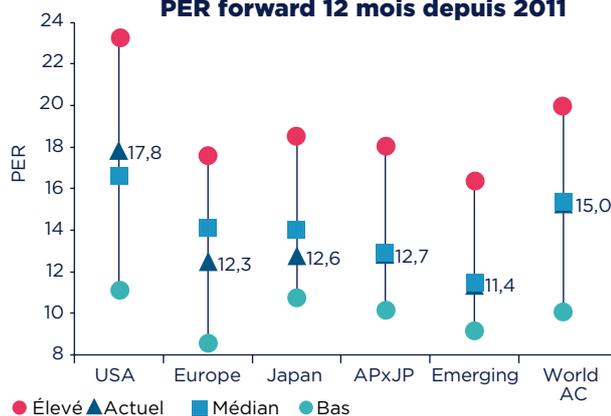


Source : Amundi Institute, Datastream, au 21 mars 2023.

Des valorisations plus attractives

Les États-Unis restent la région la plus chère et l'Europe la moins chère. Le Japon, la région Pacifique hors Japon et les ME se situent au milieu.

PER forward 12 mois depuis 2011



Source : Amundi Institute, Datastream, au 21 mars 2023.



“Les actions subissent le stress bancaire.”

Éric MIJOT

Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Actions des ME : reprise des bénéfices en 2023

Environ 57 % des titres du MSCI EM ont publié leurs résultats pour le T4 2022, montrant une croissance atone. Les résultats du MSCI en GA ont, pour l'instant, été positifs dans la zone EMOA et en Amérique latine et mitigés dans les ME d'Asie.

MSCI EM - Prévisions de BPA, USD



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au 28 février 2023.

Les actions chinoises A ont de la place pour rebondir

Nous identifions un potentiel de rattrapage de l'indice chinois CSI 300 vers une valorisation plus en ligne avec les fondamentaux à un horizon de 12 mois.

CSI 300 et juste valeur



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 30 mars 2023.

“La dynamique des bénéfiques s'est interrompue dans les ME au T4 2022, avec une marge de reprise cette année.”



Alessia BERARDI

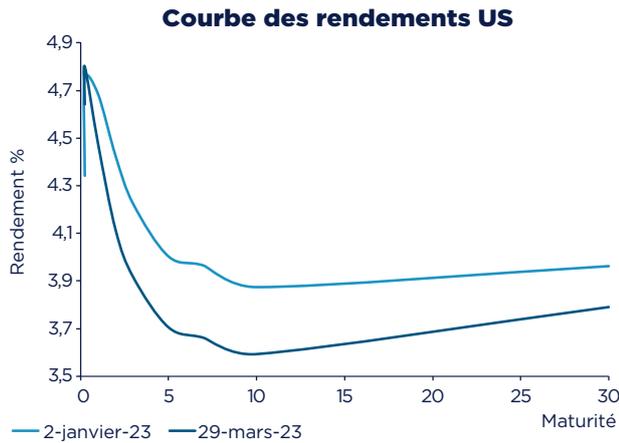
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Important réajustement des anticipations du marché concernant les taux de la Fed

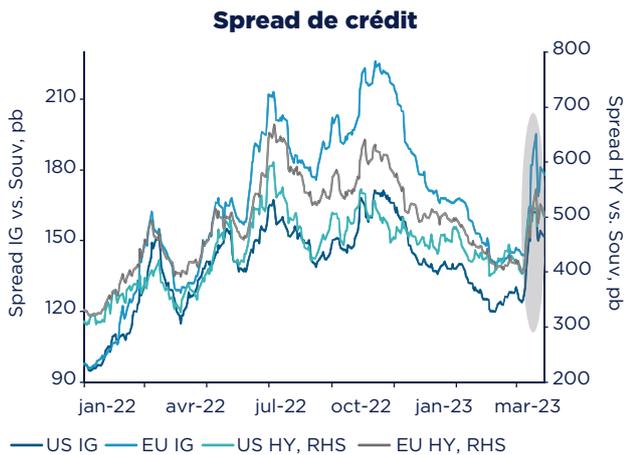
Les récents mouvements des marchés ont réduit les anticipations de taux de la Fed. Les rendements ont baissé sur toutes les maturités



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 29 mars 2023.

Effet des turbulences de marché sur les spreads de crédit

Le récent épisode de tensions bancaires a entraîné un creusement des spreads de crédit, à la fois sur l'IG et le HY.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 29 mars 2023.



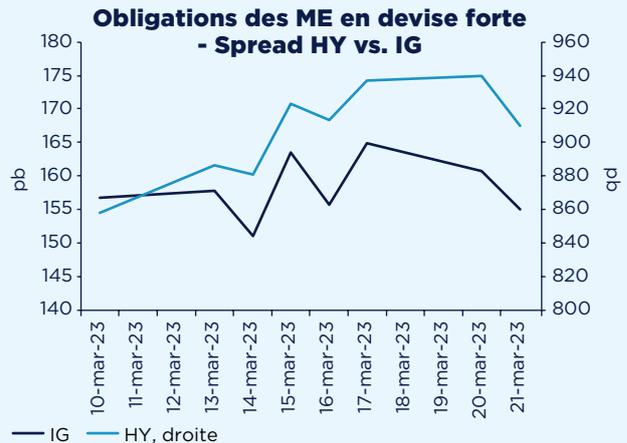
“Augmenter la sélectivité sur le crédit au vu de la dégradation des conditions financières.”

Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Institute

Marchés émergents

Fuite vers la qualité sur fond de risques de contagion

Les tensions récentes dans le secteur bancaire ont eu un impact inégal sur les obligations en devises fortes des ME. Les spreads HY se sont creusés par rapport aux spreads IG.

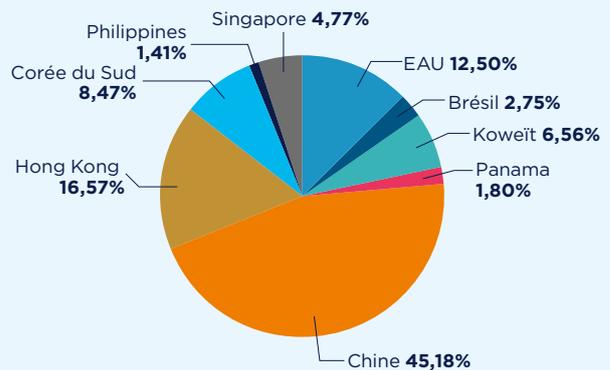


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 23 mars 2023.

Obligations AT1 : une part réduite dans les émergents

Elles ne représentent que 1,4 % de l'indice BofA EM Corporate, soit une petite part du secteur financier, qui représente lui-même 21 % de l'indice. Elles sont principalement concentrées en Asie.

Obligations AT1 dans l'indice EM Corporate (ICE BofA)

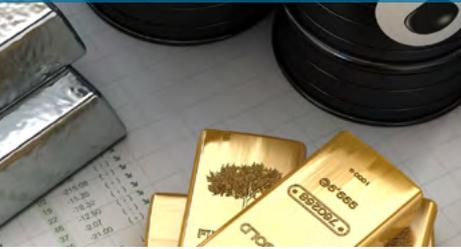


Source : calculs Amundi Institute à partir de données ICE BofA, au 23 mars 2023.

“Les obligations des ME ont été diversement affectées par la fuite récente vers la qualité.”



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



Pétrole : risque de baisse limité, mais la confiance devrait revenir



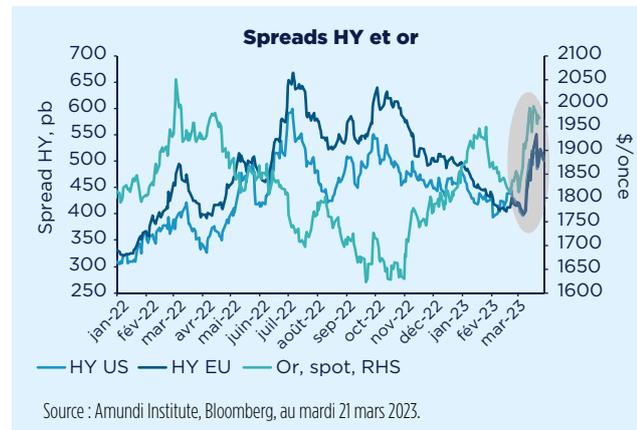
Jean-Baptiste BERTHON

Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

“Le risque de baisse du pétrole est limité, mais il n’y a pas de catalyseurs de hausse à court terme ; sur l’or, l’équilibre risque/rendement pourrait devenir asymétrique, ce qui inciterait à la prise de bénéfices.”

Le pétrole a subi l’effet des tensions bancaires, de l’affaiblissement des fondamentaux et de facteurs techniques. **L’effet psychologique pourrait durer, mais, au vu du positionnement et des valorisations, le risque de baisse est à présent limité.** L’équilibre offre-demande devrait se tendre, mais à un rythme et avec une ampleur moindre que prévu auparavant. Nous anticipons un prix d’équilibre à moyen terme de 85-90 \$/baril (Brent), contre 100 \$/baril précédemment.

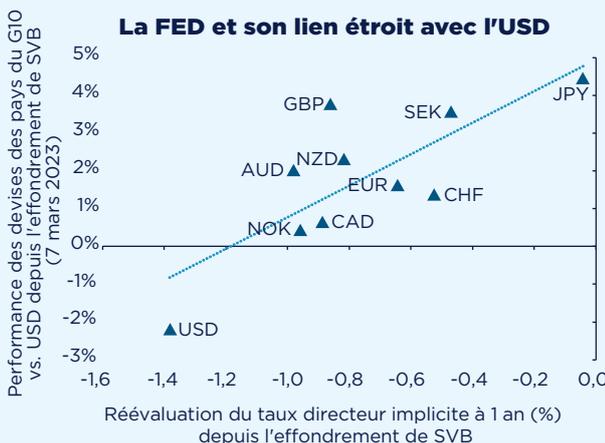
L’or a été fortement stimulé par l’effondrement des taux réels, l’écartement des spreads et la faiblesse du dollar. Il pourrait bénéficier d’un soutien supplémentaire des flux de détail, mais aura besoin de l’appui de la Fed et de la persistance des craintes liées aux banques. La révision rapide des anticipations de politique monétaire ne laisse que peu de place aux surprises. **À partir de valorisations moins attractives, l’or semble vulnérable.** Mieux vaut donc commencer à sécuriser les gains.



DEVISES

Le lien étroit entre Fed et dollar

Le resserrement monétaire se répercute sur les conditions financières et de prêt, mettant au défi la résilience de l’économie mondiale. La volatilité des taux a atteint des niveaux historiquement élevés, les cours des banques ont plongé et les spreads se sont écartés, mais l’USD a eu du mal à réagir malgré ses propriétés habituelles de diversification. Pourtant, la rupture de cette corrélation n’est guère surprenante. À la différence de ce qui s’était passé en février, l’intervention des autorités monétaires et la baisse des taux américains ont déclenché une hausse de la volatilité des taux. La courbe des rendements américains s’est pentifiée à mesure que la trajectoire de la Fed était réévaluée et l’USD a dévoilé son talon d’Achille.



La réaction au choc importe plus que le choc. En l’absence de pénurie mondiale de liquidités, l’USD perd de son attrait (le JPY et le CHF sont de meilleures couvertures vu la faible croissance), ce qui renforce notre prévision d’un affaiblissement supplémentaire en 2023. Une ré-accélération de l’inflation américaine est le principal risque à court terme, mais le ralentissement cyclique devrait empêcher une réaction trop restrictive de la Fed.



Federico CESARINI

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset - Amundi Institute

“Concernant le dollar, les changements d’anticipations de taux ont pesé davantage que la fuite vers la qualité.”

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation : lundi 3 avril 2023.

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

Credits photos : © iStock - © Gettyimages - Radoslav Zilinsky

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BÉRARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition