

Les rendements réels des obligations vont-ils redescendre ?



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie -
Amundi Institute

“Les tendances démographiques et la faible croissance de la productivité devraient continuer à déterminer les taux d'intérêt réels.”

Les rendements obligataires réels, c'est-à-dire nets d'inflation, sont plus élevés qu'avant le Covid, mais, à moyen terme, ils devraient retrouver les niveaux d'avant la pandémie, lorsque l'inflation reviendra à l'objectif de 2 % des principales banques centrales.

Ceux qui ne croient pas que les objectifs d'inflation seront atteints invoquent la démondialisation, les changements structurels dans les chaînes d'approvisionnement, l'augmentation de la dette publique et des accords salariaux plus généreux. Ces considérations sont fondées, toutefois elles ne provoqueront pas une hausse permanente de l'inflation à moins que la demande de biens et de services ne se fixe, elle aussi, à des niveaux plus élevés. Or, pour l'heure, il n'y a guère d'indices que ce sera le cas.

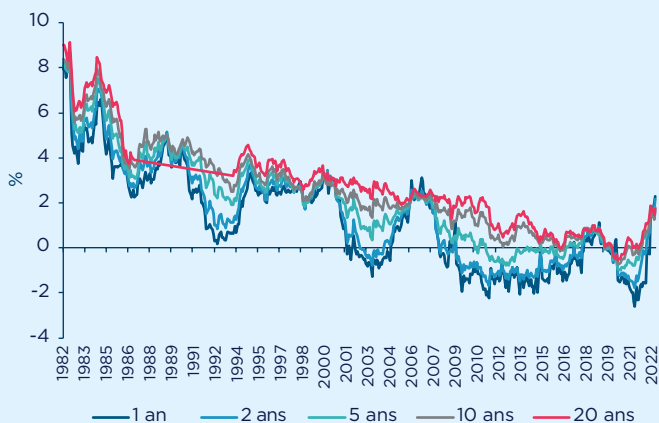
En même temps, ceux qui doutent d'une baisse des rendements réels peuvent mettre en avant la nécessité d'investir plus pour assurer la transition énergétique, l'augmentation des dépenses de défense dans un monde géopolitiquement fragmenté et le coût du service d'une dette publique élevée. D'aucuns s'inquiètent également d'une hausse durable des salaires.

Les salaires des travailleurs sont le problème le moins grave. Leur augmentation reste en-deçà de celle des prix. Rien n'indique que cela changera, même si l'inflation a déjà atteint son point haut, en raison notamment de la poursuite de la concentration et de l'augmentation du pouvoir de marché des grandes entreprises.

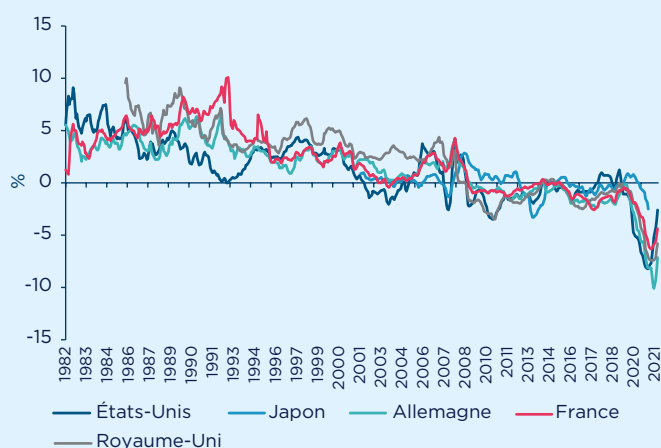
L'impact de la transition énergétique dépendra de la manière dont elle sera financée. Par exemple, le recours à des taxes carbone plus élevées pour décourager l'utilisation des combustibles fossiles permettrait de limiter l'impact de la transition sur les finances des gouvernements. Parallèlement, **les effets de la démondialisation seront inégalement répartis, les grandes économies avancées étant relativement préservées.** Le niveau élevé des dettes publiques est d'autant plus problématique que les grandes banques centrales ont progressivement commencé à se défaire de leurs portefeuilles de titres d'État.

Quoi qu'il en soit, les principaux moteurs de la baisse des taux d'intérêt réels - le vieillissement de la population et le ralentissement des gains de productivité - ne devraient pas s'inverser dans un avenir prévisible. Il est peu probable que les pressions inflationnistes et les tensions passagères auxquelles les économies sont confrontées empêchent les rendements obligataires réels de revenir à des niveaux peu élevés.

Taux réels aux É.-U. ex ante à différentes échéances



Taux réels à CT ex post dans certains MD



Source : Amundi Institute, FMI, WEO, avril 2023. Données au vendredi 21 avril 2023.



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



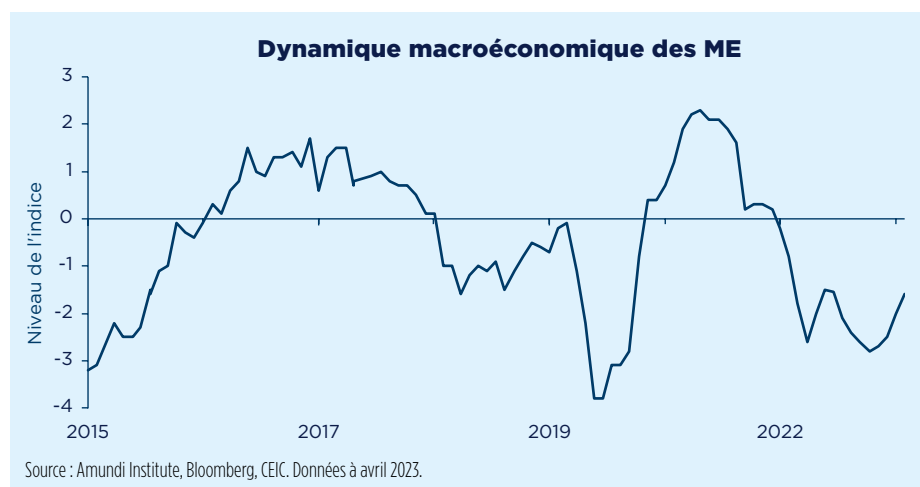
Répit à court terme pour les marchés émergents

La toile de fond macroéconomique des pays émergents reste fragile en raison du ralentissement de la demande mondiale et de conditions financières moins accommodantes. Pour autant, **leur dynamique macroéconomique s'est légèrement améliorée** dans un contexte de décélération plus rapide que prévu de l'inflation, notamment en ce qui concerne l'indice global, et de perspectives de croissance résilientes.

Nous avons **revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB chinois en 2023** de 5,6 % à 6,0 %, les chiffres du T1 s'étant avérés meilleurs que prévu, même si nous avons revu à la baisse la croissance séquentielle du T2 et du T3. Si la reprise de la consommation a été modeste, les ventes de logements ont surpris à la hausse, de même que les exportations de mars. Toutefois, cette tendance des exportations ne semble pas durable en raison de la fragilité de la croissance mondiale. D'autres facteurs de vulnérabilité, tels que la faiblesse du rebond de la confiance des consommateurs et la lenteur de la construction de logements, **vont dans le sens de perspectives économiques plus sombres.**

On observe également des signes d'amélioration à court terme dans des pays où l'on s'y attend moins, ceux fortement exposés aux États-Unis et, par conséquent, à la récession annoncée dans ce pays. C'est notamment le cas du **Mexique** où la dynamique sous-jacente plus forte que prévu a motivé une révision à la hausse de notre prévision de PIB pour 2023, de 1,4 % à 1,8 % en glissement annuel, avec en parallèle une légère baisse de 0,4 % à 0,2 % pour 2024. La demande intérieure reste forte, en particulier la consommation des ménages soutenue par un marché du travail très tendu (le taux de chômage est inférieur à 3 % et les salaires sont en hausse de 11 %) ainsi que par d'importants transferts de fonds de la part des travailleurs émigrés. **Cela dit, les catalyseurs de court terme doivent s'accompagner de mesures plus structurelles** (par exemple, un approvisionnement énergétique fiable) **pour qu'il soit possible de tirer pleinement parti de la tendance au « near-shoring » (relocalisation d'activités dans un pays plus proche) et ainsi renforcer le potentiel de croissance.**

La fragmentation géoéconomique du monde peut, à court terme, offrir de belles opportunités aux exportateurs de matières premières et aux pays les mieux positionnés sur les chaînes de valeur et alignés sur le plan géopolitique. **Toutefois, pour relever les défis d'un monde caractérisé par une croissance plus faible à moyen et long terme, la plupart des pays émergents devront accélérer leurs processus de réformes.**





Aperçus macroéconomiques



Le resserrement rapide de la Fed commence à avoir un impact sur l'économie des États-Unis et nous nous attendons à ce que la conjoncture se détériore de manière sensible, via un affaiblissement significatif de la consommation et de l'investissement. La pénurie de crédit devrait peser sur la croissance et déterminer l'ampleur de la récession, tandis que l'inflation devrait persister, 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 une légère révision à la hausse de nos prévisions de croissance – principalement en raison d'un T1 meilleur que prévu et d'effets d'acquis – nous prévoyons une activité très faible dans la zone euro, surtout en raison du resserrement des conditions financières et de la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis. Bien que la réouverture de la Chine apporte un soutien, elle ne pourra pas totalement compenser l'effet du frein américain. L'inflation sous-jacente persistante pèsera sur la consommation et obligera la BCE à poursuivre son resserrement.



Sous l'effet d'une inflation restant au-dessus de la cible durant plusieurs trimestres, nous continuons de prévoir une récession induite par le coût de la vie au Royaume-Uni. Même si les perspectives se sont améliorées, à en juger par les chiffres et le flux d'actualité, et si le reflux des prix de l'énergie écarte certains risques baissiers, nous pensons que l'économie va tout de même subir des vents contraires, qui pèseront sur le rythme de la croissance en 2024. L'énergie reste un risque clef à la fois pour l'inflation et la croissance.



Nous maintenons notre prévision de croissance du PIB de 0,5 % en 2023 (soit moins que le consensus). Nous pensons en effet que l'économie japonaise sera affectée par le ralentissement mondial, tout en évitant une récession grâce au rebond du tourisme. Les derniers chiffres renforcent notre vue selon laquelle l'inflation est persistante. Le résultat initial des négociations salariales (*Shunto*) montre la plus forte hausse des salaires en trois décennies. Les indicateurs alternatifs d'inflation sous-jacente (moyenne ajustée, médiane pondérée et mode) indiquent tous une inflation élevée.



Au vu de la croissance vigoureuse du T1, nous avons relevé les prévisions du PIB de la Chine pour 2023 de 5,6 % à 6,0 %. Nous reconnaissons néanmoins que ce rythme de 6,0 % en 2023 fait pâle figure par rapport à l'expansion spectaculaire de 8,4 % enregistrée lors de la réouverture en 2021. Il y a des zones de vulnérabilité, dont la lenteur de la reprise de la confiance dans le secteur privé et la montée en flèche du chômage des jeunes. Associés à une inflation modérée, ces facteurs offrent aux décideurs politiques une justification commode pour maintenir des politiques accommodantes.



La RBI a maintenu le statu quo, contre les attentes du marché, en gardant un taux directeur inchangé à 6,5 %. Ce choix n'est pas surprenant, puisque le taux directeur réel a atteint le niveau quasi neutre visé au début du cycle de resserrement (mai 2022) et que le taux d'inflation s'est effectivement modéré, à 5,7 % en glissement annuel d'après le rapport de mars (contre 6,4 % précédemment), ce qui est enfin dans les limites de la fourchette cible de la RBI. Ce taux directeur de 6,5 % devrait marquer le point haut de ce cycle de resserrement.



Lors de ses dernières réunions, le FMI s'est félicité de la bonne santé budgétaire et monétaire et de l'équilibre de la balance des paiements du Mexique. Même la croissance, talon d'Achille du pays, a surpris à la hausse, portée par un marché du travail très tendu. Le contexte structurel du pays est encore plus favorable du fait de la tendance au *near-shoring* (délocalisation proche). L'inflation sous-jacente ralentit enfin et la Banxico pourrait également en avoir fini avec son cycle de hausse. Toutefois, le ralentissement des États-Unis pèsera sur la croissance du Mexique et le S2 2023 devrait être plus faible.



L'économie brésilienne ralentit et le PIB s'est même contracté au T4 2022, après un S1 2022 vigoureux, en raison d'un resserrement monétaire agressif. La vigueur de la production agricole a permis au PIB de rester légèrement positif au T1, mais le ralentissement du marché de l'emploi aboutira probablement à une croissance un peu inférieure à 1,0 % en 2023 (après 2,9 % en 2022). L'inflation est revenue à 4,7 % sur douze mois, mais la BCB ne peut pas encore réduire ses taux, car les anticipations d'inflation se sont désancrées au-dessus de l'objectif et le Congrès va adopter de nouvelles règles budgétaires. Quoi qu'il en soit, nous envisageons la possibilité d'une baisse du taux SELIC durant l'été.



Les BC des MD restent concentrées sur l'inflation, dans les ME certaines sont prêtes à réduire leurs taux

Marchés développés

La priorité des banques centrales est la lutte contre l'inflation.

Nous pensons que l'inflation reste trop élevée pour que la Fed commence à réduire ses taux. La bonne nouvelle est que sa politique semble fonctionner. Les pressions inflationnistes ralentissent et que les conditions du marché du travail s'assouplissent. L'économie américaine continue de créer des emplois à un rythme soutenu, mais ces créations ne concernent que quelques secteurs. Il est néanmoins difficile de percevoir un changement d'environnement radical du point de vue de la Fed. **Une nouvelle hausse des taux de 25 points de base sera nécessaire en mai et il n'y aura guère d'arguments en faveur d'une baisse des taux à court terme.** Nous pensons que le marché n'intègre pas correctement la trajectoire des Fed Funds pour 2023 et nous nous attendons à ce que l'essentiel des baisses de taux soit reporté à 2024.

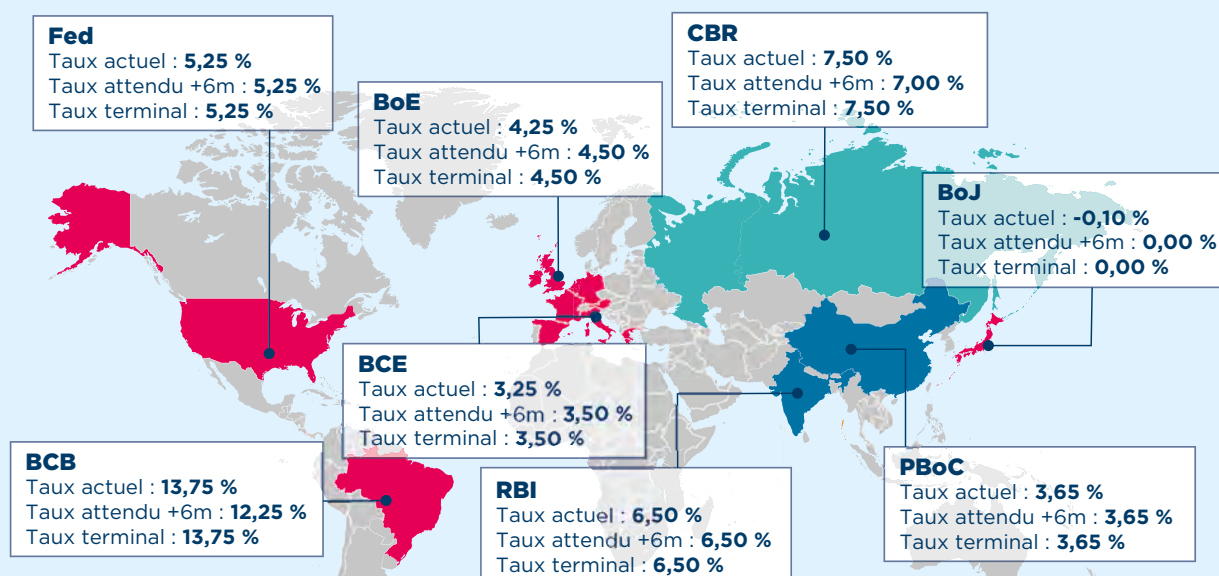
La BCE ne s'est pas engagée à monter de nouveau ses taux, mais Christine Lagarde a été claire : « l'inflation est attendue à un niveau trop élevé pendant trop longtemps ». La BCE s'inquiète de la forte diffusion des prix élevés de l'énergie au reste de l'économie. Nous confirmons notre anticipation d'un taux terminal de la BCE à 3,5 %.

La **BoJ** a modifié sa forward guidance. Elle ne s'attend plus à ce que ses taux directeurs restent à un niveau bas, et appelle à la patience concernant la continuité de la politique monétaire.

Marchés émergents

En mars, des effets de base favorables ont pesé sur l'inflation globale des ME. Ces mêmes effets devraient se dissiper au cours de l'été. Par la suite, l'inflation devrait se stabiliser ou rebondir légèrement d'ici l'automne. Des facteurs spécifiques tels que des tensions sur le marché du travail, l'indexation importante des salaires ou la suppression progressive du contrôle des prix compensent ou retardent une baisse plus générale de l'inflation dans les ME. **Quelques rares pays doivent encore achever leur cycle de resserrement (par exemple, les Philippines), mais la plupart font une pause avant d'amorcer un assouplissement, même si l'inflation est déjà manifestement orientée à la baisse.** La BC de l'Uruguay – l'exception de ce mois – a surpris avec une baisse de 25 pb, ramenant son taux directeur à 11,25 %, dans un contexte de baisse de l'inflation et de récession imminente. **Malgré un léger décalage, nous continuons de penser que quelques BC entameront leur cycle d'assouplissement dès le T3 2023, notamment en Amérique latine (Brésil, Chili, Pérou), puis en Europe de l'Est et, peut-être, en Asie. Cet assouplissement permettra d'améliorer progressivement des conditions financières aujourd'hui très tendues de manière à limiter le ralentissement de l'activité économique dans plusieurs pays.**

Prévision par Amundi de l'évolution de l'attitude des BC à six mois → Accommodante ■ En pause ■ Restrictive



Source : Amundi Institute, au jeudi 4 mai 2023. L'évaluation par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Institute quant aux taux directeurs, sur la base des perspectives macroéconomiques et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS	11 mai	13-14 juin	15 juin
	Réunion du comité de politique monétaire de la BoE	Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE



Russie-Ukraine : un cessez-le-feu est possible, une poursuite de la guerre aussi



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

“Nous pensons qu’une fenêtre de négociation en vue d’un cessez-le-feu pourrait s’ouvrir en deuxième partie d’année.”

La contre-offensive ukrainienne à venir et la récente fuite de renseignements américains ne modifient pas nos prévisions concernant la guerre entre la Russie et l’Ukraine. **Les combats vont s’intensifier au cours des prochains mois.** L’Ukraine pourrait, dans une certaine mesure, réussir à faire reculer la Russie, mais ne réalisera probablement pas de gains territoriaux importants. À plus long terme, nous sommes d’accord avec le consensus selon lequel la guerre pourrait durer longtemps. En effet, l’action de la Russie rend un tel scénario plus probable : la Russie multiplie les efforts diplomatiques pour renforcer ses soutiens et approvisionnements au niveau international. Le soutien de la Chine l’enhardit ; le pays est passé en « économie de guerre » et les Russes se sont habitués à cette situation. De plus, l’idée circule en Russie qu’il est possible d’attendre l’épuisement du soutien occidental à l’Ukraine.

Cela dit, nous continuons de penser, pour différentes raisons, qu’une **fenêtre de négociation en vue d’un cessez-le-feu pourrait s’ouvrir au S2.** L’Ukraine a de solides raisons de négocier. Elle est confrontée à une pénurie d’armes et de soldats. Le ralentissement économique en Occident, qui exacerbe le mécontentement de l’opinion, pourrait peser sur le soutien politique à la guerre : l’Ukraine sait que ce soutien ne durera pas éternellement, alors qu’elle serait en mesure d’obtenir de nombreuses concessions de la part de l’UE et des États-Unis si elle dépose les armes. Pour sa part, la Russie peut également avoir intérêt à négocier. Ses petits gains territoriaux peuvent être présentés comme des victoires. La Russie a déjà étendu sa sphère d’influence. Il est également probable que le président Poutine considère tout nouvel affaiblissement économique de la Russie comme plus préjudiciable à ses intérêts stratégiques à long terme. Enfin, les efforts en vue d’un accord se sont multipliés ces derniers temps, les dirigeants européens se rendant en Chine pour y mener des pourparlers.



Le spectre du défaut américain refait surface



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

tomne et peut-être dès juin.

On estime que les autres dépenses devront être réduites en moyenne de 20 à 35 % par mois pour libérer suffisamment de liquidités pour le paiement des intérêts pendant l’été, lorsque les recettes fiscales sont généralement moins élevées.

L’expérience de 2011 indique qu’il est dangereux de

risquer un défaut de paiement. En août 2011, malgré le relèvement du plafond de la dette, S&P a abaissé la note du Trésor américain, invoquant le caractère plus incertain de sa gouvernance. Les spreads de crédit et la prime de risque des actions ont bondi immédiatement, de même que la volatilité implicite des actions. Le Trésor a dû recourir à des mesures extraordinaires pour faire face à ses obligations financières.

En 2013, la Fed a simulé les répercussions d’une impasse d’un mois, durant laquelle le Trésor honorerait néanmoins tous ses paiements d’intérêts. L’effet était une hausse de 80 pb du rendement des bons du Trésor à dix ans, une chute de 30 % des actions et une baisse de 10 % du dollar.

Un défaut des États-Unis est très improbable, mais une période de turbulences financières avant la date fatidique ne peut être exclue.

“Le plafond de la dette a été modifié 102 fois depuis 1945 : en général les investisseurs ne s’en rendent pas en compte”

Scénario central et scénarios alternatifs

	SCÉNARIO BAISSIER La crise financière déclenche une récession mondiale Prob. 20%	SCÉNARIO CENTRAL Pressions stagflationnistes persistantes Prob. 70%	SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique Prob. 10%
 <p>Geopolitique</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aggravation de la guerre en Ukraine, pesant sur les matières premières. ■ Renforcement du protectionnisme et représailles. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Impasse dans la guerre en Ukraine. Risque d'escalade à court terme. Désescalade probable fin 2023-début 2024. ■ Tensions entre les États-Unis et la Chine. ■ Protectionnisme accru (IRA et consorts). ■ L'OPEP+ impose un prix plancher du pétrole. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine. ■ Baisse des prix de l'énergie ou de l'alimentation.
 <p>Inflation and policy mix</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Inflation sous-jacente persistante et resserrement des conditions financières. ■ Hausse plus importante que prévu des taux des BC. ■ Probabilité plus élevée de stress financier en raison du durcissement des conditions financières. ■ Inflation persistante (1) [10 %] ou forte désinflation cyclique (2) [10 %]. (1) : Statu quo des BC. (2) : Baisse des taux. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les principales BC deviennent « data dépendant » et atteignent leur taux terminal avant mi-2023. Politiques monétaires plus hétérogènes dans les ME ; la Chine ne durcit pas sa politique ; de nombreux ME ont déjà atteint leur taux terminal. ■ Resserrement budgétaire dans l'UE. Impulsion budgétaire américaine négative (plafond de la dette). Marge budgétaire limitée dans les ME sur fond de prudence. ■ Inflation sous-jacente persistante qui ne s'approchera de l'objectif que fin 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pressions inflationnistes persistantes (1) ou désinflation plus rapide qu'anticipé (2). Dans le cas (1) hausse du taux terminal des BC. Dans le cas (2) maintien du statu quo des BC.
 <p>Trajectoire de croissance</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Risques (plus) élevés et plus généralisés de récession (croissance mondiale inférieure à 2 %). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ralentissement en 2023 et divergences : croissance anémique en Europe, récession aux États-Unis, rebond en Chine. ■ Resserrement du crédit : réévaluation des primes de risque. Tassement de la croissance des MD donnant avantage aux ME. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pas de reprise en V, mais la réduction de l'incertitude et les surplus d'épargne pourraient encore alimenter la demande intérieure. ■ Croissance de retour au potentiel en 2024.
 <p>Changement climatique</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Retard des mesures de transition climatique. Événements climatiques perturbants de plus fréquents. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Report des mesures de transition climatique. Les chaînes d'approvisionnement et la sécurité alimentaire sont confrontées à des événements climatiques plus fréquents. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les politiques de lutte contre le changement climatique et la transition énergétique deviennent des priorités.

Risques pesant sur le scénario central

	ÉLEVÉE ← PROBABILITÉ → BASSE				
	25 %	25 %	20 %	20 %	20 %
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Plafond de la dette des É.-U.	Risque économique : récession plus marquée des bénéficiaires (É.-U./Europe)	Pressions stagflationnistes persistantes (É.-U./Europe)	Risques macrofinanciers suite aux récentes turbulences du marché
+	Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour l'EUR, le JPY, le CHF et le Bund.	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 obligations du Trésor des É.-U. et l'or.
-	Négatif pour le crédit, les actions et les ME.	Négatif pour les oblig. du Trésor des É.-U., les actions des É.-U. et les actifs risqués.	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.

Source : Amundi Institute, au jeudi 20 avril 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.

Indice des conditions financières américaines (ICF)



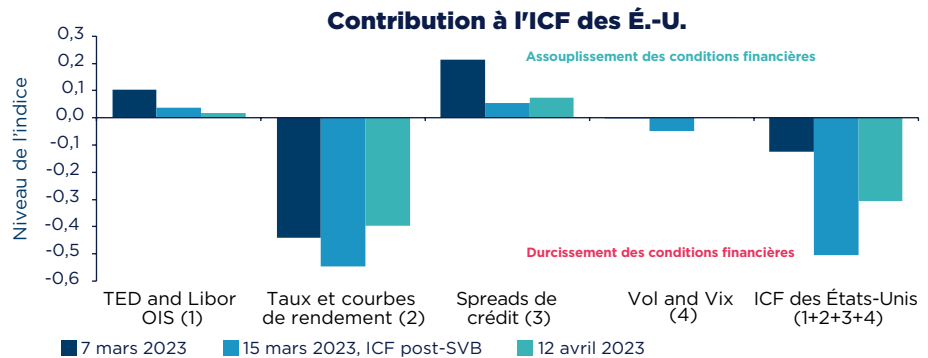
Lorenzo PORTELLI

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

“Les conditions financières sont déterminantes pour l'évolution de la conjoncture économique.”

À quoi sert le modèle ?

- **Le principe** : les conditions financières sont une mesure synthétique de la facilité avec laquelle les entreprises, les ménages et les gouvernements peuvent se financer. Elles fournissent de précieuses informations sur les risques pour la fourniture de liquidités – et donc pour l'activité économique – découlant de l'accumulation de déséquilibres en termes de taux d'emprunt, de spreads de crédit et de volatilité du marché. L'ICF est également très utilisé par les banques centrales pour étudier les répercussions générales de la politique monétaire sur les marchés financiers.
- **Configuration du modèle** : l'ICF est constitué d'un ensemble complet de données financières : taux du marché monétaire, rendements des obligations souveraines, pente de la courbe des rendements, spreads de crédit et volatilité cross asset. **L'objectif** est de cerner les interactions entre le système financier et l'économie réelle, en observant si la politique monétaire agit comme un soutien à la croissance ou comme un frein.
- **Résultats du modèle** : l'indice est un agrégat équipondéré de composants individuels, normalisé selon une méthode d'expansion. Une valeur inférieure à zéro signifie que les conditions financières se resserrent, tandis qu'une valeur supérieure à zéro indique qu'elles s'assouplissent. Dans le premier cas, cela se traduit souvent par un ralentissement économique, tandis que dans le second, la probabilité que l'économie réelle soit affectée par des tensions financières est faible.

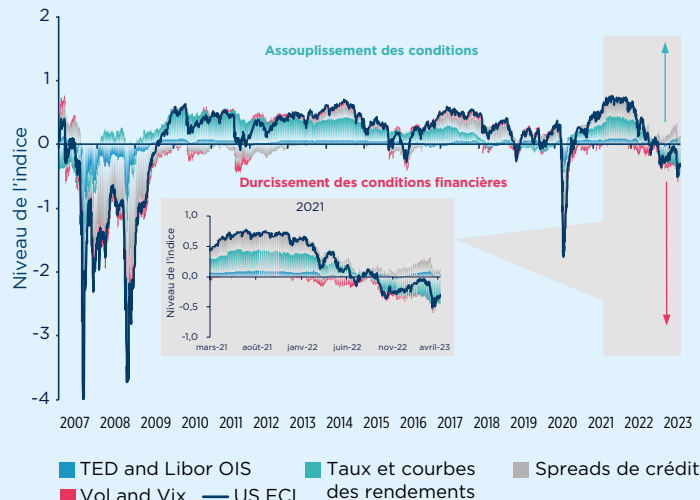


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 12 avril 2023.

Quels sont les signaux actuels :

- L'ICF est actuellement tendu principalement en raison de la hausse des taux d'intérêt, de la volatilité obligataire et de l'inversion extrême de la courbe des rendements. Contrairement aux récentes périodes de stress financier (2011, 2015, 2018), le resserrement monétaire s'est peu transmis au crédit, qui continue de contribuer positivement à l'ICF américain.
- La faible contagion aux spread de crédit fait de cette classe d'actifs un maillon faible si les anticipations de changement de cap de la Fed sont déçues. Le FCI américain pourrait alors se resserrer davantage, sous l'effet des marchés du crédit et monétaires.

États-Unis : ICF et composantes par catégories



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 12 avril 2023.



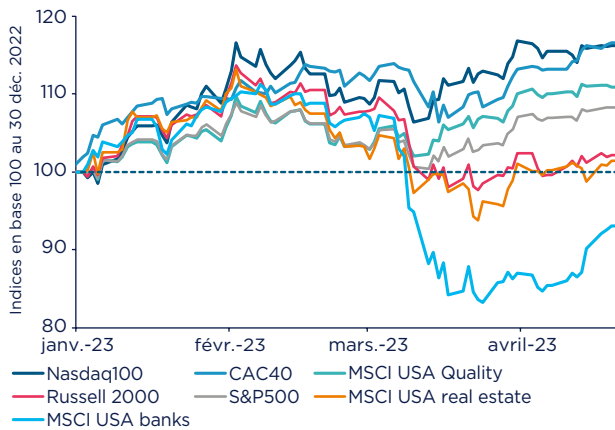
Les marchés d'actions en graphiques

Marchés développés

Miser sur la qualité pour garder l'avantage

Malgré le rebond de certaines banques, la qualité conserve son avantage, de même que le Nasdaq. Le CAC 40 rivalise avec le Nasdaq.

Sélection d'indices d'actions

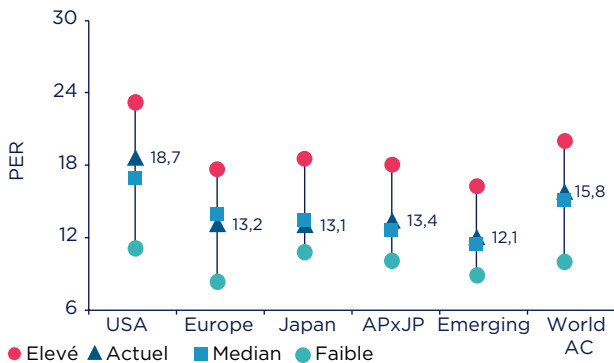


Source : Amundi Institute, Datastream. Données au jeudi 20 avril 2023.

Le marché américain redevient cher

La forte résilience des actions américaines fait qu'elles sont rapidement redevenues chères. Les autres marchés restent proches de leurs moyennes historiques.

PER forward à 12 mois depuis 2011, indices MSCI



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au jeudi 20 avril 2023.



“Les actions se reprennent, mais il y a des disparités.”

Éric MIJOT

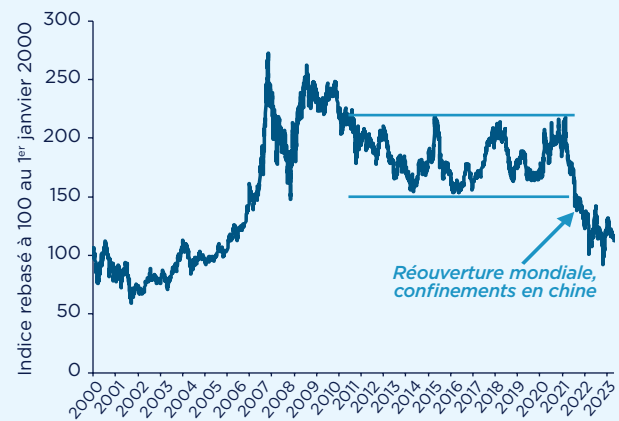
Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Les actions chinoises conservent du potentiel

Après deux ans de sous-performance, la réouverture de l'économie chinoise est un puissant catalyseur pour les actions du pays, justifiant une vue positive.

MSCI China vs. MSCI World AC



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 4 mai 2023. Rendements des indices en USD.

Les résultats vont rebondir en Chine

Un rebond des bénéfices est attendu en Chine, grâce à la reprise de l'économie sous l'effet de la réouverture et du cycle mondial, qui devrait accélérer au S2.

BPA du MSCI China (HKD)



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au lundi 24 avril 2023.

“Les prévisions de croissance des bénéfices en Chine ont commencé à rebondir grâce à la réouverture de l'économie.”



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

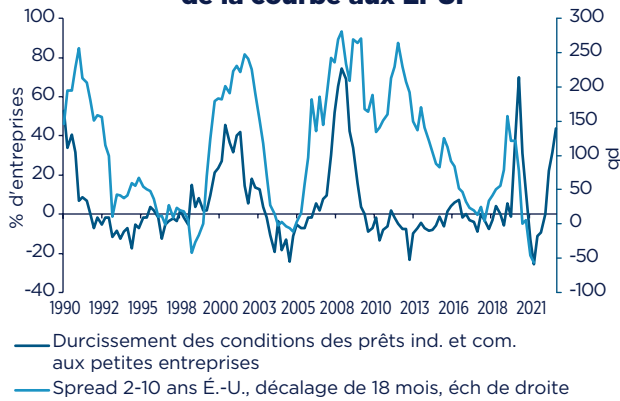
Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Conditions de prêt : en avance sur la courbe

La part des banques qui durcissent leurs conditions de prêt aux entreprises est en avance de plus d'un an sur la croissance des prêts et sur la courbe des rendements.

Conditions de crédit et pentes de la courbe aux É.-U.

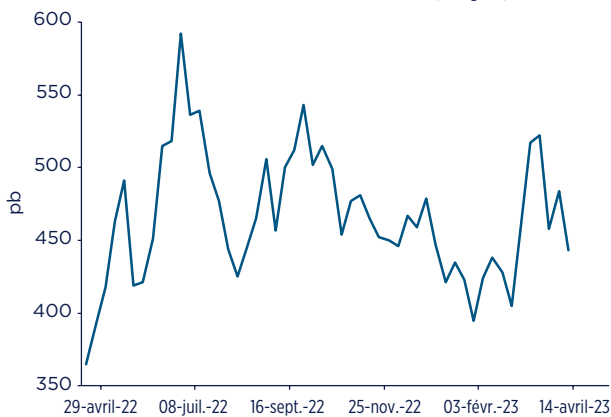


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 20 avril 2023.

Les spreads HY se resserrent de nouveau

Après le pic de début mars, les spreads se sont rapidement resserrés, malgré l'affaiblissement des perspectives macroéconomiques.

HY É.-U. - OAS souv. (in pb)



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 20 avril 2023.



“Le crédit US n’intègre pas de récession pour l’instant.”

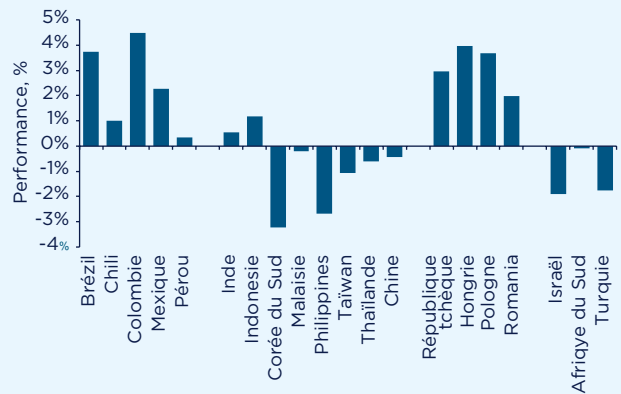
Valentine AINOUCZ
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Institute

Marchés émergents

EX FX recovering thanks to USD depreciation

Les devises des ME qui ont le plus profité de la dépréciation du dollar le mois dernier sont celles d'Amérique latine et d'Europe centrale et orientale.

Devises des ME vs USD, perf. sur un mois

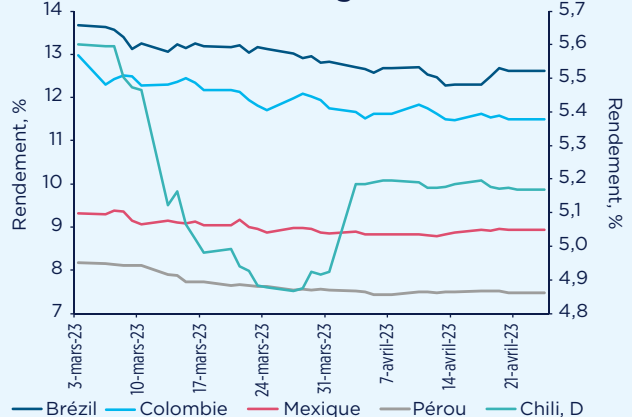


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 24 avril 2023.

Rendements LatAm (devises locales) : baisse

La baisse des rendements obligataires a été marquée en Amérique latine, la région la plus avancée en termes de fin du cycle de resserrement et de décélération de l'inflation.

Rendements des obligations à dix ans

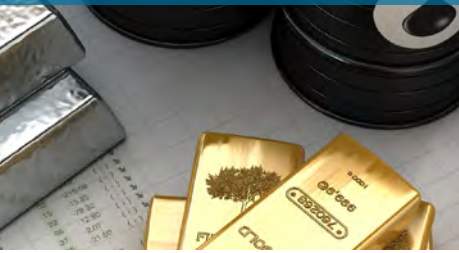


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 26 avril 2023.



“Les devises LatAm et CEE ont bénéficié de la dépréciation du dollar.”

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



Le cartel de nouveau aux commandes

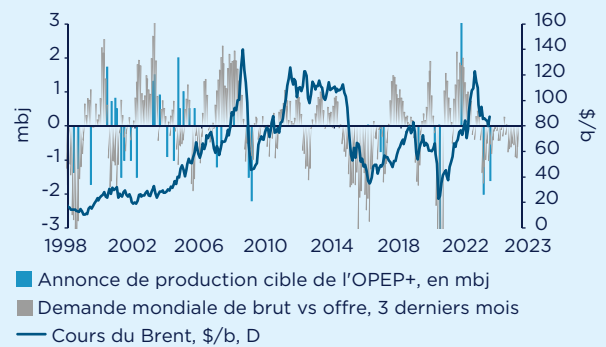


Jean-Baptiste BERTHON
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

“Un alignement inhabituel des planètes pourrait aider les prix du pétrole à défier la gravité.”

Grâce à un alignement inhabituel des planètes, l'OPEP+ a pu réduire sa production sans risquer de perdre des parts de marché ou de faire chuter la demande. Les producteurs américains sur la touche, le sous-investissement dans le secteur de l'énergie, l'abondance des capacités inutilisées et la demande chinoise ont offert une marge de manœuvre. Le retrait des États-Unis du Moyen-Orient réduit l'influence occidentale sur le pétrole et aligne les intérêts au sein du cartel. Avec des marchés plus tendus à l'automne, les prix devraient converger vers 90-95 \$/baril d'ici fin 2023, avec moins de sensibilité à l'économie et plus de résilience que d'autres actifs cycliques. Un dépassement de 100 \$ semble optimiste : les réductions de production dues à la faible demande ont moins d'impact et le ralentissement économique commence seulement. À court terme, les prix devraient rester dans une fourchette étroite, sur fond de valorisations plus élevées et de dynamique plus faible.

Des prix bas ou un excès d'offre conduisent généralement à une action de l'OPEP

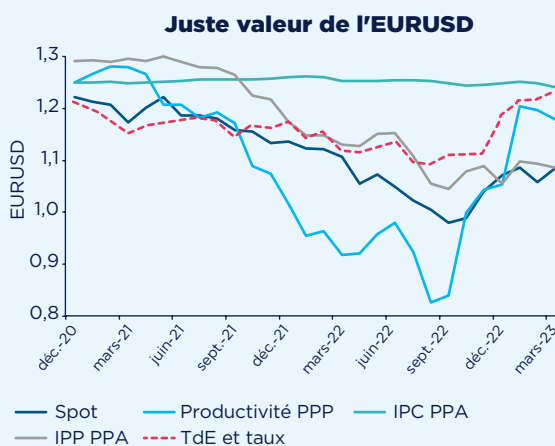


Source : Amundi Institute, Bloomberg, AIE au 15 avril 2023.

DEVISES

Quelques rayons de soleil pour l'EURUSD

L'inflation américaine et la Fed restent les principaux risques à court terme, mais l'asymétrie est à partir de maintenant moins favorable à l'USD. Si l'on cherche des candidats pour appliquer cette vue (le yen et le franc suisse fonctionnent mieux en période de récession), l'euro fait bonne figure dans ce cycle. Son faible bêta et l'amélioration des conditions domestiques plaident pour une exposition plus forte à la monnaie européenne. Les fondamentaux de l'euro s'améliorent rapidement (qu'il s'agisse de l'inflation (IPP), de la productivité (IPC/IPP), des termes de l'échange ou des différentiels de taux), ce que les flux mondiaux de portefeuille ne reflètent pas encore. Les investisseurs de la zone euro sont toujours créanciers nets du reste du monde (cela a commencé lorsque la BCE a adopté une politique de taux d'intérêt négatifs) et, malgré l'évolution des taux d'intérêt sur l'euro, aucune réallocation massive de capitaux n'a été observée pour l'heure. C'est précisément ce qui devrait faire progresser l'EURUSD dans les mois à venir.



Source : Amundi Institute, Bloomberg, Eikon, Citibank au vendredi 21 avril 2023.



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

“Les récents freins structurels se desserrent rapidement pour l'EUR.”

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 jeudi 27 avril 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 et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse de performance, prévision ou prédiction future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : lundi 8 mai 2023.

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

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Kroshanosha.

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BERARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

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