

Institute

Mars
2023

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

THÈME DU MOIS

Préférence pour les actions européennes dans un contexte de perspectives de résultats fragiles

VUES DES CIO

Les limites du rebond : divergence trop importante entre les marchés et l'économie

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Institute



“L’inflation élevée persiste davantage que prévu et les banques centrales pourraient rester restrictives plus longtemps.”



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

“La divergence entre l’économie réelle et les marchés s’accroît et les perspectives de bénéfices s’assombrissent, ce qui nous rend dubitatifs sur le rallye des actifs risqués.”

“Les freins à la croissance subsistent. Il convient donc, sans augmenter le risque, de tirer parti des divergences entre les marchés et entre les régions.”



Mars 2023

Sommaire



THÈME DU MOIS

4

Préférence pour les actions européennes dans un contexte de perspectives de résultats fragiles

MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE

6

Focus macroéconomique

7

Assouplissement des conditions financières sur les marchés, mais durcissement pour les emprunteurs

Marchés émergents

8

Aperçus macroéconomiques

9

Observatoire des banques centrales

10

Géopolitique et politique

11

Scénarios et risques

12

Modèles Amundi Institute

13

Graphiques mensuels clés

14

Matières premières et devises

16



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

17

Vues des CIO

18

Les limites du rebond : divergence trop importante entre les marchés et l'économie

Trois questions d'actualité

20

Allocation d'actifs Amundi

21

Prévisions macroéconomiques et financières

25



Préférence pour les actions européennes dans un contexte de perspectives de résultats fragiles

Le quatrième trimestre 2022 est le premier trimestre de baisse des profits en glissement annuel pour les États-Unis alors que l'Europe résiste mieux. Aux États-Unis, les secteurs liés à la Big Tech sont ceux qui souffrent le plus. En Europe, la bonne résistance des profits préserve une valorisation attractive en dépit du fort rebond boursier depuis fin septembre. Alors que la fin des taux négatifs redonne du poids à la valorisation comme critère de sélection et tant que le scénario de soft-landing américain prévaut, le marché européen est une alternative crédible dans un portefeuille international.



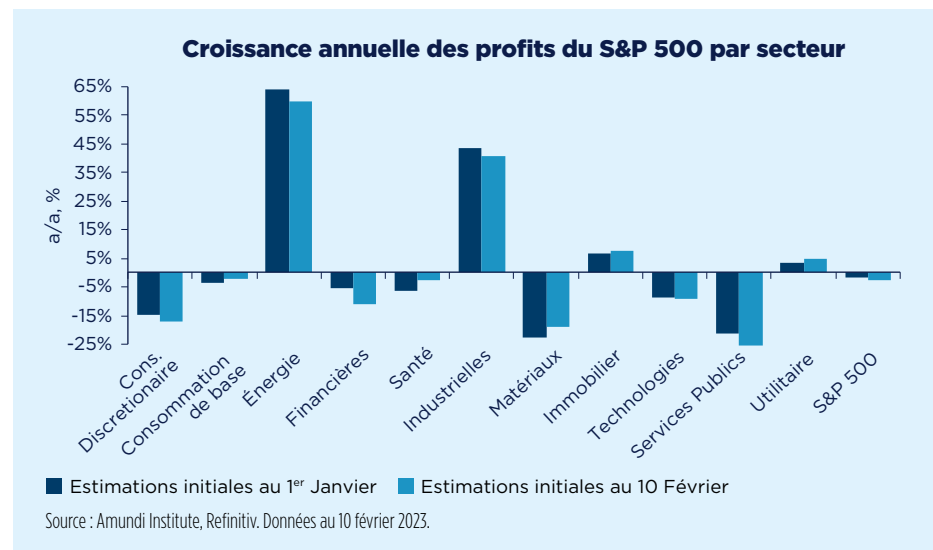
Éric MIJOT
Responsable de la Stratégie
Actions - Amundi Institute

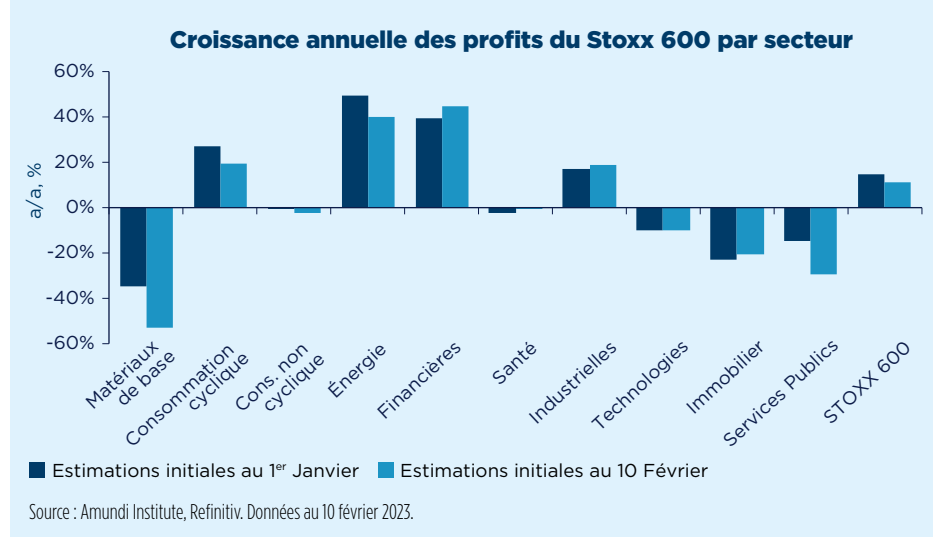
La saison de résultats est suffisamment avancée aux États-Unis pour en tirer des enseignements

Tout d'abord, alors que près de 70% des résultats des sociétés du S&P500 ont été publiés, la croissance des profits en glissement annuel ressort négative pour la première fois dans ce cycle selon Ibes (-2,8% contre +4,4% au T3, +8,4% au T2 et +11,4% au T1 2022). C'est un peu plus négatif qu'escompté début janvier par les analystes (-1,6%) et combine ralentissement des ventes et baisse des marges.

À noter que les secteurs riches en « Big Tech » enregistrent un fléchissement plus marqué que la moyenne. Il en va ainsi pour la technologie (-9,2%), la consommation discrétionnaire (-17%) et les services de communication (-25,4) dont les résultats baissent d'ailleurs plus qu'anticipé début janvier. Ces valeurs de croissance (ces trois secteurs représentent plus de 70% du MSCI USA Growth), ont montré qu'elles avaient aussi des caractéristiques cycliques et devaient corriger leur sur-profitabilité qui a atteint son paroxysme avec la crise du Covid. Cela conforte notre prudence sur ces secteurs et, vu leur poids dans les indices, donc aussi sur le marché américain.

La correction de la surévaluation de ces quelques grandes valeurs se combine ainsi à une correction cyclique. À cet égard, le profil intra-annuel de la croissance économique aux États-Unis n'est pas porteur ; elle devrait ralentir progressivement en glissement annuel au second semestre et ressortir au mieux stable d'un trimestre sur l'autre.





On peut donc s'attendre à une poursuite de la baisse des profits en 2023 en dépit de la résilience actuelle de l'économie. Rappelons qu'historiquement, il faut plus de +2% de croissance réelle du PIB pour observer une croissance positive des profits aux États-Unis alors que notre prévision macro-économique est de tout juste de +1% en 2023 et +0.6% en 2024. Même avec ce scénario de soft-landing, il est probable que les profits tels que prévus par Ibes (+0,6% en 2023) soient encore révisés en baisse vers les -3/-5% dans les mois à venir. Enfin, le rebond du marché américain fait qu'il se paye très vite à nouveau au-dessus de sa médiane historique (18,7x les profits des 12 prochains mois contre une médiane sur les 12 dernières années à 16,8x). Il est donc tentant de considérer les marchés internationaux.

En Europe, la saison de publications des résultats bat son plein et nous livre, elle aussi, son lot de renseignements.

Alors que près de la moitié des sociétés du Stoxx 600 censées publier l'ont fait, la croissance des profits au quatrième trimestre ressort à +11,3% selon Ibes. Cela est donc mieux qu'aux États-Unis, comme lors des trois premiers trimestres de l'année. Notons toutefois que comme pour les États-Unis ce chiffre a été revu à la baisse entre le 1^{er} janvier et le 14 février (+14,5% prévus début janvier).

En Europe, le fait marquant est que les secteurs cycliques tirent mieux leur épingle du jeu que les secteurs défensifs. Il s'agit surtout des financières (+44,7%, soit encore mieux que les +39% attendus en janvier) qui profitent entre autres de la hausse des taux des banques centrales, de la consommation cyclique (+19,5%), en particulier des valeurs du luxe au fort *pricing power*, et des industrielles (+18,8%), secteur très large comprenant entre autres les valeurs de défense qui tirent profit des tensions géopolitiques. Ce sont les seuls secteurs à finir le trimestre en croissance positive avec l'énergie. Les secteurs plus défensifs comme la consommation non cyclique, la santé, les services publics voient leurs résultats décroître en glissement annuel, et même davantage que prévu dans le cas des services publics.

Il est probable que la croissance des profits, telle que prévue par Ibes (+1,2% en 2023), devra, elle aussi, s'ajuster davantage à la baisse. La croissance du PIB mondial, prévue à +2,4% en 2023 et +2,8% en 2024 par nos économistes, ne devrait pas être suffisante pour que les profits terminent l'année 2023 en territoire positif. Rappelons que, dans le cas de l'Europe, +3% de croissance du PIB mondial est historiquement nécessaire pour cela. **Un recul de -8%/-10% est envisageable en 2023.**

Toutefois, après le formidable rebond du marché européen depuis son point bas du 29 septembre 2022 (le Stoxx600 progresse de +20% à la mi-février), **la meilleure résistance des profits de ce côté-là de l'Atlantique permet pour l'instant au marché européen de rester moins cher que son homologue américain**, et ce, même si on compare les marchés secteur par secteur. Le PER 12 mois *forward* ressort à 13x en Europe, soit un encore peu moins que sa moyenne sur 12 ans (13.6x).

Après un tel rebond, une consolidation est bien sûr possible, voire souhaitable. Mais alors que la disparition des taux négatifs donne plus de poids à la valorisation dans les critères de sélection et tant que le scénario de *soft-landing* prévaut, le marché européen doit ainsi faire partie des alternatives à considérer dans un portefeuille international.

“Résultats du T4: la Big Tech US déçoit alors que les cycliques européennes résistent.”



**MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE
ET STRATÉGIE**
par Amundi Institute



Assouplissement des conditions financières sur les marchés, durcissement pour les emprunteurs

Les indicateurs des conditions financières sur les marchés montrent un net assouplissement au cours des trois derniers mois, alors que les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages ont beaucoup augmenté et poursuivent leur hausse. Il en résulte un optimisme du marché quant aux prix des actifs. Toutefois, l'assouplissement des conditions de marché, telles que mesurées par l'indice Goldman Sachs des conditions financières, par exemple, contraste fortement avec les taux d'intérêt auxquels doivent emprunter les entreprises et les ménages tant en Europe qu'aux États-Unis. En outre, les critères d'octroi des prêts se sont également considérablement durcis et les volumes de prêts ont baissé en conséquence, notamment en Europe.

Les indicateurs de marché montrent que nous avons passé le pic d'inflation et que les attentes de baisses de taux plus tard dans l'année, ainsi que les anticipations d'inflation, restent bien ancrées. Il est néanmoins peu probable que les taux des prêts à l'économie réelle baissent et que les critères d'octroi s'assouplissent avant que les taux directeurs ne soient effectivement réduits. Ceci est dû en partie au fait que les taux du marché peuvent être influencés par des anticipations volatiles de persistance de l'inflation sous-jacente et des services. Une autre raison est que la demande de prêts restera très faible jusqu'à ce que les taux d'intérêt baissent de façon marquée. Par ailleurs, les anticipations de taux directeurs

pourraient ne pas descendre très en deçà des niveaux actuels (prévisions pour le début de l'année prochaine) si l'inflation sous-jacente a du mal à baisser.

La croissance des salaires réels (à l'exception des centiles inférieurs) étant également faible, la demande intérieure devrait rester faible en Europe et aux États-Unis, en particulier les dépenses de consommation. Ces dernières montrent déjà une certaine fragilité. Les dépenses d'investissement resteront également faibles jusqu'à ce que les taux d'emprunt diminuent de manière significative et que les perspectives de croissance s'améliorent. Puisque la croissance devrait rester bien en deçà de son potentiel jusqu'à la fin de l'année et au début de l'année prochaine, il faudra attendre un bon moment avant d'assister à une reprise significative de la demande intérieure.

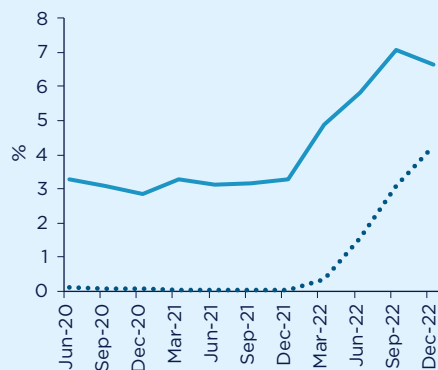
En conclusion, les conditions financières restent tendues pour l'économie réelle. L'impact de ce resserrement justifie nos prévisions de croissance modeste (inférieure au potentiel) pour 2023 et 2024. Nous percevons une possibilité d'atterrissage en douceur ou moins brutal, qui se traduirait par une augmentation modeste du chômage par rapport aux niveaux actuels, exceptionnellement bas. Ceci n'exclut pas des perspectives de bénéfices très faibles pour les entreprises dans un contexte de demande intérieure très déprimée.



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie -
Amundi Institute

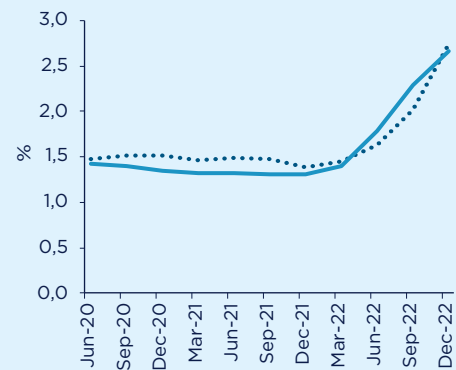
“Les conditions financières restent tendues pour l'économie réelle.”

Taux moyen des prêts - États-Unis



..... AA hors financières, 30 jours
— Immobilier résidentiel, taux fixe à 30 ans

Taux moyen des prêts - Zone euro



..... Entreprises non financières
— Achats de logement par les particuliers

Source : Amundi Institute, Bloomberg, BCE Données au 13 février 2023.



Malgré le rebond de janvier, un ralentissement de l'inflation dans les marchés émergents reste possible



Alessia BERARDI

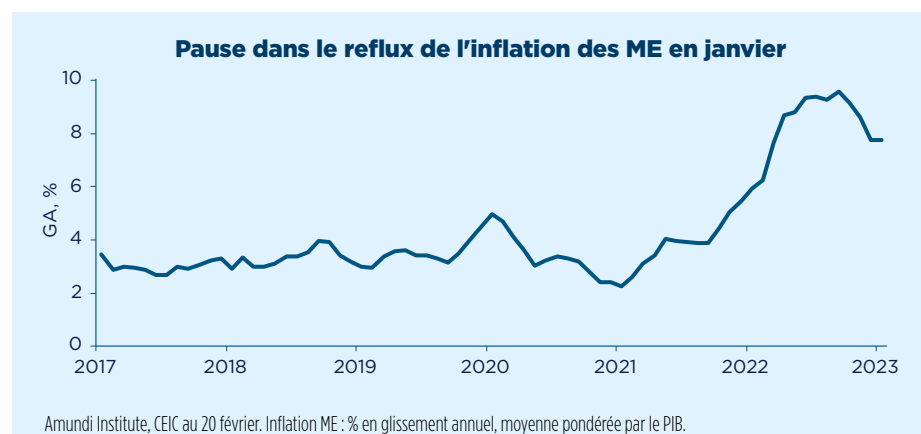
Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

En janvier, l'inflation globale des marchés émergents (ME) a interrompu - en moyenne - sa trajectoire descendante (qui avait débuté en septembre 2022), tandis que l'inflation sous-jacente restait légèrement orientée à la hausse. Cette pause de l'inflation globale s'est produite en dépit de la stabilité des prix du pétrole (WTI inférieur à 80 dollars/baril pour le mois) et des prix des denrées alimentaires (indice mondial de la FAO) passés résolument en territoire négatif (-3,3% en glissement annuel (GA) après le pic à 34% en GA de mars 2022).

Au-delà de ces moyennes, le tableau demeure hétérogène dans l'univers des ME : dans certains pays, l'inflation globale a continué d'augmenter ou accélère à nouveau pour surprendre à la hausse (par exemple, en Inde, aux Philippines, en Colombie et en Hongrie). Dans d'autres pays, la trajectoire de désinflation a été moins prononcée que prévu (par exemple, au Brésil, au Chili et en Turquie).

Lorsque nous examinons l'inflation des ME, le poids des denrées alimentaires dans leurs paniers est tel qu'il est nécessaire d'examiner séparément les composantes sous-jacentes et non sous-jacentes. Si les composantes sous-jacentes de l'inflation ont joué un rôle important dans l'interruption de la tendance désinflationniste révélée par les chiffres de janvier, des facteurs locaux spécifiques portant sur les composantes les plus volatiles - notamment les denrées alimentaires - ont cependant aussi contribué à des poussées d'inflation inattendues ou à un ralentissement de la désinflation. Dans le premier cas, l'inflation sous-jacente est plus élevée lorsque le mécanisme d'indexation automatique est important (par exemple, en Colombie), que le marché du travail est tendu et que les salaires minimums ont augmenté de manière significative (comme au Mexique et, dans une moindre mesure, à nouveau en Colombie), ou que la fiscalité et les subventions ont commencé à s'ajuster (suppression du plafond sur les prix des carburants en Hongrie en décembre). Dans le deuxième groupe de pays, l'inflation a été alimentée par les prix des denrées alimentaires comme au Pérou (prix du pain), aux Philippines (pénurie d'oignons) et en Inde (prix des céréales).

De manière générale, si les chiffres de janvier confirment que les ME ne sont pas encore sortis d'affaire en termes de pressions inflationnistes, nous pensons que la tendance baissière se poursuivra dans un contexte de stabilité ou de légère baisse des prix des intrants mondiaux et de décélération de la demande intérieure. Le retrait des dispositifs de soutien (réduction des subventions et du plafonnement et augmentation des prix réglementés), tout en contribuant à la tendance désinflationniste en affaiblissant la demande, pourrait entraîner des poussées inflationnistes temporaires. On notera que malgré une tendance baissière, l'inflation globale restera supérieure aux objectifs des banques centrales dans la plupart des ME d'ici à la fin de 2023, particulièrement en Amérique latine et en Europe de l'Est.





Aperçus macroéconomiques



Les données américaines sont encore mitigées et très volatiles, entretenant le climat d'incertitude économique : les statistiques d'activité ont été très bruitées, celles relatives à la consommation et aux marchés du travail affichant une certaine vigueur, tandis que la faiblesse des principales enquêtes de conjoncture a fait apparaître des risques baissiers à court terme. L'inflation globale se maintient. Nous nous attendons à ce que la croissance soit faible au S2 2023 et qu'elle reste inférieure au potentiel en 2023-2024. L'inflation a atteint un pic et nous pensons que les effets de base entraîneront une baisse de l'inflation globale, tandis que l'inflation sous-jacente persistera plus longtemps.



Malgré une légère révision à la hausse de nos projections de croissance, nous anticipons toujours une activité anémique au premier trimestre et une croissance allant de faible à inférieure à la moyenne pour le reste de 2023, à mesure que l'inflation ralentit et que le sentiment des investisseurs s'améliore. Si les évolutions récentes sur le front de l'énergie dissipent les risques extrêmes, les facteurs défavorables restent importants : l'environnement extérieur est faible, l'incertitude géopolitique est élevée et la politique monétaire restera restrictive en raison des tensions sur les marchés du travail, de la forte croissance des salaires nominaux et de l'inflation supérieure à l'objectif.



L'inflation se maintenant au-dessus de l'objectif depuis plusieurs trimestres, nous anticipons une récession induite par le coût de la vie début 2023. Malgré une légère amélioration de nos perspectives au vu des dernières données, nous anticipons toujours des obstacles importants pour l'économie tandis que les politiques budgétaires et monétaires pèseront sur la croissance. Nous pensons également que l'économie tournera en dessous de son potentiel en 2024. L'énergie reste un risque majeur pour les perspectives d'inflation comme pour les perspectives de croissance.



Le PIB du Japon, bien qu'inférieur aux attentes, a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel annualisé au quatrième trimestre 2022, grâce à une reprise de la consommation privée et des dépenses dans le secteur du tourisme. La croissance des exportations de biens a sensiblement ralenti en janvier. En revanche, le tourisme a fortement rebondi pour atteindre 1,5 million d'entrées, soit moitié moins que lors du pic de 2019. Le tourisme et la consommation aidant, le Japon devrait éviter une récession au premier semestre 2023 malgré le ralentissement de la croissance mondiale. L'inflation a surpris à la hausse et nous nous attendons à ce que l'inflation sous-jacente se maintienne autour de 3,0 % au premier trimestre, avant de baisser progressivement jusqu'à 2 % au second semestre.



La mobilité des ménages en Chine a fortement rebondi au cours des deux premières semaines de février, déjouant les craintes de perturbation liée à une deuxième vague de Covid. Pendant ce temps, le rebond de la production industrielle a été moins robuste que prévu, comme en témoignent les ratios d'exploitation inférieurs à la tendance dans certains secteurs industriels et la baisse des expéditions de biens d'équipement des économies voisines vers la Chine. L'inflation des services a commencé à remonter en janvier et nous pensons qu'elle va continuer sur cette lancée. Quoi qu'il en soit, nous estimons que la progression de l'IPC global restera faible, car l'inflation de l'énergie et des denrées alimentaires devrait diminuer.



Le budget indien pour l'exercice 2024, annoncé début février, prévoit de poursuivre l'assainissement budgétaire tout en stimulant les investissements. L'objectif de déficit budgétaire devrait être ramené de 6,4 % à 5,9 % du PIB et les dépenses d'investissement devraient augmenter d'environ 30 %. Les prévisions de croissance nominale toujours robustes - bien qu'inférieures à 10,5 % en glissement annuel - et les dépenses préélectorales - non visibles dans le budget - constituent les principaux risques de dérapage budgétaire, qui pourraient être compensés en puisant dans le budget conséquent des dépenses d'investissement. Dans sa version actuelle, le budget ne devrait pas générer de risque d'inflation à court terme.



Le séisme en Turquie a touché 10 provinces qui représentent 15,7 % de la population, 15,0 % du secteur agricole, 10,0 % du secteur industriel et plus de 9,0 % du PIB. La croissance devrait donc baisser mais de manière limitée (-0,5pp) en raison de dépenses budgétaires supplémentaires qui pourraient s'élever à 6,0 % du PIB sur les deux ans à venir. Le déficit public devrait dépasser sa cible fixée à 3,5 % cette année. L'inflation (57,7 % en ga) risque d'augmenter d'autant que la CBRT pourrait de nouveau baisser ses taux.



La politique monétaire restrictive du Brésil pèse sur la croissance du crédit et sur l'activité économique en général. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB, qui devrait passer de 3,0 % en 2022 à moins de 1,0 % en 2023, à moins que le président Lula ne lance un programme de relance budgétaire important. Ce dernier est également impatient de voir les taux d'intérêt baisser, mais les prévisions d'inflation supérieure à l'objectif et l'incertitude budgétaire incitent le gouverneur de la BCB, Roberto Campos Neto, à garder un ton restrictif et attentiste, malgré des taux réels manifestement en territoire positif. Nous n'anticipons pas de réductions du SELIC avant la fin de 2023, et celles-ci dépendront fortement des nouvelles règles budgétaires et de l'objectif d'inflation de la BCB.

BC restrictives dans les MD et dépendantes d'un tableau d'inflation fragmenté dans les ME

Marchés développés

Nous nous attendons à ce que les banques centrales (BC) des MD restent restrictives. L'inflation a passé son pic, mais reste élevée et nous confirmons nos prévisions de taux terminaux. Pour la Fed, les risques restent plus élevés à la hausse.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que la Fed avait « encore du travail à faire » et « un long chemin à parcourir ». Il s'est également félicité de la modération récente de l'inflation. Toutefois, la désinflation n'en reste pas moins à ses débuts. La Fed ne la perçoit pas encore dans les services sous-jacents hors logement et juge que le rapport bénéfice/risque d'un resserrement excessif reste préférable à celui d'un resserrement insuffisant.

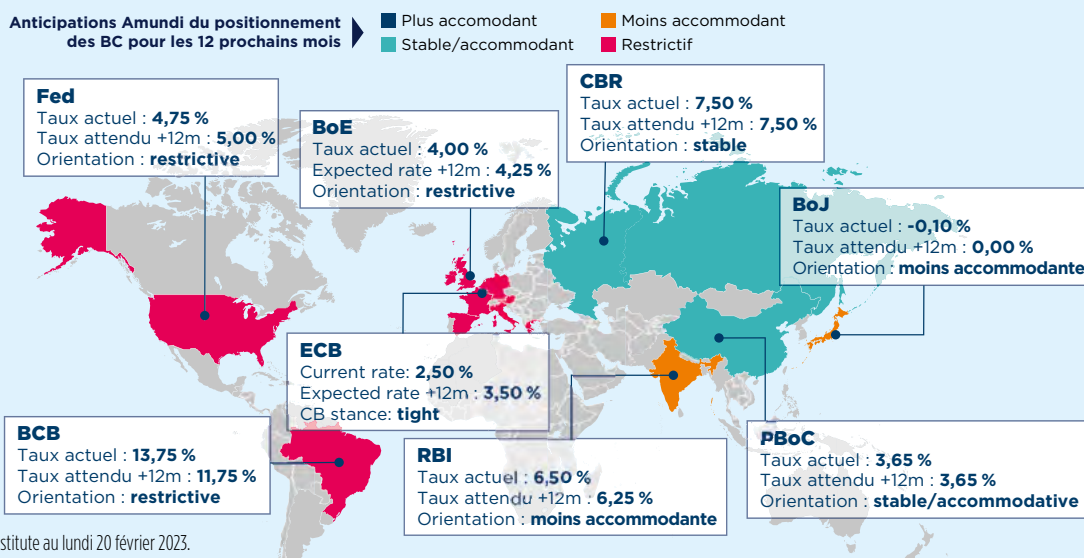
La présidente de la BCE, Mme Lagarde, a indiqué que la BCE avait l'intention de relever de nouveau ses taux directeurs de 50 points de base (pb) en mars, mais sa détermination à procéder à une hausse significative au-delà de mars a diminué. « L'inflation globale a davantage reculé que ce que nous et bien d'autres avions prévu, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes sont bien présentes et posent problèmes ». Elle a également souligné que la majorité du soutien budgétaire n'était pas suffisamment ciblée.

La BoE a annoncé une probable réduction du rythme de ses hausses de taux, abandonnant la référence à une action « énergique » (c'est-à-dire des hausses de 50 pb) dans son dernier compte rendu. Ses projections actualisées dressent un tableau moins sombre que celles de novembre, avec une récession moins sévère et une baisse plus rapide de l'inflation à court terme, tandis que les prévisions d'inflation à moyen terme ont été augmentées. Les risques concernant les perspectives d'inflation sont plus importants à la hausse.

Marchés émergents

S'il est encore nécessaire de bien discerner les déterminants des décisions des BC des ME, leurs actions de janvier ont montré que ce sont **les conditions intérieures, notamment l'inflation, qui comptent le plus.**

Ainsi, contre les attentes du marché, Banxico et Bangko Sentral ng Pilipinas ont relevé leurs taux directeurs plus qu'anticipé (50 pb chacune contre 25 pb attendu), à la suite de chiffres d'inflation plus élevés que prévu en janvier. En cause, la réaccélération de l'inflation sous-jacente au Mexique et de l'inflation globale aux Philippines. Mais, si les marchés réévaluent la possibilité d'un taux terminal de la Fed plus élevé pour plus longtemps, les BC des ME sont surtout préoccupées par le fait que le « pivot » attendu de la Fed amène une période de stabilité des taux plutôt qu'un rapide assouplissement. Les BC des ME traditionnellement les plus sensibles à l'action de la Fed, telles que la Banque d'Indonésie, ont mis fin à leurs cycles de hausse en janvier en raison de perspectives d'inflation meilleures que prévu - principalement sur les indices sous-jacents - indépendamment du resserrement américain en cours. Malgré les réactions haussières récentes de quelques BC des ME, nous pensons que certaines commenceront à assouplir leur politique cette année. Contrairement aux attentes, il ne s'agit pas des banques les plus intéressantes en termes de portage, comme la BCB ou Banxico, mais de celles qui sont confrontées aux cycles économiques les plus faibles (notamment celles de la région andine). La fragilité de l'économie entraînera également un assouplissement dans les pays d'Europe centrale, malgré la lenteur de la baisse de l'inflation.



DATES CLÉS

■ **16 mars**
Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

■ **21-22 mars**
Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)

■ **23 mars**
Réunion du comité de politique monétaire de la BoE



L'UE confrontée à un Biden plus dur à l'approche des élections



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

“Joe Biden deviendra plus dur à l'approche des élections - au détriment de l'UE.”

Les gros titres se sont concentrés sur la relation tendue entre les États-Unis et la Chine ces derniers temps, alors que l'état des relations entre les États-Unis et l'Union européenne a reçu nettement moins d'attention. Pourtant, celles-ci ont dernièrement fait l'objet de tensions, **qui risquent de s'intensifier à l'approche des élections américaines de 2024**. Les révélations faites récemment sur le rôle joué par les États-Unis dans l'attaque contre Nord Stream vont alimenter la méfiance des dirigeants européens et du grand public vis-à-vis des États-Unis et du président Joe Biden, même si la véracité de ces accusations ne sera jamais établie. Ces allégations n'auront fait qu'attiser la colère croissante de l'UE à l'égard de M. Biden depuis la promulgation de la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act - IRA). L'IRA vise, à l'aide d'incitations et de subventions, à inciter les entreprises européennes du secteur des technologies vertes et d'autres secteurs éligibles à s'installer aux États-Unis. Face aux prix élevés de l'énergie dans l'UE, et aux incertitudes liées à la guerre, la proposition américaine est attractive.

Des mois de diplomatie ont donné peu de résultats et les dirigeants de l'UE ont fini par comprendre que l'IRA n'était pas seulement une mesure de politique intérieure, mais qu'elle visait également l'UE. Comme Biden l'a reconfirmé dans son discours sur l'état de l'Union : « Je ne m'excuserai pas du fait que nous investissons pour rendre l'Amérique forte ». L'UE va maintenant se rendre compte que si Biden, contrairement à son prédécesseur, est en faveur du renforcement de la relation transatlantique, il poursuit également un programme de type « America First ». Malgré l'agacement que suscitent ces questions, l'UE ne peut pas y faire grand-chose. La guerre a rendu l'Europe plus dépendante de la protection de l'OTAN - et essentiellement des États-Unis. Ainsi, à mesure que les États-Unis s'approchent de leur phase électorale - Biden devrait bientôt annoncer sa candidature pour 2024 - l'UE doit se préparer à davantage de mesures désagréables de la part des États-Unis.



Union européenne : le grand marchandage a commencé



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

Deux questions majeures nécessiteront des compromis cette année. La première, et la plus importante, est de s'accorder sur une réponse à l'IRA américain. Adopté en août 2022, l'IRA a eu un effet de choc sur l'Europe. Les gouvernements s'accordent sur la nécessité d'y répondre, mais divergent sur la manière de procéder. Des divergences marquées sont apparues lors du sommet du 9 février. Pour l'instant, **la riposte européenne à l'IRA se focalise sur l'assouplissement des règles relatives aux aides d'État, notamment en autorisant les crédits d'impôt.** L'objectif est non seulement de simplifier les procédures de déploiement des énergies renouvelables, mais aussi d'autoriser les subventions, sans lesquelles les entreprises de l'UE sont susceptibles de délocaliser aux États-Unis pour profiter des avantages qui y sont offerts. Les petits pays étant désavantagés, la création d'un fonds a été proposée pour éviter d'accroître la fragmentation économique. Cette proposition est loin de faire l'unanimité. Le seul compromis qui a été trouvé jusqu'à présent est une flexibilité accrue dans l'utilisation des ressources existantes de la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR).

Le deuxième sujet brûlant est la réforme de la **gouvernance budgétaire européenne**. Le 9 novembre, la Commission européenne a fait des propositions en ce sens. En substance, l'objectif est de rendre les États membres plus responsables du contrôle de leur ratio dette/PIB. La procédure proposée est basée sur des négociations bilatérales avec la Commission, que plusieurs pays, dont l'Allemagne, jugent trop laxistes. Jusqu'à présent, l'Allemagne s'est abstenue de répondre officiellement à cette proposition. Une clarification est attendue dans les semaines à venir. Ces discussions seront au centre de la réunion du Conseil européen de mars, mais il est très peu probable qu'un compromis soit trouvé à cette date. Les deux questions sont intimement liées. Avec la chute des prix du gaz, les intérêts nationaux ont refait surface. L'indépendance stratégique de l'Europe et les défis posés par la transition énergétique appellent une réponse résolue. Nous en sommes encore loin.

“L'indépendance stratégique de l'Europe et les défis posés par la transition énergétique appellent une réponse résolue ; nous en sommes encore loin.”

Scénario central et scénarios alternatifs



	Prob. 10%	Prob. 70%	Prob. 20%
SCÉNARIO BAISSIER Récession dans les MD	<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. Désescalade attendue fin 2023. ■ Les prix du gaz ont baissé et deviennent moins sensibles à la guerre (hiver doux, stocks inutilisés). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Cessez-le-feu en vue en Ukraine. ■ Reprise partielle des exportations de gaz russe vers l'Europe.
	<ul style="list-style-type: none"> ■ Désancrage des anticipations d'inflation. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ La Fed et la BCE se baseront davantage sur les données observées et atteindront probablement leur taux final d'ici l'automne 2023, ces taux restant élevés plus longtemps. ■ Fortes divergences en Europe sur les modalités de la réponse à l'IRA américaine et sur les règles budgétaires. Aucun accord n'est attendu avant le S2 2024. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire pourrait rester en territoire négatif en 2023 en raison des contraintes liées au plafond de la dette. ■ Inflation sous-jacente persistante. Il est peu probable que l'inflation sous-jacente revienne aux objectifs de la BC avant la toute fin de 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ L'inflation globale et sous-jacente retombe rapidement.
	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aggravation de la crise énergétique et profonde récession en Europe, couplée à une récession aux États-Unis. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ralentissement de l'économie mondiale en 2023, mais avec des divergences de plus en plus marquées : croissance anémique en Europe, montée des risques de récession aux États-Unis, rebond en Chine grâce à la réouverture. 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 baisse de l'incertitude et le renforcement de la confiance pourraient soutenir la demande intérieure.
	<ul style="list-style-type: none"> ■ Report des mesures de transition climatique. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le changement climatique accroît les tendances stagflationnistes. ■ Le risque climatique entrave la croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les politiques de lutte contre le changement climatique et la transition énergétique deviennent des priorités essentielles.

Risques pesant sur le scénario central

Impact de marché	PROBABILITÉ				
	ÉLEVÉ				FAIBLE
	25%	15%	15%	15%	15%
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Risque économique : récession plus profonde des bénéficiaires (É.-U./Europe) au S1 2023	Plafond de la dette des É.-U.	Risques macrofinanciers déclenchés par un resserrement excessif de la BCE	Pressions stagflationnistes persistantes (É.-U./Europe)
+	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 l'EUR, le JPY, le CHF et le Bund.	Positif pour les bons du Trésor des É.-U. et l'or.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.
-	Négatif pour les crédits, les actions et les ME.	Négatif pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour les bons du Trésor et les actions des É.-U. et pour les actifs risqués.	Négatif pour les actions européennes, la dette périphérique et le crédit européen.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

Source : Amundi Institute au jeudi 16 février 2023. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain, EUR : Euro, CHF : franc suisse, JPY : yen japonais, CNY : yuan chinois, UST : TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation, HY É.-U. : haut rendement des États-Unis. QT = resserrement quantitatif.



Inflation Phazer : un modèle pour détecter le régime d'inflation le plus probable et guider l'allocation d'actifs



Lorenzo PORTELLI

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

“Les régimes d'inflation sont essentiels pour affiner l'exposition au risque et les rotations au sein de chaque classe d'actifs macro dans le cadre de l'allocation de portefeuille.”

Qu'est-ce que l'Inflation Phazer ?

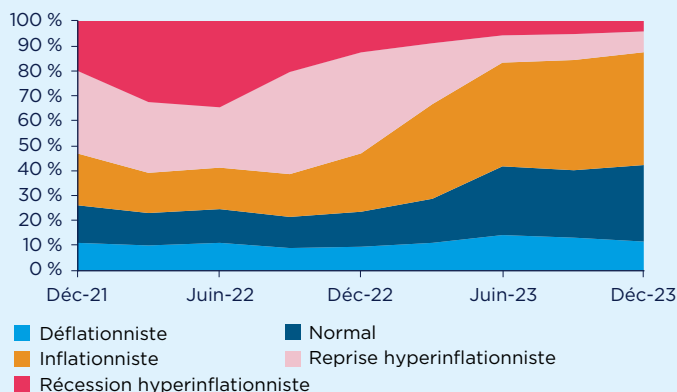
- **Le principe :** les tendances de l'inflation suivent généralement la croissance économique. Elles orientent à la fois la politique monétaire et les marchés financiers et déterminent la soutenabilité de la dette. De plus, les marchés financiers comme les instruments liés à l'inflation intègrent des mécanismes hautement anticipatifs. Ainsi, une identification en amont des régimes d'inflation est nécessaire pour affiner les décisions d'allocation d'actifs, tant tactiques que stratégiques, dans la mesure où ces régimes d'inflation ont tendance à persister dans le temps. Suivre l'évolution des probabilités de régimes alternatifs est donc souvent le meilleur indicateur pour tirer parti d'un changement des anticipations.
- **Configuration du modèle :** nous avons développé une approche disciplinée de taxonomie des régimes d'inflation, suivant laquelle nous regroupons les dynamiques de prix, en nous appuyant sur les données américaines depuis 1960. Cet ensemble de données nous permet d'identifier les régimes d'inflation récurrents les plus pertinents et de passer au crible l'ensemble de l'univers cross-asset pour identifier les modèles d'allocation d'actifs qui auraient le mieux fonctionné au cours des différents régimes.
- **Objectif :** l'objectif de l'Inflation Phazer d'Amundi Institute est d'évaluer la probabilité de persistance d'un régime d'inflation sur un horizon de temps donné et de déterminer le modèle d'allocation d'actifs à privilégier en fonction des probabilités des régimes d'inflation. Nous avons constaté que les classes d'actifs et les secteurs affichent des comportements différents dans chaque régime d'inflation, ce dont les investisseurs doivent tenir compte dans leurs allocations de portefeuilles.
- **Résultats du modèle :** nous distinguons différentes allocations d'actifs en fonction de la distribution des probabilités, en privilégiant la combinaison d'actifs qui devrait être la plus performante dans le scénario d'inflation jugé le plus probable.

Régimes d'inflation	Déflationniste	Normal	Inflationniste	Reprise hyperinflationniste	Récession hyperinflationniste
IPC en GA (%)	< 2	2-3	3-6	6-10	> 10
IPP, en GA (%)	< 1	2-3	3-6	6-10	> 10
PCE sous-jacent, en GA (%)	< 2	2-3	3-6	6-8	> 8
Coûts salariaux unitaires en GA (%)	< 1	2-3	3-6	6-9	> 9

Quels sont les signaux actuels :

- L'Inflation Phazer signale un passage d'une reprise hyperinflationniste à une phase inflationniste, la probabilité d'une évolution vers une phase d'inflation normale augmentant encore à mesure que nous approchons de la fin de l'année.
- Dans ce contexte inflationniste, il faut maintenir un biais favorable aux secteurs et aux classes d'actifs les plus sensibles à l'inflation (énergie, matériaux et actifs réels).

Probabilité du régime d'inflation



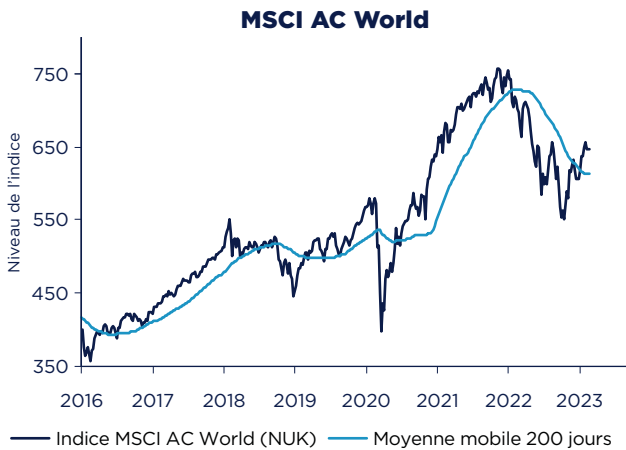
Source : Amundi Institute, février 2023.

Les marchés actions en graphiques

Marchés développés

MSCI AC World : percée !

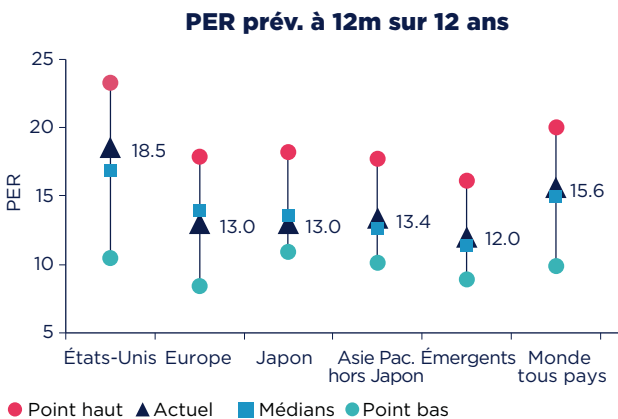
Le MSCI ACWI a fait une percée au-dessus de sa moyenne mobile 200 jours pour la première fois depuis 2022, un signal technique positif.



Source : Amundi Institute, Datastream, au 17 février 2023.

PER prévisionnel à 12 mois : au-dessus de sa moyenne des 12 dernières années

Le rebond rapide du marché américain l'a rendu un peu cher, ce qui se répercute également sur le MSCI ACWI.



Source : Amundi Institute, Datastream, au 17 février 2023.



“Les facteurs techniques et fondamentaux envoient des signaux divergents.”

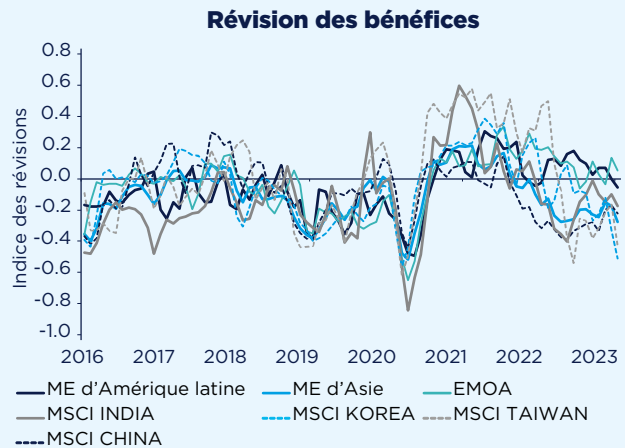
Éric MIJOT

Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Actions des ME : les révisions des bénéfices restent négatives

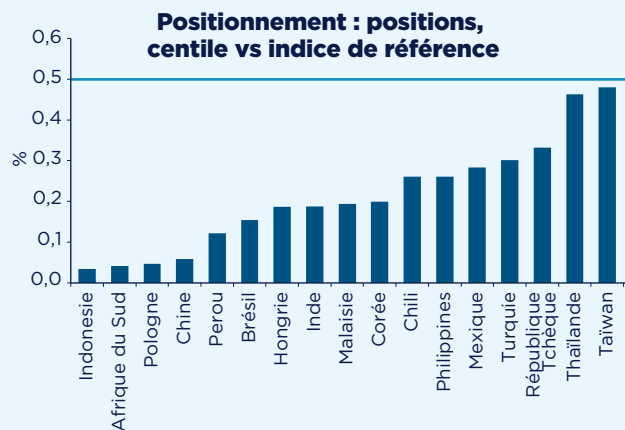
Les révisions de bénéfices ont été pratiquement neutres en Amérique latine et dans la région EMOA, mais elles restent négatives en Chine, en Corée et à Taïwan, pénalisées par leur forte exposition au secteur des technologies. On peut s'attendre à un certain retournement.



Source : Amundi Institute, IBES, au 20 février 2023. Les révisions sont basées sur une moyenne mobile de 2 mois et se réfèrent à l'année fiscale en cours et à la suivante.

Positionnement encore faible sur les actions des ME

Le positionnement des investisseurs institutionnels sur les ME reste faible, si l'on compare les positions actuelles à leur moyenne historique.



Source : Amundi Institute, State Street, au 2 février 2023.

“Potentiel d'amélioration des bénéfices, notamment dans les émergents d'Asie ; le positionnement reste faible.”



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

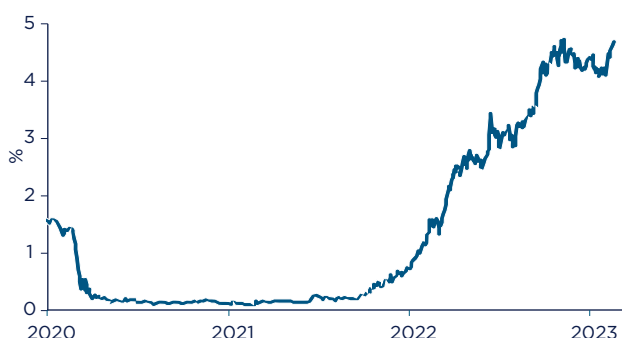
Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

La vigueur des créations d'emploi tire le 2 ans US à la hausse

La hausse soudaine et brutale des rendements américains à court terme pèsera sur les conditions financières avec un certain décalage.

Rendement à 2 ans, États-Unis

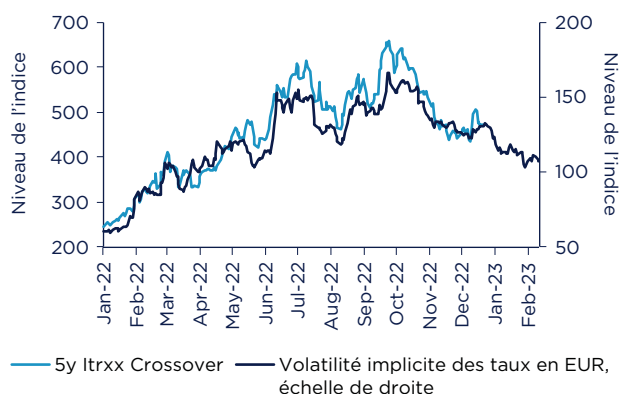


Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 20 février 2023.

La baisse de la volatilité dynamise le marché du crédit

Le pic puis la chute de la volatilité implicite des taux EUR ont soutenu la performance récente des produits de spreads, y compris le HY EUR.

Spreads Itrxx Crossover et volatilité des taux EUR



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 20 février 2023.



“Les marchés du crédit ont été soutenus par la baisse de la volatilité des taux, aux États-Unis comme en Europe.”

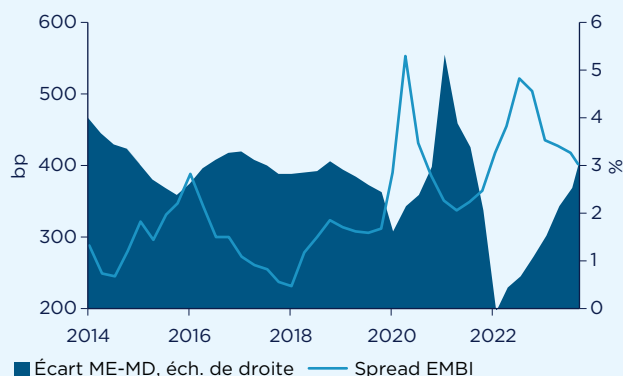
Valentine AINOUCZ
Responsable de la Stratégie Taux - Amundi Institute

Marchés émergents

Vers un resserrement du spread EMBI

L'écart de croissance entre MD et ME devrait se creuser, favorisant une baisse du spread des obligations en devises fortes en 2023.

Spread EMBI vs. écart de croissance ME-MD

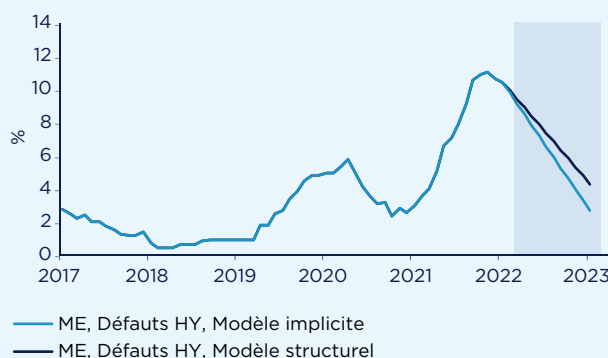


Source : Amundi Institute au 20 février 2023

Modération des défauts du High Yield des ME en 2023

Les défauts d'entreprises HY des ME ont atteint un pic et devraient ralentir en 2023.

ME, défauts HY, décompte

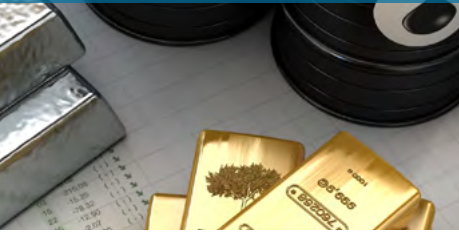


Source : calculs Amundi Institute à partir de données BofA, au 20 février 2023.

“Les conditions de la dette souveraine et des obligations d'entreprises des ME sont de plus en plus favorables.”



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



L'opposition offre/ demande maintient les prix du pétrole en échec

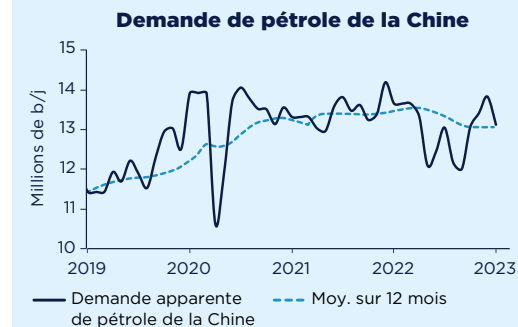


Jean-Baptiste BERTHON
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

“ La baisse des exportations de pétrole russe et la normalisation de la demande chinoise devraient légèrement tirer les prix au second semestre ; le maintien des prix dans une fourchette semble plus probable à court terme. ”

Les marchés du pétrole sont soumis à des intérêts politiques contradictoires qui entraînent une forte volatilité. **Les exportations de pétrole russe et la demande chinoise sont les deux principaux moteurs.** Le plafonnement des prix pourrait réduire les exportations russes, tout en étant compensé par des flux plus importants vers l'Asie limitant la baisse à environ 1,0-1,5 millions de barils par jour (b/j). La demande chinoise pourrait revenir à son niveau de croisière, soit une augmentation d'environ 1,0 million de b/j. L'accès à un pétrole russe moins cher pourrait limiter les pressions inflationnistes en Chine. Ces deux facteurs devraient légèrement tirer les prix vers le haut plus tard dans l'année, dans un contexte de discipline de l'offre de la part des producteurs américains et de l'OPEP+.

Les espoirs déçus d'accord nucléaire avec l'Iran et la situation fragile en Libye pourraient également maintenir une prime de risque. Toutefois, les prix à terme du brut pourraient rester dans une fourchette étroite à court terme, plafonnés par la suffisance de l'offre, la vigueur du dollar et les inquiétudes concernant la demande mondiale. Des valorisations moins attractives et le repositionnement des investisseurs après la réouverture de la Chine pourraient limiter le soutien. Nous conservons nos objectifs de cours pour le Brent à 3 et 12 mois à 90 \$/b et 100 \$/b, respectivement.



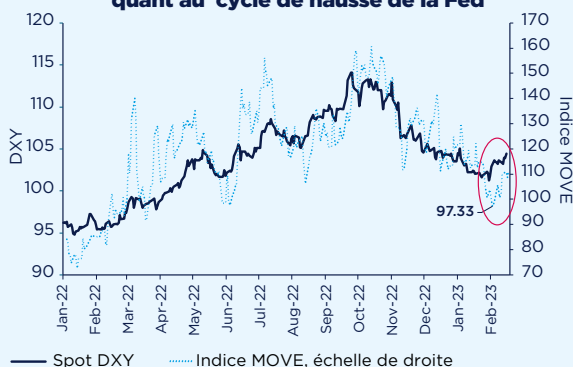
Source : Amundi Institute, Administration générale des douanes de Chine au 20 février 2023. Demande visible de la Chine = demande intérieure + import-export.

DEVISES

Un dollar plus faible au S2 2023

La volatilité macroéconomique est élevée, interdisant toute forte conviction directionnelle à court terme. L'activité économique et l'inflation américaines se sont avérées plus fortes que prévu, ce qui a profité au dollar, étant donné la forte corrélation entre les taux d'intérêt américains et leur volatilité. Des taux réels plus élevés pendant plus longtemps constituent un soutien pour le billet vert ; toutefois, l'asymétrie positive devrait être plus limitée que l'année dernière. Les fondamentaux hors des États-Unis s'améliorent rapidement et les profils croissance-inflation relatifs ne justifient pas un avantage de taux américain plus important (l'économie

Point bas du dollar avant la remontée de l'incertitude quant au cycle de hausse de la Fed



Source: Amundi Institute, Bloomberg as of 16 February 2023.

américaine a peu d'avantages de croissance et l'inflation bien plus proche de l'objectif aux États-Unis que dans la plupart des MD).

Un choc de croissance négatif limiterait le risque de baisse du dollar, mais l'impact serait transitoire, car il validerait la fin du cycle de resserrement de la Fed. Nous conservons une position neutre sur le dollar à court terme, mais anticipons son affaiblissement au S2 2023.



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

“ La forte volatilité macroéconomique interdit toute forte conviction directionnelle à court terme ; le résultat final devrait toutefois rester négatif pour le dollar. ”



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



Les limites du rebond : divergence trop importante entre les marchés et l'économie



Vincent MORTIER
CIO Groupe



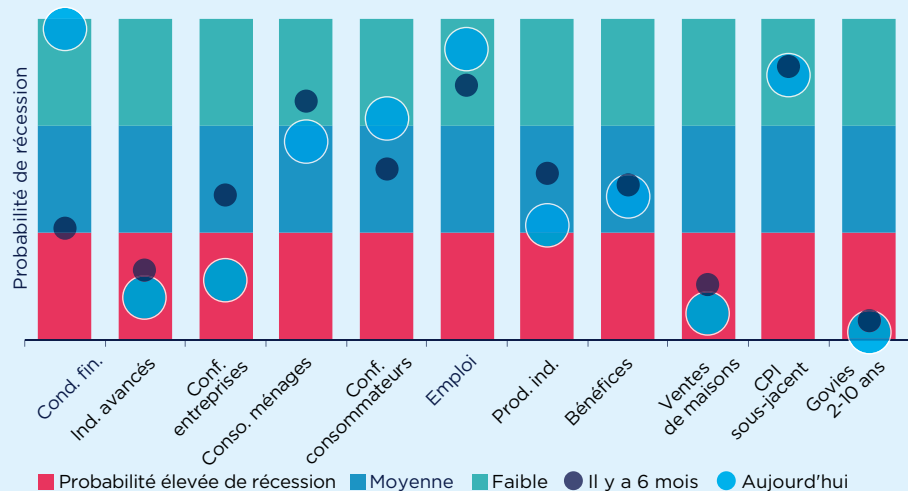
Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

L'année a commencé dans une ambiance de rallye, renforcé par des couvertures de positions vendeuses à découvert et le retour de l'appétit pour le risque des investisseurs particuliers. Cette configuration a été soutenue par des facteurs tangibles, du moins en Europe et en Chine, où la baisse des prix du gaz et la réouverture de l'économie ont contribué à écarter une partie des risques de dégradation économique présents l'an dernier. **Toutefois, le rallye est allé trop loin en intégrant des hypothèses de baisse rapide de l'inflation, de fin du resserrement des banques centrales et d'atterrissage en douceur de l'économie sans récession des bénéficiés.**

C'est maintenant que commencent les difficultés pour les investisseurs. Il se peut qu'une phase baissière soit évitée, mais une certaine prudence s'impose désormais. La dichotomie entre conditions financières favorables et critères de prêt restrictifs pour l'économie réelle est frappante. Les marchés continuent d'intégrer un scénario parfait, malgré de fortes incertitudes et des divergences sur le front économique. **Ainsi, si nous avons récemment revu à la hausse nos prévisions pour 2023, le diable se cache dans les détails.** En ce qui concerne les États-Unis, notre prévision du PIB reste inchangée, mais nous anticipons une dégradation de la dynamique trimestrielle en deuxième partie d'année. Pour la zone euro, nous avons relevé nos projections de PIB pour 2023, mais principalement en raison d'un acquis en fin d'année dernière, les perspectives de croissance restant quasi-stagnantes. La réouverture de la Chine est clairement un élément positif pour l'économie mondiale, mais nous pensons que c'est surtout la croissance de ce pays lui-même qui en bénéficiera.

Deuxièmement, l'inflation diminue lentement, alors que les marchés la voient refluer rapidement, et le chemin vers l'objectif de 2% des BC semble long et cahoteux. Pour ce qui est des banques centrales, nous considérons que la fin du cycle de resserrement de la Fed est proche, tandis que la BCE conserve une attitude restrictive. Enfin, l'appétit pour les marchés émergents revient, alors que la prudence prévaut pour les marchés développés. Dans ce contexte fragmenté, nous pensons que les investisseurs doivent rester prudents, tout en reconnaissant que l'incertitude est élevée dans les deux sens (à la hausse et à la baisse).

Indicateurs de l'économie des É.-U. : rang en centiles par rapport aux données historiques



Source : Amundi Institute à partir de données de la Fed, du FMI, de S&P, de BIS, du Conference Board, de l'OCDE, d'ISM, du Bureau of Labor Statistics (BLS), du US Census Bureau et du US Bureau of Economic Analysis (BEA). Données au 14 février 2023. Basées sur le rang en centiles par rapport aux données historiques. Données = conditions financières, indicateurs avancés, confiance des entreprises, consommation des ménages, confiance des consommateurs, emploi, production industrielle, bénéficiés des entreprises.

“La divergence entre l'économie réelle et les marchés s'accroît et les perspectives de bénéfices s'assombrissent, ce qui nous rend dubitatifs sur le rallye des actifs risqués.”

Nous avons donc actualisé certaines de nos principales convictions comme suit :

- **Côté cross asset, nous restons prudents sur les actions, car le rallye des actifs risqués a pu aller trop loin compte tenu des pressions sur les bénéfices.** Il est néanmoins possible de s'exposer à la hausse des actions via des options. Nous pensons que la faible croissance des salaires réels est susceptible de peser sur la demande et les dépenses de consommation aux États-Unis et en Europe, ce qui finira par affecter les bénéfices. Les investisseurs doivent rester très diversifiés via une exposition au pétrole et aux devises. Ils doivent aussi renforcer leur protection en couvrant les actions et en recourant à l'or.
- **Côté obligations, les investisseurs devront jouer les opportunités de courte résultant des divergences de politique monétaire** et privilégier le crédit IG. Nous restons défensifs sur la durée, principalement sur l'Europe core et le Japon, tandis que nous revenons à une vue neutre sur le Royaume-Uni et la Chine. En revanche, concernant les obligations américaines, nous avons une vision légèrement positive de la durée en anticipation d'un nouvel affaiblissement des perspectives de croissance suite au resserrement des conditions financières l'année dernière. Sur le crédit, nous confirmons notre prudence vis-à-vis du HY, les perspectives de défaut se détériorant. Nous continuons à privilégier le crédit Investment Grade - en particulier, en Europe, où les valorisations sont moins chères qu'aux États-Unis.
- **Côté actions, nous sommes prudents sur les États-Unis, mais préférons les titres sous-évalués et de qualité, les industrielles et les financières, aux valeurs technologiques et à la consommation discrétionnaire.** Bien que la baisse des prix de l'énergie réduise dans une certaine mesure la pression sur les ménages et les consommateurs, les chocs sur la croissance des salaires réels et la diminution du soutien budgétaire sont significatifs et vont s'étaler davantage dans le temps. Cela signifie que la consommation restera contenue, ce qu'indique la saison en cours de publication des résultats avec un recul, pour le moment, des bénéfices par action de l'indice S&P 500 au T4. En termes de style, les investisseurs doivent combiner les titres sous-évalués avec les titres de qualité et à hauts dividendes, susceptibles de compléter les revenus. Notre analyse globale souligne l'importance d'identifier les entreprises à fort pouvoir de fixation des prix.
- **Amélioration des perspectives dans les ME.** Nous avons revu à la hausse notre opinion sur les devises des ME, car le dollar s'affaiblit, les marchés anticipant une Fed moins agressive cette année. Il est également probable que le pic du dollar soit déjà derrière nous. Bien que nous restions neutres à légèrement prudents vis-à-vis des devises des ME, nous pensons qu'elles peuvent bien se comporter en 2023. Notre opinion est partiellement modérée par la faiblesse des perspectives de croissance pour l'année. Nous sommes plus à l'aise avec les obligations en devises locales des ME, notamment en Amérique latine. Concernant les actions, nous avons renforcé notre positionnement sur la Chine et pensons que la réouverture devrait être bénéfique aux pays qui ont avec elle des liens commerciaux étroits. Nous sommes devenus prudents à court terme sur l'Inde, en raison des valorisations, même si les perspectives restent intactes à long terme.



Sentiment de risque global



Le sentiment de risque global reste inchangé. Le rallye des actifs risqués nous incite à la prudence, car la détérioration des perspectives de bénéfices n'est pas correctement prise en compte par le marché.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (Crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

Changements par rapport au mois dernier

- Gestion diversifiée : exposition haussière à l'aide d'options tout en se couvrant pour limiter les risques de baisse.
- Position légèrement positive sur la dette des ME en devises locales.



1. Quelles sont les dernières modifications à vos prévisions de croissance ?

Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB américain de 0,4% à 0,0% au T4 2023 en glissement annuel. La dynamique de la croissance américaine devrait se dégrader au S2 2023, en raison de la faiblesse de l'investissement et du ralentissement de la consommation privée. La croissance du PIB de la zone euro en 2023 a été revue à la hausse, de -0,5% à 0,0%, sous l'effet essentiellement d'un acquis à fin 2022. Pour autant, d'importants freins subsistent et la demande intérieure s'affaiblit.

Conséquences en matière d'investissement

- Actions : confirmation de notre position prudente sur les actions des marchés développés.
- Crédit : position défensive sur le HY, mais constructive sur l'IG.

2. Quelles sont les perspectives de baisse des taux des BC ?

Le récent ralentissement de l'inflation américaine a été la partie facile - la poursuite du reflux devrait être plus coûteuse en termes d'emplois. Dans ce contexte, la Fed devrait rester prudente et commencer à baisser ses taux en janvier 2024. En zone euro, nous n'anticipons pas de baisse rapide de l'inflation globale ou sous-jacente.

Conséquences en matière d'investissement

- Nous restons neutres sur les taux américains. Nous percevons, à court terme, un potentiel d'inversion plus forte de la courbe en raison des hausses de taux directeurs, tandis qu'à moyen terme nous tablons sur une pentification via une baisse des taux courts (*bull steepening*).
- Nous confirmons notre positionnement prudent sur la durée en Euro.

3. Quels éléments pourraient susciter un retour sur les actions ?

Le rallye des actions depuis le début de l'année a été causé par plusieurs facteurs, notamment la réouverture de la Chine, le ton moins restrictif des BC, l'atténuation de la crise énergétique dans l'UE et la dépréciation du dollar. Nous ne savons pas si la réouverture de la Chine sera suffisante pour compenser l'effet négatif du ralentissement de la croissance américaine. Une pentification de la courbe des taux américains via une baisse des taux courts (*bull steepening*) a toujours été un préalable à toute reprise durable du cycle des actions américaines.

Conséquences en matière d'investissement

- Nous privilégions les titres sous-évalués aux États-Unis et en Europe.
- Nous sommes positifs sur les actions à hauts dividendes, sauf au Japon où nous privilégions les titres sous-évalués en raison du probable arrêt prochain de la politique de contrôle de la courbe des taux.

“ Nous pensons qu'une pentification de la courbe des taux américains sera le préalable à toute reprise durable du cycle des actions américaines. ”



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Institute

Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		La baisse des prix de l'énergie stimule le revenu disponible des consommateurs, favorisant une hausse des marchés qui ne nous semble pas durable. La récente saison de publication des résultats a été faible et confirme notre position prudente en raison des valorisations élevées et des perspectives de décélération de la croissance.
	Actions US value	+		Nous maintenons notre préférence pour les valeurs sous-évaluées qui devraient bénéficier d'un léger mouvement de hausse des rendements obligataires. Toutefois, nous retenons aussi des entreprises de qualité capables de maintenir leurs marges et de rémunérer leurs actionnaires même en période de stress économique.
	Actions US croissance	--		Nous sommes prudents sur les valeurs de croissance, en particulier celles qui ne sont pas rentables, en raison de leurs valorisations excessives non justifiées par leur potentiel de bénéfices. En outre, la hausse des taux d'intérêt continue de peser sur les actions à durée plus longue.
	Europe	-/=		La résilience de la croissance économique et la baisse des prix de l'énergie sont positives pour la région, mais les bénéfices suscitent des inquiétudes. Nous pensons que, dans certains cas, les valorisations sont élevées au regard du potentiel de bénéfices. Nous restons donc sélectifs (à la recherche d'entreprises disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix) et prudents.
	Japon	-/=		Un éventuel arrêt de la politique de contrôle de la courbe des taux devrait être favorable aux actions sous-évaluées, mais nous surveillons la politique monétaire du nouveau gouverneur et les bénéfices des entreprises sur l'ensemble des marchés.
	Chine	+		La sortie de la politique du zéro Covid, associée à des mesures de soutien, améliore les perspectives à court terme. Nous restons néanmoins sélectifs en raison des tensions géopolitiques avec les États-Unis et explorons les opportunités bottom-up.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les valorisations des ME, en particulier dans la région EMOA et en Amérique latine, sont attractives et les prévisions de bénéfices s'améliorent. Notre position est toutefois sélective compte tenu de la fragmentation et des facteurs spécifiques aux différents pays. Nous sommes positifs sur le Brésil (moins qu'auparavant) et prudents sur l'Inde en raison d'inquiétudes quant aux valorisations.

PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Nous restons légèrement constructifs sur les obligations du Trésor, mais sommes attentifs aux données économiques et demeurons très actifs sur la durée. Nous pensons que la vigueur de la consommation pourrait inciter la Fed à se montrer encore plus restrictive, ce qui pourrait alors accroître les risques de récession.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Le portage est attractif, mais les spreads ne tiennent pas compte des risques liés à la croissance économique et au resserrement de la politique monétaire. En outre, les conditions des prêts aux entreprises dans l'économie réelle se sont durcies, ce qui pourrait affecter celles dont la trésorerie est faible : nous privilégions donc la qualité élevée.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les valorisations du HY semblent élevées à un moment où la hausse des taux d'intérêt pourrait affecter la capacité d'emprunt des entreprises et la baisse de la croissance économique avoir un impact négatif sur les perspectives de défaut. Nous restons donc défensifs et vigilants quant aux risques de liquidité.
	Govies Europe	-/=		Nous anticipons des taux terminaux plus élevés que ceux intégrés par les marchés, car il est peu probable que le ralentissement économique en Europe freine l'inflation à court terme. Nous restons donc légèrement prudents sur la durée en Europe core. Nous sommes en revanche légèrement constructifs sur la dette italienne, avec une vision neutre sur la dette périphérique dans son ensemble.
	Obligations d'entreprises euro IG	=		Les valorisations attractives et la réouverture de l'économie en Chine dressent un tableau positif pour l'IG européen, mais les inquiétudes subsistent du fait d'une politique monétaire restrictive, des tensions géopolitiques et de l'inflation élevée. Nous restons donc neutres pour le moment et recherchons les éventuels catalyseurs d'un nouveau resserrement des spreads.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Le risque de dégradation des fondamentaux est élevé, en raison d'un environnement difficile pour les bénéfices et les flux de trésorerie, susceptible d'affecter les perspectives de défaut. Ceci peut générer davantage de volatilité des spreads HY.
	Govies Chine	=		Nous maintenons notre position neutre sur la dette publique chinoise en raison de ses avantages en termes de diversification pour les investisseurs internationaux et de l'amélioration de la dynamique de croissance dans le pays après sa réouverture.
	Dette émergente en devise forte	=/+		Nous évaluons l'impact de la politique de la Fed sur la dette des pays émergents. Le portage et les valorisations de la dette en devises fortes sont attractifs, mais la fragmentation des politiques monétaires, le ralentissement de la croissance mondiale et les risques géopolitiques justifient une attitude sélective.
	Dette émergente en devise locale	=/+	▲	Nous sommes prudemment optimistes sur la dette en devise locale dans le contexte d'affaiblissement du dollar, mais surveillons la croissance des ME. Nous jugeons attractives les émissions en monnaie locale de certains pays d'Amérique latine, comme la Colombie, car les banques centrales de la région ont vivement relevé leurs taux (pour contrôler l'inflation), ce qui devrait soutenir leurs devises.

AUTRES	Matières premières			Nous percevons certains risques baissiers sur les cours du pétrole en cas de récession plus marquée que prévu, mais maintenons notre objectif de cours du WTI à 95 \$/b en décembre 2023, en raison de l'augmentation prévue de la demande chinoise, des capacités excédentaires limitées de l'OPEP+ et du risque de crise géopolitique (impliquant l'Iran). Nous maintenons notre objectif à 12 mois pour l'or à 2 000 \$/once. Cet objectif pourrait évoluer en fonction de la politique de la Fed et de l'environnement macroéconomique.
--------	--------------------	--	--	---



Opinion négative Neutre Opinion positive

▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Hausse par rapport au mois dernier

Source : Amundi, mars 2023, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

Incertitude macroéconomique : ne pas accroître le risque

Le ralentissement de l'inflation, associé à l'attitude moins restrictive des banques centrales, incite les marchés à croire que la hausse des prix sera bientôt maîtrisée. Or, en parallèle, les conditions de financement et les critères d'octroi des prêts aux ménages et aux entreprises se resserrent dans l'économie réelle, ce qui pourrait être préjudiciable à la consommation. Ceci pourrait conduire à une nouvelle détérioration de la dynamique des bénéfices alors que les valorisations sont élevées. **Nous restons défensifs, mais exploitons les opportunités offertes par les produits dérivés pour tirer parti de hausses potentielles sans augmenter le risque.** Il convient également de renforcer la protection et la diversification, notamment via les devises, les matières premières et l'or.

Des idées à conviction forte

Nous sommes prudents sur les actions des marchés développés (États-Unis, zone euro, Japon). Nous remarquons également que l'évolution de la volatilité pourrait créer des occasions pour les investisseurs de tirer parti de mouvements tactiques des marchés. De plus, nous voyons toujours des opportunités de valeur relative via une préférence pour les petites capitalisations américaines par rapport aux grandes capitalisations chères, tout en évaluant comment le ralentissement des hausses de taux pourrait affecter ce pari. Concernant les actions des pays émergents, nous maintenons notre opinion positive sur la Chine compte tenu de l'amélioration de ses perspectives de croissance et de valorisations relatives bon marché. En ce qui concerne les flux et le positionnement des investisseurs, la Chine dispose encore d'un potentiel de retour des flux de capitaux, vu les volumes importants qui ont quitté le pays l'année dernière. **Sur les marchés obligataires**, nous conservons une opinion positive sur la duration aux États-Unis, compte tenu de la décélération des hausses de taux de la Fed et des faibles perspectives de croissance. Nous sommes néanmoins actifs et surveillons le marché du travail, notamment les créations d'emplois, et la possibilité que la Fed doive maintenir ses taux plus élevés pendant plus longtemps. Nous recherchons également des opportunités ailleurs dans le monde. Nous maintenons ainsi notre position prudente

sur les obligations d'État au Japon et percevons la possibilité d'une pentification du segment 2 à 10 ans de la courbe des rendements au Canada. En Europe, nous sommes positifs sur le spread BTP-Bund à 10 ans, qui a bien résisté à la réévaluation des taux terminaux après la confirmation de l'attitude restrictive de la BCE. La réouverture économique de la Chine et la baisse des prix de l'énergie devraient aider l'économie italienne, soutenue les finances publiques et les BTP. **Pour ce qui est du crédit d'entreprise, nous restons prudents sur le HY européen**, car nous pensons que le rebond est allé trop loin, ce qui n'est pas en phase avec notre scénario de risque. De plus, l'offre importante de titres, bien qu'accueillie favorablement par le marché, doit être digérée et nous constatons déjà des prises de bénéfices dans certains segments. Pour l'avenir, nous pensons que les flux de crédit seront moins favorables aux spreads. **L'univers des devises nous permet de jouer nos vues tactiques et de long terme.** La baisse des prix de l'énergie pourrait atténuer les effets de la crise du coût de la vie en Europe, ce qui soutiendrait la croissance à court terme. Cela nous rend positifs sur l'euro face à la livre sterling. Notre positionnement est favorable au yen face à l'euro, car le premier pourrait bénéficier d'une croissance mondiale encore faible. Nous restons également positifs sur la paire NOK/CAD pour des raisons de valorisation. Dans les ME nous sommes désormais constructifs sur la paire ZAR/USD. Le rand présente un profil risque/rendement attractif et nous pensons que la prime de risque politique qui pèse sur le taux de change est excessive.

Risques et couvertures

La diversification et la protection des portefeuilles restent deux de nos objectifs clés et nous continuons à utiliser à cet effet les matières premières (pétrole, or) et les instruments dérivés. Nous pensons que les déséquilibres structurels, la réouverture de la Chine et les risques géopolitiques (les tensions avec l'Iran constituent un risque majeur) pourraient donner un coup de fouet au pétrole. Nous pensons également que les investisseurs devraient conserver des couvertures sur le crédit HY et augmenter leurs couvertures sur les actions américaines.



Francesco SANDRINI
Responsable des
Stratégies Multi-Asset



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

“ Les freins à la croissance subsistent. Il convient donc, sans augmenter le risque, d'explorer les moyens alternatifs de participer à la reprise, en s'appuyant notamment sur les dérivés. ”

Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel ➔ Changement par rapport au mois dernier

	---	--	-	=	+	++	+++
Actions			➔■				
Crédit & dette ME				■			
Duration					■		
Pétrole					■		
Or					■		

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes.

La dispersion des valorisations est favorable à la *value*



Kasper ELMGREEN
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV
Responsable Marchés Émergents Monde



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Les marchés se sont ressaisis grâce à la résorption de la crise de l'énergie, à la réouverture de la Chine et à ce qui semble être le pic de l'attitude restrictive des banques centrales, même si la saison des bénéfices a été moyenne jusqu'à présent. Aux États-Unis, le consensus sur les résultats d'exploitation et les marges bénéficiaires 2023 semble peu réaliste, vu les inquiétudes concernant la consommation et de la décélération de la croissance. En Europe, le ralentissement attendu des bénéfices est confirmé, malgré une certaine amélioration de la conjoncture à court terme. Ainsi, au lieu de se focaliser sur l'ensemble du marché, les investisseurs devraient rechercher les entreprises capables de préserver leurs marges et de rémunérer leurs actionnaires, tout en offrant des valorisations attractives. Nous pensons que de telles entreprises peuvent être identifiées via une analyse bottom-up rigoureuse et en combinant une gestion de style qualité et value sur les marchés développés et émergents.

Actions européennes

Dans le cadre d'un style équilibré, nous explorons les entreprises cycliques de qualité et les valeurs défensives, telles que celles des secteurs des biens de consommation de base et de la pharmacie. Toutefois, dans l'environnement actuel, les valorisations de certains secteurs cycliques ayant excédé leurs fondamentaux, nous pensons qu'il convient de leur préférer des segments défensifs présentant un meilleur profil risque/rendement. Nous avons atténué notre opinion favorable sur les financières (tout en restant positifs) et avons revu à la hausse les pharmaceutiques. Nous sommes malgré tout optimistes quant aux banques de détail, en raison des répercussions bénéfiques des taux d'intérêt élevés sur leurs marges d'intérêt nettes. Nous apprécions également les valeurs industrielles qui facilitent la transition énergétique. En ce qui concerne les produits de base, nous restons constructifs, en sélectionnant les entreprises à fort pouvoir de fixation des prix et dont les bilans solides peuvent servir de bouclier en période de hausse des taux d'intérêt. Nous sommes en revanche prudents sur les services aux

collectivités, le risque réglementaire étant toujours un sujet, et sur le secteur technologique.

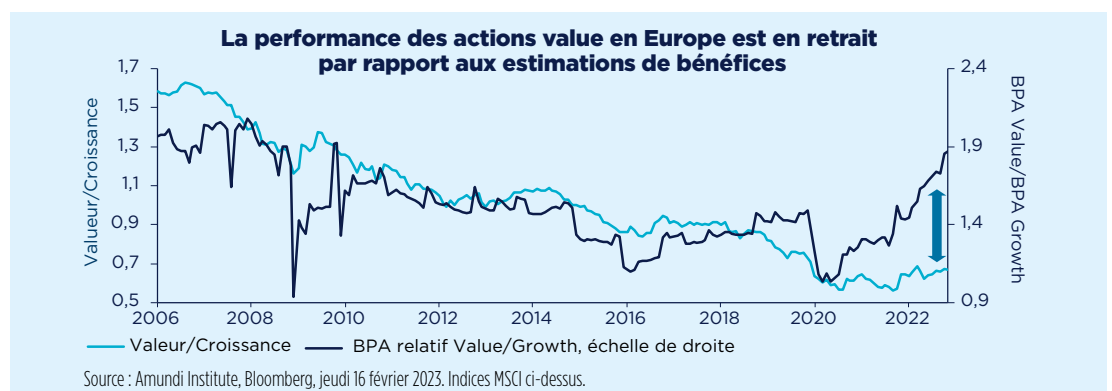
Actions américaines

Le rallye de cette année est essentiellement dû à l'expansion des multiples, ce qui nous incite à la prudence, car les valorisations sont élevées dans certains cas. Nous pensons donc qu'il faut éviter les entreprises risquées, à bêta élevé, désormais excessivement dépendantes d'un cycle économique imprévisible. Nous préférons les entreprises résolues à restituer du cash aux actionnaires, par exemple, parmi les valeurs défensives. Nous nous concentrons alors sur les titres qui affichent des valorisations raisonnables, même si cela implique d'aller au-delà des valeurs défensives traditionnelles. Les équipements et services de santé et les instruments biomédicaux en sont deux exemples. En revanche, nous voyons très peu de valeur dans les produits de base, les services aux collectivités et l'immobilier. À l'autre bout du spectre, dans les secteurs cycliques, nos plus fortes convictions sont l'énergie et les banques. Nous voyons également d'un bon œil les biens d'équipement et les matériaux parmi les cycliques, mais préférons les situations idiosyncrasiques susceptibles de surperformer par rapport au cycle. Toutefois, le rebond des valeurs cycliques depuis octobre dernier a renforcé la vulnérabilité des valeurs de la consommation discrétionnaire et de l'industrie en cas de récession.

Actions émergentes

Nous conservons une vue prudemment optimiste du fait de la réouverture de la Chine, des valorisations raisonnablement attractives et de la dynamique des bénéfices. Il faut néanmoins rester sélectif et être attentif aux fondamentaux. Nos principales convictions sont la Chine et le Brésil, mais, concernant ce dernier, nous sommes moins positifs qu'auparavant en raison de la volatilité politique. Il y a quelques inquiétudes concernant les valorisations en Inde, mais le scénario à long terme semble intact. D'un point de vue sectoriel, nous sommes positifs sur la consommation discrétionnaire et l'immobilier et restons prudents sur la santé.

“La dispersion accrue des valorisations peut générer des opportunités sur les marchés d'actions - en particulier, sur le segment value.”



Concilier les rendements attractifs du crédit avec la nécessité d'être sélectif

Évaluation globale

Les marchés tablent sur un scénario d'atterrissage en douceur, sans récession et avec une inflation revenant à l'objectif des banques centrales. Nous pensons cependant que l'incertitude est grande concernant les marchés de l'emploi, la consommation et les bénéfices des entreprises. De plus, les coûts de financement sont élevés dans l'économie réelle. Il est difficile pour les taux des prêts de baisser sans que les banques centrales n'assouplissent leur politique. Or, une telle évolution semble peu probable à court terme car l'inflation reste élevée même si son rythme diminue. Nous n'anticipons pas de baisse des taux de la Fed avant janvier 2024 et il est peu probable que la BCE réduise les siens de sitôt. Par conséquent, en tant qu'investisseurs, nous devons chercher à continuer de bénéficier des rendements attractifs du crédit. À cette fin, mieux vaut privilégier les titres de haute qualité et explorer une sélection de titres EM à mesure que leur environnement s'améliore, tout en restant prudent sur le HY.

Obligations mondiales et européennes

Nous restons actifs sur la durée, avec une position légèrement prudente, en particulier sur l'Europe core et le Japon, et une opinion relevée à neutre sur le Royaume-Uni et la Chine. Nous nous intéressons aux courbes dans les différentes régions et percevons un potentiel de pentification aux États-Unis, en Europe et au Canada. Pour ce qui est de la dette périphérique de la zone euro, nous maintenons une position d'ensemble neutre à légèrement défensive compte tenu des perspectives de résilience de l'économie. Le contexte mitigé des bénéfices et de la croissance nous incite à rester très sélectifs en matière de crédit et à maintenir notre position légèrement positive principalement sur l'IG et les financières subordonnées. Concernant le HY, nous pensons que les investisseurs doivent mettre en place des couvertures tactiques en raison des inquiétudes liées aux risques de défaut. Nous sommes vigilants sur le segment des *covered bonds*.

Obligations américaines

Nous reconnaissons que les données économiques sont inégales et qu'il est possible que la Fed resserre

sa politique au point d'affaiblir l'économie. Une réévaluation à la hausse des rendements est également possible si l'inflation reste élevée. Pour l'heure, nous conservons une vision constructive, restons actifs sur la durée, vigilants sur le discours de la Fed, et accordons une grande importance au timing. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) paraissent attractifs à moyen terme. Nous sommes positifs sur le crédit titrisé, mais estimons que la performance récente pourrait être l'occasion de tirer profit du resserrement des spreads et d'adopter à l'avenir une position plus prudente, en ligne avec le ralentissement de la croissance. En ce qui concerne le crédit d'entreprise, nous restons sélectifs, avec une préférence pour les financières par rapport aux non-financières et aux industrielles, et pour l'IG par rapport aux HY. De manière générale, il faut envisager de prendre des bénéfices lorsque les rallyes de marchés en présentent l'opportunité, et maintenir un bêta peu élevé sur le HY.

Obligations émergentes

Les évolutions des taux et des mesures publiques américaines ont des répercussions sur l'environnement de la dette ME, ce qui nous incite à être très vigilants. Nous voyons des opportunités sur les obligations en devises fortes, sur celles en devises locales et sur les devises elles-mêmes. Nous restons toutefois sélectifs, car les risques géopolitiques et spécifiques à chaque pays subsistent. Nous sommes constructifs sur les exportateurs de matières premières (Brésil, Mexique, Afrique du Sud, Indonésie), du fait de la réouverture de la Chine. À noter que les pays où la banque centrale a été proactive, comme la Colombie, semblent attractifs.

Devises

Nous sommes positifs sur une sélection de devises émergentes à portage élevé comme le MXN, le BRL, l'IDR et le ZAR. Toutefois, cette vue est équilibrée par une position constructive sur les devises refuges, comme le yen, même si nous restons neutres sur le dollar. Un autre risque majeur auquel nous sommes attentifs est l'escalade de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, qui pourrait avoir des répercussions négatives sur le zloty et la couronne tchèque.



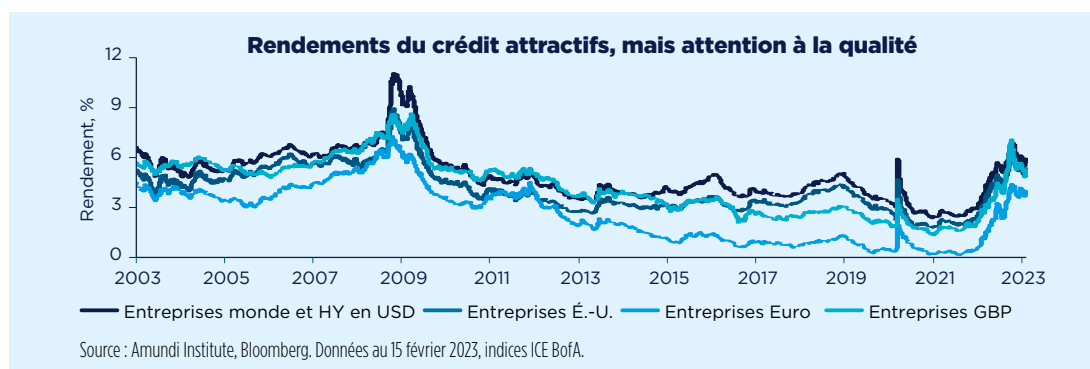
Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier
Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des
Investissements US



“Les rendements du crédit sont attractifs, mais la hausse des coûts de financement et le ralentissement de l'économie imposent une approche sélective.”



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 21 février 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Pays développés	2,7	0,7	0,9	7,4	4,6	2,6
États-Unis	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
Zone euro	3,5	0,2	1,0	8,4	6,2	3,2
<i>Allemagne</i>	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
<i>France</i>	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
<i>Italie</i>	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
<i>Espagne</i>	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3
Royaume-Uni	4,0	-0,4	1,0	9,0	7,4	3,7
Japon	1,0	0,6	1,0	2,5	1,4	0,6
Pays émergents	3,9	3,7	4,0	8,7	6,8	5,4
Chine	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
Inde	7,0	5,3	6,0	6,7	5,7	5,7
Indonésie	5,3	5,2	4,8	4,2	4,3	4,0
Brésil	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
Mexique	3,1	0,8	0,8	7,9	5,8	4,6
Russie	-2,3	0,6	2,0	13,8	7,5	4,5
Afrique du Sud	2,4	0,2	0,6	6,9	5,5	4,5
Turquie	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0
Monde	3,4	2,5	2,8	8,2	5,9	4,2

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	22 février 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	4,75	5,25	5,35	5,00	5,00
Zone euro**	2,50	3,50	3,60	3,50	3,60
Royaume-Uni	4,00	4,50	4,60	4,25	4,40
Japon	-0,10	0,00	0,02	0,00	0,09
Chine***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde***	6,50	6,50	6,50	6,25	6,30
Brésil	13,75	13,75	13,35	11,75	11,65
Russie	7,50	7,50	7,20	7,50	6,95

Source : Amundi Institute. Prévisions au mardi 21 février 2023. IPC : indice des prix à la consommation. * Limite supérieure de la fourchette cible des Fed Funds. ** : Taux de dépôt. *** : Taux bancaire de base à un an. **** : Taux de prise en pension.



Prévisions de marché

Rendements obligataires

PRÉVISIONS SUR LES TAUX À 2 ANS, %

	22 février 2023	Amundi +6m	Forward +6m	Amundi +12m	Forward +12m
États-Unis	4,69	3,90-4,10	4,36	3,50-3,70	4,07
Allemagne	2,97	2,50-2,70	2,80	2,30-2,50	2,57
Royaume-Uni	3,98	3,20-3,40	3,39	3,20-3,40	3,41
Japon	-0,02	0,10-0,20	0,03	0,20-0,40	0,11

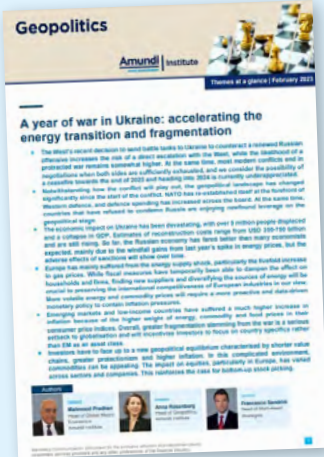
PRÉVISIONS SUR LES TAUX À 10 ANS, %

	22 février 2023	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
États-Unis	3,95	3,60-3,80	3,88	3,30-3,50	3,83
Allemagne	2,56	2,40-2,60	2,52	2,30-2,50	2,49
Royaume-Uni	3,67	3,50-3,70	3,68	3,50-3,70	3,72
Japon	0,51	0,50-0,70	0,64	0,60-0,80	0,76

Cours de change

	20 février	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
EUR/USD	1,07	1,05	1,09	1,15	1,12
EUR/JPY	143	136	138	136	138
EUR/GBP	0,89	0,90	0,89	0,90	0,89
EUR/CHF	0,99	0,96	1,00	1,04	1,01
EUR/NOK	10,94	11,06	10,55	10,52	10,25
EUR/SEK	11,06	11,27	10,98	10,86	10,70
USD/JPY	134	129	127	119	124
AUD/USD	0,69	0,67	0,71	0,76	0,73
NZD/USD	0,63	0,61	0,64	0,66	0,65
USD/CNY	6,86	6,70	6,75	6,40	6,60

Source : Amundi Institute. Prévisions au lundi 20 février 2023.



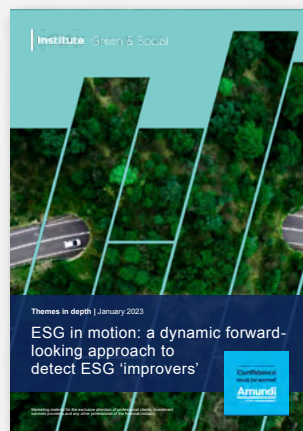
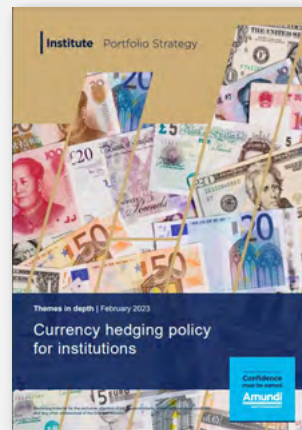
**Article thématique :
un an de guerre en Ukraine**

Amundi Institute

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

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'Amundi Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Découvrez plus d'informations sur les investissements d'Amundi à l'Amundi Research Center
<https://research-center.amundi.com/>



Retrouvez-nous sur :



INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 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 : 2 mars 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 - Charles O'Rear

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