

Institute

#10  
Octobre  
2022

# CROSS ASSET

## Investment Strategy

VUES DES CIO

Les rendements obligataires désormais plus attractifs

AMUNDI INSTITUTE

Les marchés financiers se détendent  
et envisagent le retour de Lula

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #10 - Octobre 2022

### Sommaire

#### Global Investment Views

##### Vues des CIO

##### Les rendements obligataires désormais plus attractifs

p. 3

Les risques géopolitiques, l'inflation et les banques centrales restrictives ont entraîné une attitude prudente vis-à-vis des actifs risqués tels que le crédit, où un ralentissement de la croissance (et son impact sur les bénéfiques) pourrait susciter des inquiétudes en matière de flux de trésorerie et de liquidités, notamment pour les entreprises les moins bien notées. Nous avons donc une préférence pour l'IG américain et sommes défensifs sur le HY. D'autre part, les bons du Trésor américain sont attractifs à leurs niveaux actuels, mais les investisseurs doivent rester actifs et explorer avec sélectivité les opportunités offertes sur les courbes de taux de la zone euro. Côté actions, nous préférons les États-Unis à l'Europe et privilégions sélectivement les titres *value* de qualité susceptibles de maintenir leurs bénéfiques et de rémunérer les actionnaires, même en cas de ralentissement..

##### Amundi Institute

##### Évolution de l'inflation: souhaitable hier (avant le Covid), casse-tête aujourd'hui

p. 5

Les déterminants de l'inflation ne sont pas tout à fait les mêmes aux États-Unis et en Europe, les perturbations des chaînes d'approvisionnement provoquant davantage de difficultés en Europe. Cela rend la tâche de la BCE plus difficile

##### Gestion diversifiée

##### La prudence s'impose sur fond de dégradation économique

p. 7

Toujours dans une optique de prudence vis-à-vis des actifs risqués, nous préférons le crédit de qualité aux actions, mais nous gardons un œil attentif sur les perspectives de défaut et les conditions financières.

##### Marchés obligataires

##### Agilité sur les obligations, mais attention au risque de refinancement sur le crédit

p. 9

La forte hausse des taux d'intérêt conduit les marchés à anticiper un taux final plus élevé des fonds fédéraux, ce qui pourrait affecter le coût du capital, en particulier pour les entreprises moins bien notées

##### Actions

##### La résilience des bénéfiques sous surveillance

p. 11

Nous n'en sommes pas encore au point où les marchés redeviennent attractifs et nous nous concentrons donc sur la sélection et la résilience des bénéfiques au-delà du court terme.

#### Thématique Global views

##### États-Unis: une vraie politique industrielle verte est en train de se mettre en place

p. 13

L'inflation Reduction Act (IRA) qui a été voté par le Congrès américain au mois d'août a surpris la plupart des observateurs. À quelques mois des élections de mi-mandat et en l'absence de majorité au Congrès, plus personne ne s'attendait à l'adoption d'une nouvelle législation. Les démocrates et républicains sont pourtant parvenus à un compromis. Nous revenons ici sur les mesures annoncées en faveur de la transition écologique qui constituent le cœur de la nouvelle législation. L'Europe gagnerait à se pencher sur les modalités de la nouvelle politique industrielle verte américaine.

#### Le thème du mois

##### Les marchés financiers se détendent et envisagent le retour de Lula

p. 15

Le premier tour des élections a été remporté par l'ancien président Luiz Inacio Lula da Silva. Cependant, le président sortant Jair Bolsonaro a obtenu de meilleurs résultats que prévu. Leurs programmes économiques diffèrent sur un certain nombre de questions, tandis que les risques sont plus asymétriques pour chaque candidat. Les deux pourraient bénéficier d'un scénario macroéconomique favorable..

#### Thématiques

##### Les TLTRO dans un contexte de normalisation de la politique de la BCE

p. 19

Le resserrement quantitatif passif de la BCE sera porté par les remboursements et les rachats de TLTRO au cours des prochains trimestres. Pour l'heure, les banques ont remboursé une petite partie des liquidités et la décision récente de la BCE quant à la rémunération des excédents de réserve a contribué à maintenir l'abondance des liquidités permettant d'assurer une transmission harmonieuse de sa politique monétaire..

##### Il est trop tôt pour envisager une inflexion dans la politique monétaire de la Fed

p. 21

L'aplatissement de la courbe des taux américains dépendra de la persistance de l'inflation sous-jacente et des répercussions du durcissement monétaire sur la croissance. Plus l'économie américaine se montrera résistante face aux hausses de taux, plus la Fed devra muscler sa politique, augmentant ainsi le risque de récession. Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles ».

#### Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 24
> Principaux risques	p. 26
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 27
> Points clés de la Recherche	p. 29
> Allocation d'actifs Amundi	p. 31

#### Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 33
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 35
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 37
> Publications récentes	p. 38

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## Les rendements obligataires désormais plus attractifs

Les risques géopolitiques sont réapparus sur les radars des investisseurs du fait de l'intensification de la guerre en Ukraine orchestrée par le Président Poutine. En parallèle, l'inflation est toujours au centre de l'attention : les derniers chiffres américains ont été préoccupants, entraînant une hausse des rendements obligataires et une chute des actions. Nous confirmons nos prévisions de ralentissement de l'inflation américaine (le pic semble être passé). Celle-ci restera néanmoins bien au-dessus de l'objectif de la Fed à court terme, et nous pensons que les banques centrales, dont la Fed et la BCE, resteront restrictives. **La politique, avec les élections américaines de mi-mandat, un nouveau gouvernement en Italie et des élections au Brésil est également au cœur de l'actualité.**

**Les perspectives économiques, en revanche, pourraient se dégrader.** Les États-Unis sont aux prises avec une croissance durablement décevante et les perspectives de la zone euro semblent encore plus sombres, aggravées par la crise énergétique. Des discussions sont en cours pour trouver une solution européenne coordonnée sous forme de taxes, de plafonnement des prix, ou autre, mais les marchés n'en connaissent pas encore les détails précis. Pour l'heure les initiatives nationales dominent, comme les 200 milliards d'euros annoncés par l'Allemagne pour faire face à la crise énergétique ou le paquet fiscal annoncé par la Première ministre britannique, Liz Truss. L'effondrement des actifs britanniques après l'annonce du « mini » budget, le 23 septembre, a déclenché la reprise de l'assouplissement quantitatif de la Banque d'Angleterre alors même qu'elle a commencé à relever ses taux, ce qui témoigne de la difficulté à trouver un équilibre entre dosage des politiques et risque de tensions sur les liquidités. La volatilité des marchés devrait persister. Ci-dessous, les principaux thèmes à surveiller :

- Le principal moteur de la hausse des rendements des grandes économies avancées en ce moment est le resserrement monétaire opéré par les banques centrales. Les valorisations attractives des bons du Trésor américain à 10 ans, les pressions mondiales sur la croissance économique (côté offre comme côté demande) et les tensions géopolitiques font que **les obligations d'État devraient offrir une certaine protection.** Les investisseurs doivent garder une approche active qui laisse de la place aux mouvements tactiques autour du thème des taux « plus élevés plus longtemps ». En Europe, la BCE restrictive a dû faire face aux chocs affectant les chaînes d'approvisionnement et à des facteurs qui échappent à son contrôle. Ceci pourrait exercer une pression haussière sur les rendements à court terme de certaines courbes de la zone euro.
- **En ce qui concerne le crédit, en particulier les segments de bonne qualité tels que l'IG des États-Unis, les perspectives sont favorables. Nous restons en revanche prudents sur le marché du HY.** Concernant le crédit IG, la croissance de la dette et l'effet de levier semblent être sous contrôle et les marges sont solides, malgré les pressions haussières sur les coûts. Par contre, les réserves de trésorerie et les liquidités pourraient devenir un sujet de préoccupation, d'autant plus que les perspectives de bénéfices se détériorent. Ceci vaut surtout pour les émetteurs moins bien notés et les émetteurs HY qui sont les plus susceptibles de consommer leurs réserves si les flux de trésorerie ralentissent alors qu'il devient plus difficile de lever des fonds.
- **Concernant les actions, nous pensons qu'il convient de rester prudent et très sélectif, en cherchant la qualité.** Les attentes de résultats aux États-Unis et en Europe ne reflètent pas pleinement la dégradation de l'environnement économique et nous anticipons des révisions à la baisse. Aussi, nous restons prudents au sujet des bénéfices. C'est aussi pour cela que nous nous concentrons sur la qualité, les valeurs décotées et les entreprises qui distribuent des dividendes à leurs actionnaires, etc. En termes géographiques, les États-Unis devraient mieux performer que l'Europe et nous sommes désormais neutres sur la Chine, attentifs à l'évolution de la politique zéro-Covid et aux difficultés du secteur immobilier.
- La dynamique de croissance des **marchés émergents** s'est légèrement améliorée, mais il faut être sélectif car l'inflation est dangereusement élevée. Elle n'a pas encore amorcé de baisse générale, sauf au Brésil, où la volatilité liée aux élections pourrait pénaliser le real. Aussi, les banques centrales (Chili, etc.) sont restées restrictives. **La dette en devises fortes** offre des opportunités de portage et de valorisation. C'est notamment le cas des exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Brésil, Mexique), mais nous restons prudents sur les devises émergentes. Les concernant, il convient de surveiller l'impact d'un scénario de récession sur les prix des matières premières et les exportations. **Les actions des pays**

### Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



La prudence reste de mise sur les actifs risqués, car le ralentissement de la croissance économique et le ton restrictif des banques centrales auront un impact sur la demande, les bénéfices des entreprises et la volatilité du marché.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Opportunités sélectives sur les courbes de rendement de la zone euro sur fond de resserrement de la BCE.
- ▶ Neutralité tactique des actions

*Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.*

## VUES DES CIO

**émergents** constituent un ensemble contrasté, avec des prévisions de bénéfices solides et certaines valorisations attractives. Les autorités chinoises continuent de mener une politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid qui pèse sur les perspectives à court terme, mais c'est l'un des rares pays où la politique budgétaire et monétaire est sur une trajectoire accommodante.

**L'environnement à venir sera probablement déterminé par l'ampleur du ralentissement que les banques centrales infligeront aux économies pour ramener l'inflation sous contrôle**, sachant que les moteurs de l'inflation sont différents aux États-Unis et en Europe. Quoi qu'il en soit, il est clair qu'elles devront freiner les économies, ce qui pourrait affecter les entreprises les plus vulnérables sur les marchés du crédit et des actions. Nous pensons qu'il est temps d'intégrer des obligations et du crédit de bonne qualité dans les portefeuilles, tout en conservant une approche diversifiée en matière d'actifs réels (matières premières, or). **Le thème principal est donc la recherche de rendements nets d'inflation dans les secteurs susceptibles d'offrir une protection en cas de ralentissement économique.**

AMUNDI INSTITUTE

## Évolution de l'inflation : souhaitable hier (avant le Covid), casse-tête aujourd'hui



**Monica DEFEND,**  
Directrice d'Amundi Institute



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



**Annalisa USARDI**  
CFA, Macrostratège Senior, Recherche Cross Asset, Amundi Institute

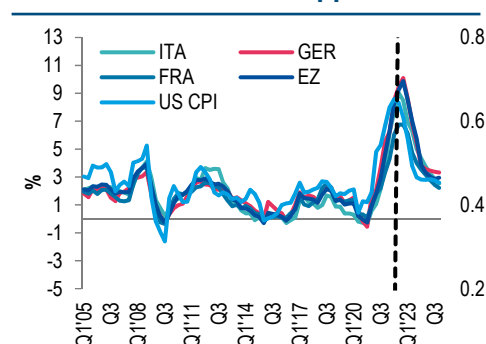
Les déterminants de l'inflation ne sont pas tout à fait les mêmes aux États-Unis et en Europe, les perturbations des chaînes d'approvisionnement provoquant davantage de difficultés en Europe. Cela rend la tâche de la BCE plus difficile

**Le Covid comme contexte :** le Covid-19 a porté un coup très dur à l'économie mondiale, entraînant une contraction de 3 % de la production, du jamais vu ! Pourtant, dans un premier temps, l'inflation a fortement reculé, la contraction de la demande l'emportant sur celle de l'offre pendant que les matières premières s'effondraient. Mais après la reprise, la demande s'est rétablie et les matières premières ont rebondi, tandis que les perturbations non résolues et durables des chaînes d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre se conjuguèrent pour provoquer un retour spectaculaire de l'inflation sur fond de politiques monétaires, budgétaires et macroprudentielles encore accommodantes. La réponse politique mondiale sans précédent, rapide et efficace face au risque de détérioration de la croissance et de la demande, n'a pas permis d'éviter les déséquilibres découlant des pressions sur les chaînes d'approvisionnement quand les économies ont redémarré.

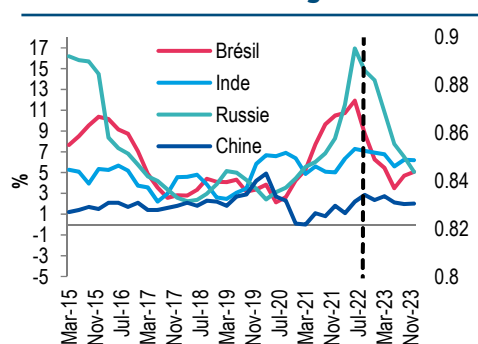
**Transition des biens vers les services :** les prix des biens de consommation ont été les premiers à s'envoler en raison du déséquilibre entre offre et demande. La demande s'est fortement redressée, soutenue par de généreuses mesures de relance budgétaire et monétaire. Les contraintes de mobilité et de consommation ont entraîné un déplacement spectaculaire de la demande vers les biens, pour lesquels les perturbations des chaînes d'approvisionnement étaient plus sévères, provoquant une forte hausse de leurs prix. Ces dysfonctionnements ont persisté un temps, jusqu'à leur récente détente. **Mais la poussée de l'inflation n'est pas seulement due aux biens :** après être restés en dessous des niveaux d'avant crise pendant la pandémie en 2020, les prix du pétrole et des matières premières sont remontés avec la reprise mondiale en 2021. Il s'est ensuivi une inflation des denrées alimentaires qui a touché de nombreux pays émergents, du fait de la part importante de l'alimentation dans leur panier de consommation. Dans la phase suivante, l'inflation des services a, à son tour, accéléré à mesure que la reprise progressait, poussant l'inflation sous-jacente (dont la base est plus large et qui, potentiellement, est plus durable) à la hausse, suscitant des inquiétudes quant aux effets de second tour, notamment dans les régions où les marchés du travail étaient plus tendus.

**Les moteurs de l'inflation ne sont pas les mêmes aux États-Unis et en Europe :** aux États-Unis, les déséquilibres du marché du travail restent déterminants pour les perspectives d'inflation. L'évolution vers un taux de participation plus faible à la population active complique le calibrage du retrait des politiques de soutien (resserrement de la politique monétaire à partir d'une situation de départ très accommodante). La hausse des salaires, initialement concentrée sur les emplois peu qualifiés, se propage désormais au reste de l'économie tandis que l'inflation s'est généralisée dans les services et dans l'indice sous-jacent, risquant de s'installer durablement. La priorité des politiques est désormais de ralentir rapidement la croissance des salaires et de rééquilibrer les marchés du travail. Dans la zone euro, l'inflation a d'abord été tirée par les biens, en raison de contraintes d'offre, plutôt que par une forte demande, étant donné la reprise économique plus lente qu'aux États-Unis. À présent toutefois, le principal moteur de l'inflation est le prix de l'énergie. **Nous pensons que l'inflation en zone euro est principalement importée et liée à l'offre.** La tâche de la BCE est donc difficile, car la réduction de la demande ne ralentira pas nécessairement l'inflation à court terme, tandis que le resserrement des conditions financières pourrait peser encore plus sur l'offre.

### Inflation marchés développés



### Inflation marchés émergents



Source : Amundi Institute, le 30 septembre 2022. BCB = Banco Central do Brasil. Les graphiques illustrent l'inflation globale et la croissance en glissement annuel (en fréquence trimestrielle). Graphique de gauche = prévisions à partir du T3 2022, graphique de droite = prévisions à partir du 30 septembre 2022.

## AMUNDI INSTITUTE

**Les pays émergents ne sont pas loin derrière :** L'inflation élevée s'est installée dans la plupart des pays émergents, à l'exception de la Chine et de l'ASEAN, où elle n'est apparue que récemment et dans une moindre mesure. Dans ces deux régions, l'inflation est restée sous contrôle. Cela s'explique en partie par la réouverture post-Covid tardive et progressive qui a ralenti toute pression de la demande et par l'effet de subventions relativement efficaces. En revanche, dans les pays de la région CEMEA et en Amérique latine, l'inflation a, à des degrés divers, accéléré plus tôt, sous l'effet des chocs externes et mondiaux, amplifiés par une dépréciation marquée des devises et par une demande intérieure très robuste et des marchés du travail tendus (Europe centrale et orientale). En outre, certains pays émergents ont été touchés par des phénomènes idiosyncratiques (guerre en Russie, politiques peu orthodoxes en Turquie, crise politique en Argentine et défiance vis-à-vis du peso) qui se sont superposés aux facteurs sous-jacents susmentionnés (déséquilibres entre offre et demande, etc.). **Les banques centrales des pays émergents ont réagi rapidement.** En Amérique latine, l'inflation sous-jacente des biens s'atténue, grâce à l'action vigoureuse des banques centrales (par exemple, la BCB). Au Brésil, cependant, l'inflation des services est toujours en hausse, constituant un obstacle à la maîtrise générale de l'inflation. Mais grâce aux politiques de la BCB (et aux réductions d'impôts et de prix des carburants), l'inflation a déjà commencé à baisser depuis plusieurs mois, quoiqu'au détriment de la croissance.

**En conclusion, nous pensons que l'inflation est aujourd'hui la principale préoccupation des décideurs politiques dans le monde, même si les tendances et les moteurs de l'inflation varient d'une région à l'autre. L'inflation semble avoir passé son pic dans certains pays, comme aux États-Unis, mais restera encore supérieure aux objectifs des banques centrales à court terme. Les investisseurs doivent donc rechercher des rendements réels, malgré le ralentissement actuel de la croissance.**

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## La prudence s'impose sur fond de dégradation économique



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



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

*Toujours dans une optique de prudence vis-à-vis des actifs risqués, nous préférons le crédit de qualité aux actions, mais nous gardons un œil attentif sur les perspectives de défaut et les conditions financières*

La volatilité des marchés est restée supérieure à la moyenne, les inquiétudes à concernant la croissance se répercutant sur les valorisations, notamment en Europe, région la plus touchée par les craintes de récession et par l'inflation élevée aggravée par la crise énergétique. Il est vrai qu'en Europe les mesures de soutien budgétaire des gouvernements nationaux et une réponse collective de l'UE pourraient changer la donne. Toutefois, les valorisations actuelles ne reflètent que partiellement la détérioration du scénario mondial. De fait, l'ajustement des bénéfices n'est pas encore visible et la volatilité devrait donc se poursuivre. **Aussi, nous restons légèrement constructifs sur la durée, mais recherchons le crédit de qualité.** Concernant les actions, nous privilégions les États-Unis, même si les perspectives se sont assombries. Il convient néanmoins de conserver des couvertures sur les actions et de maintenir une approche diversifiée intégrant matières premières et devises.

### Idees à conviction forte

**Nous restons prudents sur les actions dans un contexte de tensions géopolitiques et de resserrement des politiques monétaires (augmentation du coût du capital).** En revanche, nous jouons les divergences régionales, en privilégiant les États-Unis par rapport à la zone euro, compte tenu des risques liés au rationnement du gaz et à la hausse des prix dans la seconde. Nous pensons que cette vision est confortée par la composition des marchés (davantage de valeurs de qualité et de croissance aux États-Unis, alors que l'Europe fait la part belle aux titres sous-évalués et cycliques). En Chine, malgré des vents contraires à court terme, nous pensons que la désynchronisation du cycle économique du pays par rapport aux marchés mondiaux

pourrait s'avérer bénéfique. Nous conservons donc notre préférence relative pour la Chine par rapport à l'Inde. **Nous maintenons une position légèrement positive sur la durée des obligations du Trésor américain** et sommes neutres sur les obligations des pays du cœur de l'Europe. Les valorisations des obligations du Trésor américain sont attractives après les récents mouvements et la persistance de l'inversion de la courbe. Au Royaume-Uni, nous prenons désormais une position directe sur les swaps nominaux à 5 ans après la forte hausse des rendements. Nous surveillons comment le soutien apporté par la BoE aux obligations pour maintenir la stabilité sur les marchés affectera la trajectoire de resserrement et la croissance du pays. Deuxièmement, au vu de l'attitude restrictive de la BCE, nous percevons des opportunités d'aplatissement de la courbe en Italie. En effet, les risques de récession pourraient avoir un effet négatif sur les taux à 2 ans plus que sur les taux à 10 ans. Par ailleurs, nous maintenons notre position légèrement constructive sur les BTP face aux Bunds, du fait de la disponibilité de l'instrument de protection de la transmission de la BCE et de notre vue selon laquelle le nouveau gouvernement ne devrait pas trop faire d'incartade en termes de trajectoire budgétaire et de réformes. Nous restons néanmoins attentifs à l'évolution de la situation. **Nous sommes conscients des pressions qui s'exercent sur les actifs risqués en général, mais pensons que le crédit IG américain devrait surperformer** grâce à la solidité des fondamentaux des entreprises (ratios de couverture des intérêts élevés, stabilisation de l'endettement, bilans solides) et à la robustesse des marges bénéficiaires malgré la hausse des coûts. Par contre, concernant le crédit européen, nous surveillons les effets de la hausse des coûts d'emprunt et la manière dont ils pourraient affecter les bilans

### Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions			■					
Crédit					■			
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 analyse est susceptible d'évoluer. (CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds, QT = resserrement quantitatif.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

des émetteurs moins bien notés. **Nous restons prudents sur le HY, que nous considérons comme le segment le plus exposé aux risques d'un resserrement excessif.**

En ce qui concerne les devises, nous ne sommes plus positifs sur le BRL par rapport au PLN et au HUF, suite à sa récente appréciation. Les élections brésiliennes et la nécessité d'un second tour pourraient entraîner une augmentation de la volatilité du BRL. De plus, les devises d'Europe de l'Est semblent avoir atteint des niveaux de valorisation assez bas, intégrant beaucoup de nouvelles négatives, de sorte qu'un rebond paraît désormais plausible. D'autre part, l'amélioration de la situation budgétaire de l'Indonésie et le cycle de resserrement mené par sa banque centrale jouent en faveur de la parité IDR/CNH. Ailleurs, dans les pays développés, nous

pensons que le différentiel de taux entre la Fed et les autres banques centrales et l'approche d'un ralentissement économique mondial sont des facteurs de soutien déterminants pour l'USD (par rapport au CAD ou à l'EUR). Nous restons légèrement prudents sur la paire EUR/JPY en tant que stratégie à moyen terme et constructifs sur la paire CHF/EUR en tant que valeur refuge.

**Risques et couvertures**

Les risques économiques pourraient se répercuter sur les bénéfiques et les prix des actifs, aussi nous pensons qu'il faut conserver des couvertures suffisantes sur les actions et sur le marché du HY. Nous pensons également que les marchés dérivés offrent des opportunités de profiter de notre opinion négative sur l'EUR/USD.



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

La forte hausse des taux d'intérêt conduit les marchés à anticiper un taux final plus élevé des fonds fédéraux, ce qui pourrait affecter le coût du capital, en particulier pour les entreprises moins bien notées

## Agilité sur les obligations, mais attention au risque de refinancement sur le crédit

L'inflation élevée provoque une vague de resserrement monétaire dans les pays développés, conduisant les marchés à anticiper des taux directeurs plus élevés qu'auparavant. Nous pensons que la Fed et la BCE maintiendront des taux directeurs plus élevés pendant une période plus longue, à moins que l'inflation ne recule considérablement ou qu'il y ait une fragmentation de la zone euro (ce qui n'est pas notre scénario central). Par conséquent, le coût des prêts aux entreprises pourrait augmenter. **Nous pourrions assister à une situation où les banques cessent de prêter aux entreprises tandis que les marchés primaires se gèlent. Ce scénario menace particulièrement les entreprises mal notées et ne doit pas être négligé.** Aussi, nous restons prudents sur les actifs risqués et vigilants sur les risques de liquidité, et préférons les dettes bien notées dans une démarche globale flexible. Nous percevons également des opportunités dans certaines dettes en devises fortes des pays émergents.

### Obligations mondiales et européennes

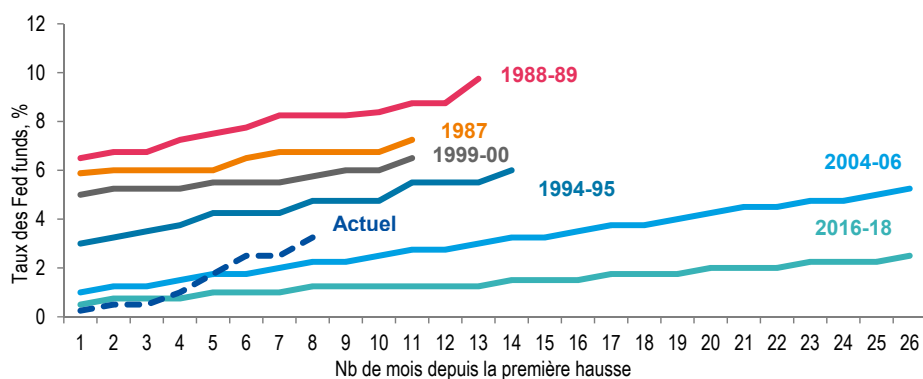
**Nous observons les pressions contradictoires exercées sur les rendements par les banques centrales restrictives et la faible croissance économique, ce qui nous incite à maintenir une approche active/tactique.** Nous sommes plutôt prudents sur la durée, notamment aux États-Unis et sur les rendements du cœur de l'Europe. Nous sommes en revanche positifs sur la Chine et neutres sur le Royaume-Uni compte tenu des importants mouvements observés récemment. Notre suivi attentif de l'ensemble des courbes nous a permis d'évaluer que les *spreads* des pays

périphériques de la zone euro se sont stabilisés et nous surveillons à présent les risques politiques et de fragmentation. Nous sommes légèrement optimistes quant aux points morts d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro. Pour ce qui est du crédit, les entreprises sont sorties de la pandémie avec des bilans plus solides et des liquidités abondantes. Mais la hausse des coûts, le ralentissement de la consommation, l'incertitude liée au conflit ukrainien et le resserrement opéré par la BCE pourraient générer de la volatilité. Ce dernier facteur pourrait avoir une incidence sur le coût du financement de la dette HY et de la dette de qualité inférieure. Nous surveillons donc les défauts et les potentielles restructurations et guettons les signes de détérioration des bilans. De plus, nous préférons l'IG et les titres de qualité dans les secteurs de la banque, de l'automobile et de l'énergie.

### Obligations américaines

Le thème de l'inflation continue de progresser, les marchés craignant de plus en plus que la Fed ne maintienne ses taux plus élevés pendant plus longtemps. Comme on pouvait s'y attendre, les rendements ont augmenté depuis le début du mois d'août, à mesure que l'inflation gagnait du terrain et que la Fed durcissait le ton. **Par conséquent, même si nous gardons un positionnement tactique et proche de la neutralité sur la durée, nous avons maintenant un biais favorable à ces rendements plus élevés.** La hausse des rendements nominaux se reflète également dans les rendements réels, ce qui nous amène à surveiller les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) à la recherche de points d'entrée attractifs. Nous constatons que les *spreads*

### Le cycle haussier actuel semble être le plus abrupt depuis 1984



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 30 septembre 2022

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif

**MARCHÉS  
OBLIGATAIRES**

IG sont légèrement écartés par rapport à leur moyenne à long terme : une certaine réévaluation des risques de liquidité est donc possible, notamment sur les titres de moindre qualité. Nous sommes donc globalement prudents, mais sans être pessimistes, et préférons les titres de bonne qualité. En outre, les entreprises qui dépendent du crédit privé pour leurs liquidités/réserves pourraient subir la pression de la hausse des coûts d'emprunt. Sur le marché des crédits titrisés, nous gérons activement nos positions en MBS d'agence compte tenu des valorisations.

**Obligations des marchés émergents**

Nous sommes légèrement défensifs sur la duration, mais pensons que le sentiment est en train de devenir favorable aux obligations des pays émergents. Le contexte est plus porteur pour la dette en devises fortes

que pour celle en devises locales, mais la sélectivité reste importante sur fond de situations idiosyncratiques. Nous sommes conscients du risque de défaut sur ces marchés et maintenons une préférence pour les pays où le cycle de resserrement est proche de son terme et où le portage est attractif (Brésil). Nous restons prudents sur les devises émergentes.

**Devises**

Nous sommes constructifs sur l'USD et prudents sur le GBP (nouvelles mesures budgétaires), l'EUR et le CNH. Toutefois, les discussions en cours sur une réponse européenne à la crise énergétique pourraient soutenir l'euro et nous restons flexibles. En ce qui concerne les marchés émergents, nous sommes positifs sur le MXN et le CLP, mais prudents sur le TWD.

ACTIONS

La résilience des bénéfices sous surveillance



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Nous n'en sommes pas encore au point où les marchés redeviennent attractifs et nous nous concentrons donc sur la sélection et la résilience des bénéfices au-delà du court terme

Évaluation globale

Nous observons un affaiblissement des chiffres économiques et les indicateurs avancés des bénéfices semblent trop élevés. Jusqu'à présent, nous avons constaté que les perturbations des chaînes de valeur, les pénuries et les difficultés d'approvisionnement en énergie affectaient l'activité des entreprises, mais à l'avenir, nous pourrions aussi être confrontés à des surprises liées à la demande des consommateurs qui pourraient tirer vers le bas les anticipations de bénéfices des marchés. Cependant, toutes les entreprises ne seront pas logées à la même enseigne. Celles qui disposent d'un fort pouvoir de fixation des prix et de bilans stables devraient mieux faire face au ralentissement. **Nous restons donc sélectifs et évitons les entreprises dont les bilans sont trop chargés en dettes, compte tenu de l'augmentation du coût du capital et du ralentissement de l'économie.** Plus généralement, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis, mais restons vigilants quant à l'évolution du contexte économique.

Actions européennes

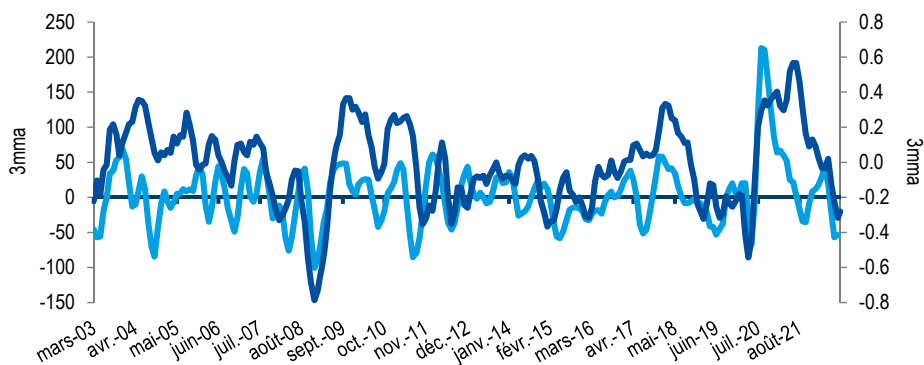
Compte tenu des prévisions de baisse des bénéfices, nous maintenons un positionnement équilibré, de type *barbell*, avec une opinion positive sur la consommation non cyclique défensive et les titres cycliques de qualité. La clé est de comprendre « ce qui est actuellement intégré » au vu des valorisations actuelles. La sélectivité est essentielle. Par exemple, malgré le contexte de détérioration des fondamentaux macroéconomiques, nous considérons favorablement certaines banques de détail, car

leurs valorisations implicites sont extrêmement faibles. Au-delà des secteurs, nous avons une préférence pour les bilans solides, la résilience des modèles économiques et le pouvoir de fixation des prix. De façon importante, la crise actuelle est l'occasion de remettre l'accent sur l'ESG. À l'inverse, nous sommes prudents sur la technologie.

Actions américaines

Les marchés s'attendent à ce que les bénéfices augmentent en 2022 et 2023. De fait, l'inflation pourrait, dans une certaine mesure, protéger les bénéfices nominaux. Toutefois, nous pensons que les marchés, en général, ne prennent en compte que tardivement les révisions en baisse des bénéfices liées aux récessions. **Les entreprises pourraient donc profiter de la prochaine saison de publication des résultats pour réduire leurs prévisions de bénéfices pour l'année prochaine,** ce qui se répercuterait sur les cours, notamment pour les entreprises les plus vulnérables, non rentables et chères. Nous sommes donc très attentifs aux valorisations et à la résilience des bénéfices et privilégions les sociétés capables de verser des dividendes, malgré le ralentissement économique à venir. Nous restons en revanche à l'écart des entreprises trop endettées, très cycliques et dont les valorisations sont élevées. Cela étant, nous observons également que les valorisations de certains segments cycliques et de croissance de qualité ont considérablement corrigé, ce qui les rend attractifs à long terme. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs financières, notamment les banques et les

L'environnement économique devrait entraîner des révisions des bénéfices



— Indice de surprise économique, États-Unis — Indice de révision des bénéfices, États-Unis, Éch. dtc

Source : Amundi Institute, Bloomberg, au mercredi 28 septembre 2022. Indice de surprise économique : un chiffre positif signifie que les données publiées ont été plus fortes que prévu, tandis qu'un chiffre négatif signifie que les données publiées ont été moins bonnes que prévu. Mm3m = moyenne mobile sur 3 mois.

## ACTIONS

compagnies d'assurances. Les banques américaines affichent des rendements sur capitaux propres élevés alors que les risques en matière de crédit sont encore limités, mais nous restons sélectifs. Enfin, nous pensons que les investisseurs devraient envisager un biais favorable à la qualité et au style value dans leurs portefeuilles.

### **Actions émergentes**

Les risques et les incertitudes géopolitiques restent élevés, ce qui incite à conserver une approche prudente à court terme. Toutefois,

le différentiel de croissance entre pays développés et émergents et les valorisations parfois attractives des marchés émergents sont des points positifs. Nous considérons favorablement le Brésil et les EAU, tandis que nous sommes tactiquement neutres sur la Chine et prudents sur les banques turques. Au niveau sectoriel, nous recherchons les valeurs décotées des segments discrétionnaires (notamment en Chine, compte tenu du rebond attendu de la demande intérieure) et privilégions l'énergie par rapport aux matériaux de base.

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques,  
Amundi Institute*

*La nouvelle législation  
permettrait aux  
États-Unis d'atteindre  
leur objectif de réduction  
des gaz à effet de serre  
de 50 % sur la période  
2005-2030*

## États-Unis : une vraie politique industrielle verte est en train de se mettre en place

L'Inflation Reduction Act (IRA) qui a été voté par le Congrès américain au mois d'août a surpris la plupart des observateurs. À quelques mois des élections de mi-mandat et en l'absence de majorité au Congrès, plus personne ne s'attendait à l'adoption d'une nouvelle législation. Les démocrates et républicains sont pourtant parvenus à un compromis. Nous revenons ici sur les mesures annoncées en faveur de la transition écologique qui constituent le cœur de la nouvelle législation. L'Europe gagnerait à se pencher sur les modalités de la nouvelle politique industrielle verte américaine.

L'IRA comprend notamment 369 mds de dépenses (sur 10 ans) en faveur de la décarbonisation et des énergies renouvelables et de la sécurité énergétique. C'est plus de quatre fois le montant que l'American Recovery and Reinvestment Act de 2009 consacrait aux investissements dans les énergies renouvelables et les technologies vertes, ce qui en fait la législation fédérale la plus importante de l'histoire des États-Unis en la matière.

Ce texte vise à accélérer la transition vers les énergies renouvelables. En votant la prolongation jusqu'en 2031 de plusieurs crédits d'impôts, sur la production d'électricité décarbonée ou sur l'achat de véhicules électriques neufs, le texte vise à stimuler les investissements. L'IRA marque ainsi un virage dans la politique industrielle américaine et dans la doctrine du parti démocrate.

### Les dispositions écologiques sont au cœur de la loi

Les dispositions comprennent à la fois des subventions, des crédits d'impôt, des mesures de justice environnementale et des investissements dans les infrastructures énergétiques essentielles.

L'ambition est de réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES). Il s'agit clairement du premier plan global proposé par le gouvernement fédéral pour lutter contre le changement climatique.

Au-delà de la production d'électricité décarbonée, les mesures contenues dans l'IRA visent également à réduire les émissions des GES par le biais de l'efficacité énergétique. Selon certaines études (Energy Innovation), l'IRA réduira les GES de 820 à 1200 millions de tonnes métriques (MMT) d'équivalent CO<sub>2</sub> (CO<sub>2</sub>e) – soit environ 40 % de réduction par rapport à 2005 – d'ici 2030. Cela permettrait aux États-Unis d'atteindre leur objectif de réduction des GES de 50 % sur la période 2005-2030. Les principales réductions du GHC seront réalisées dans le secteur de l'électricité

Paradoxalement, en dépit du nom donné à cette loi (Inflation Reduction Act), les mesures annoncées ne sont pas susceptibles de faire ralentir l'inflation à l'horizon de nos prévisions. Et s'il y a un impact sur les prix, il sera faible et mettra plusieurs années à se matérialiser, avec moins de déficit budgétaire, une augmentation de l'offre de matières premières via un investissement dans la production et d'autres infrastructures critiques, ainsi qu'une réduction du prix des médicaments (nous nous intéressons ici qu'aux mesures qui concernent la transition énergétique). Une pression supplémentaire à la baisse est attendue sur les prix du pétrole et du gaz grâce à une diminution de la consommation de ces produits. Les experts de Princeton estiment que les prix du pétrole brut seraient réduits d'environ 5 % et les prix du gaz naturel américain d'environ 10 à 20 % à moyen terme (2030-2035).

grâce à des investissements massifs dans les énergies renouvelables et le réseau électrique.

En réduisant le coût des énergies propres et d'autres solutions climatiques, l'IRA permettra aux états, aux villes ou aux entreprises d'accroître plus facilement leurs ambitions climatiques.

Selon les experts de l'énergie et du climat de Princeton (projet REPEAT<sup>1</sup>), l'IRA permettrait de réduire les dépenses énergétiques annuelles des États-Unis d'au moins 4 % en 2030, soit une économie de près de 50 mds \$ par an pour les ménages, les entreprises et l'industrie. En pratique, cela se traduirait par des centaines de dollars d'économies annuelles pour les ménages américains. Les crédits d'impôt, les remises et les investissements fédéraux prévus permettraient de diminuer le coût des véhicules électriques, d'améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments et de financer les investissements de l'industrie. L'IRA pourrait ainsi stimuler la croissance de la capacité éolienne et solaire.

<sup>1</sup> <https://www.princeton.edu/news/2022/08/25/princeton-energy-and-climate-experts-weigh-impact-inflation-reduction-act>

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**L'IRA entraînerait près de 3 500 mds \$ d'investissements cumulés dans de nouvelles infrastructures américaines d'approvisionnement en énergie** au cours de la prochaine décennie (2023-2032). Cela inclut plus de 20 mds \$ d'investissements annuels dans le transport et le stockage du CO<sub>2</sub> et la production d'énergie fossile avec capture du carbone d'ici 2030. L'investissement annuel dans la production d'hydrogène triplerait d'ici 2030 (à 3 mds \$ par an), pour atteindre plus de 50 mds \$ d'ici 2035. L'impact sur les investissements dans l'énergie éolienne et le solaire photovoltaïque, qui double presque pour atteindre 321 mds \$ en 2030.

**La loi entraînera d'importants investissements supplémentaires de la part des ménages et des entreprises** (achat de véhicules électriques, d'appareils, de systèmes de chauffage et de procédés industriels plus efficaces et plus électriques). Elle prévoit également des dizaines de milliards de dollars de subventions, de crédits d'impôt et de programmes de prêts pour développer le développement des énergies propres et de leur usage. **Tout cela stimulera des investissements supplémentaires et donc l'emploi. En outre cela devrait permettre de stimuler l'innovation et la maturation d'importantes technologies propres naissantes**, de construire les chaînes d'approvisionnement en énergie propre,

---

*La stratégie américaine tranche avec l'approche des Européens qui privilégient une approche par la taxe carbone et le marché du carbone*

---

**Abandon de la taxe carbone : le prix du compromis entre républicains et démocrates**

Le compromis entre républicains et démocrates n'a été rendu possible que par l'abandon de l'idée de taxe carbone, alors que cette dernière était jusqu'alors au cœur des dispositifs envisagés. Il faut dire que la taxe carbone se heurte à une opposition d'une grande partie des Américains. Ils ne sont que 28 % à être favorable à une taxe carbone, alors que plus de la moitié des Américains sont favorables aux subventions en faveur des technologies bas carbone ou aux programmes d'investissements dans les infrastructures vertes.

**La stratégie américaine tranche avec l'approche des Européens qui privilégient une approche par la taxe carbone** et le marché du carbone. D'une certaine façon on peut dire que le crédit d'impôt (outil financier principal du plan américain) a supplanté la taxe carbone.

**En mettant la priorité au développement du secteur des technologies décarbonées, l'administration Biden met en place une véritable politique industrielle verte.** Les mesures visent à transformer les conditions de l'offre, ce qui atteste d'une évolution dans la doctrine du parti démocrate. La plupart des experts estiment que les mesures prises

d'améliorer la santé publique et la justice environnementale.

Les nouvelles technologies bénéficieront de subventions qui devraient avoir un effet similaire à celui des crédits d'impôt à la production et à l'investissement qui ont permis de développer les industries de l'énergie éolienne et solaire et de faire baisser les coûts au cours de la dernière décennie (de 70 % à 90 % depuis 2009).

Enfin, l'IRA soutiendra le développement de la fabrication américaine (énergie solaire, éolienne, batteries et véhicules électriques) notamment). **L'IRA prévoit des subventions, des prêts et des incitations fiscales qui entraîneront des centaines de milliards de dollars d'investissements cumulés d'ici 2030.**

**En définitive, l'ensemble des mesures prises pourraient créer jusqu'à 1,3 million de nouveaux emplois, en particulier dans les secteurs de la construction et des services, et ainsi entraîner une augmentation du PIB de 0,6 à 0,8 % d'ici 2030.** Le montant annuel économisé en évitant les dommages climatiques pourrait s'élever entre 51 et 74 md \$ (ce qui porterait la valeur totale des économies dans une fourchette de 329 à 535 md \$, si l'on inclut toutes les autres mesures prises par cette législation).

ne seront pas suffisantes pour atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050. Mais elles permettront certainement aux États-Unis de retrouver un certain leadership dans ce domaine. Et le fait qu'un accord bi partisan ait été conclu au Congrès à quelques mois des élections de mi-mandat, augmente la probabilité que de nouvelles mesures soient adoptées dans les années qui viennent (quelle que soit la couleur de la prochaine administration).

**C'est une très bonne nouvelle pour la planète mais cette approche devrait retenir l'attention d'autres pays, à commencer par l'Europe** où des investissements de grande envergure devront aussi être réalisés. L'approche par le marché du carbone pourrait en effet être utilement complétée par des **mesures fiscales proactives à l'échelle européenne**. Les Européens devront vraisemblablement faire preuve, eux aussi, d'imagination pour parvenir à leurs fins. **La crise énergétique actuelle pourrait - et devrait - être le catalyseur d'une action commune et coordonnée en la matière. Il y va de la compétitivité et de l'autonomie stratégique de l'Europe.**

*Achévé de rédiger le 4 octobre 2022*

LE THÈME DU MOIS

## Les marchés financiers se détendent et envisagent le retour de Lula



**Patryk DOZDZIK,**  
Macrostratège Senior, Marchés émergents, Amundi Institute



**Patrice LEMONNIER**  
Responsable Actions, Marchés émergents



**Sergei STRIGO**  
Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents

*Lula a remporté le premier tour mais Bolsonaro a obtenu de meilleurs résultats qu'attendu*

Le premier tour des élections a été remporté par l'ancien président Luiz Inacio Lula da Silva. Cependant, le président sortant Jair Bolsonaro a obtenu de meilleurs résultats que prévu. Leurs programmes économiques diffèrent sur un certain nombre de points, tandis que les risques sont asymétriques pour chaque candidat. Les deux pourraient bénéficier d'un scénario macroéconomique favorable.

Le premier tour de l'élection présidentielle a eu lieu le 2 octobre. Comme le prévoyaient la grande majorité des sondages, le candidat du Parti des travailleurs et ancien président Luiz Inacio Lula da Silva a remporté le premier tour et est passé tout près d'une élection immédiate. En revanche, les sondages traditionnels se sont trompés sur le résultat du président sortant Jair Bolsonaro, qui a fait mieux qu'attendu et a réduit l'écart avec Lula à seulement 5 points de pourcentage (pp) (48 % vs 43 %), alors qu'en moyenne l'écart prévu était presque le double. Les candidats de troisième voie, Ciro Gomes en

particulier, ont déçu. Le taux de participation est resté dans la ligne de l'élection de 2018, l'abstention étant de 21 %.

Les élections législatives se sont déroulées le même jour. Tous les sièges de la chambre basse, un tiers des sièges du Sénat et les mandats de 27 gouverneurs et législateurs d'État étaient à renouveler. Les législatives ont été favorables aux forces politiques de droite et au parti libéral du président sortant (PL). Le *bolsonarisme* a ainsi fait mieux encore que le président lui-même.

### 1/ Résultats électoraux

Résultats du 1er tour	Votes (en millions)	Pourcent	Autres
Lula (L)	57,3	48,4 %	L-B = 6,2 mn ou 5,2 %
Bolsonaro (B)	51,1	43,2 %	
Tebet (T)	4,9	4,2 %	T+G = 8,5 m
Gomes (G)	3,6	3,0 %	
Votes blancs (BI)	2,0	1,6 %	BI+Nu = 5,5
Votes nuls (Nu)	3,5	2,8 %	
Abstention	32,8	21 %	
Total des bulletins = 123,7 m	Bulletins valides = 118,3 m	50 % des bulletins valide = 59,2 m	L a besoin de 1,9 m de voix et B 8,1 m

Source : Amundi Institute, au 4 octobre 2022.

**Au vu de l'histoire récente du Brésil, Lula aborde le second tour avec un avantage** suite à sa victoire au premier. En effet, lors des six dernières élections présidentielles, les vainqueurs du premier tour ont également remporté le second. L'ancien président est confortablement en tête des sondages (même si ceux-ci doivent, cette fois-ci, être pris avec des pincettes) et est bien plus proche que Bolsonaro de la ligne d'arrivée hypothétique de 59,2 millions de voix (voir tableau).

Nous sommes constructifs quant aux résultats du premier tour, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le mandat de Lula pour mener une politique de gauche est devenu moins clair du fait des résultats plus serrés que prévu

du premier tour, et son discours devra encore se modérer s'il veut séduire les électeurs centristes. Deuxièmement, le Congrès dominé par le centre/centre droit (un arbitre important dans le système politique brésilien actuel) sera une contrainte supplémentaire face aux idées plus populistes de Lula. Enfin, malgré un retard à combler, Bolsonaro bénéficie d'une dynamique positive en plus d'une position avantageuse dans les trois plus grands États, maintenant une pression favorable au maintien d'un message centriste de la part de Lula. D'un autre côté, plus la course est serrée, plus la transition pourrait s'avérer difficile. Le deuxième tour aura lieu le 30 octobre.

### Contexte économique solide

Quel qu'il soit, le candidat vainqueur fin octobre entamera son mandat dans un contexte économique marqué par des perspectives

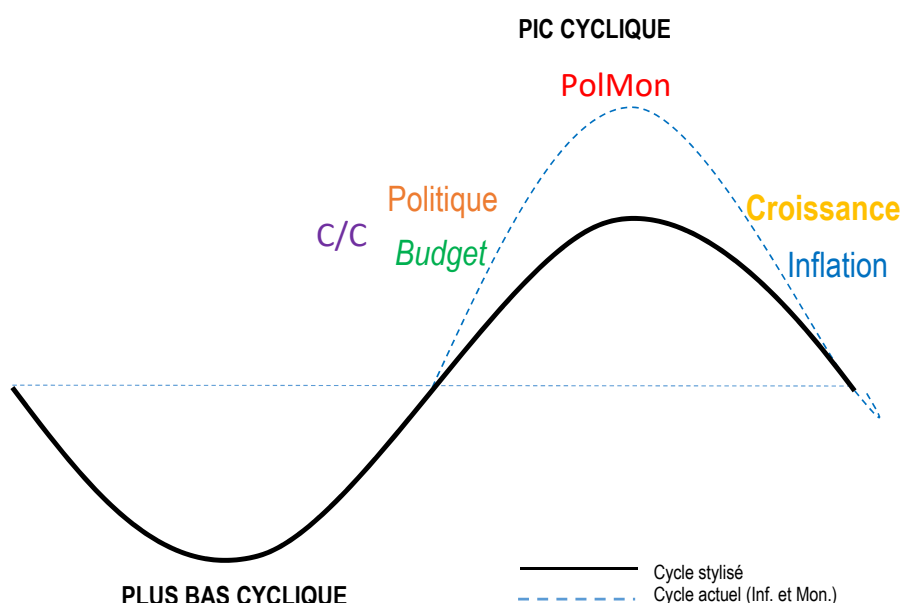
favorables du point de vue cyclique, mais plus faibles du point de vue structurel. La croissance brésilienne semble atteindre un pic après une

LE THÈME DU MOIS

bonne performance depuis le début de l'année, grâce à la réouverture du secteur des services, à l'amélioration des termes de l'échange, à la vigueur des cycles du crédit et de l'emploi, et à d'importantes mesures de relance budgétaire (représentant environ 1,5 % du PIB). L'activité économique ne devrait pas faiblir, même si elle était pénalisée par la rigueur de la politique monétaire et le ralentissement du crédit, les ménages brésiliens étant fortement endettés. Nous tablons sur un atterrissage en douceur grâce à la vigueur de la production du secteur

agricole, à la modération de l'inflation et à une dynamique encore vigoureuse du marché du travail qui a bénéficié de la réforme de 2017. La rigueur budgétaire ne devrait pas être au rendez-vous, quel que soit le gouvernement. Nous anticipons une progression annuelle du PIB réel d'environ 3 % cette année et de plus de 1 % en 2023, en grande partie grâce à l'acquis de croissance. La croissance de 2023 dépendra en grande partie de l'état de l'économie mondiale et de l'action du prochain gouvernement.

2/ Les cycles macroéconomiques brésiliens sont pour la plupart dans une phase favorable



Source : Amundi Institute, au 4 octobre 2022.

En ce qui concerne l'inflation, le Brésil est en tête du cycle inflationniste mondial. L'augmentation de l'indice général des prix a culminé en avril à 12,1 % sur douze mois et sera réduite de moitié d'ici la fin de l'année grâce aux réductions d'impôts au niveau des États et au niveau fédéral ainsi qu'à la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a également passé son pic, grâce à la désinflation des biens essentiels, tandis que l'inflation des services

n'a pas encore commencé à baisser. Alors qu'il est relativement facile de se rapprocher de la borne haute de la fourchette de la cible d'inflation (grâce notamment aux effets de base favorables), atteindre le milieu de cette fourchette (3,25 %) demandera plus de temps, d'efforts et même de chance. Nous nous attendons à ce que l'inflation n'atteigne ces niveaux qu'en 2024.

La BCB est la première banque centrale des pays émergents à avoir terminé avec son cycle haussier

Perspectives de politique monétaire et budgétaire

**Sur le front de la politique monétaire**, la Banque centrale du Brésil (BCB) est la première banque centrale des pays émergents à avoir terminé son cycle haussier. Pendant que la Réserve fédérale américaine (Fed) accélère ses hausses pour calmer la surchauffe de l'économie et du marché du travail, la BCB semble arrivée au terme de son cycle haussier mené tambour battant pendant un an et demi, durant lequel elle a relevé son taux directeur de près de 12 points de pourcentage (à 13,75 %). Ce cycle haussier a pris fin en septembre

après la première décision non unanime (7-2) depuis 2016, qui s'est accompagnée d'une déclaration restrictive. Concrètement, la BCB a donné l'impression qu'il s'agissait plutôt d'une pause en déclarant qu'elle « n'hésiterait pas à reprendre le cycle de resserrement » si nécessaire et qu'elle resterait attentiste « aussi longtemps qu'il faudra ». Aussi, vu le tassement des perspectives de croissance, la modération de l'inflation et le resserrement passif de la politique monétaire réelle (via le ralentissement de l'inflation), nous pensons que



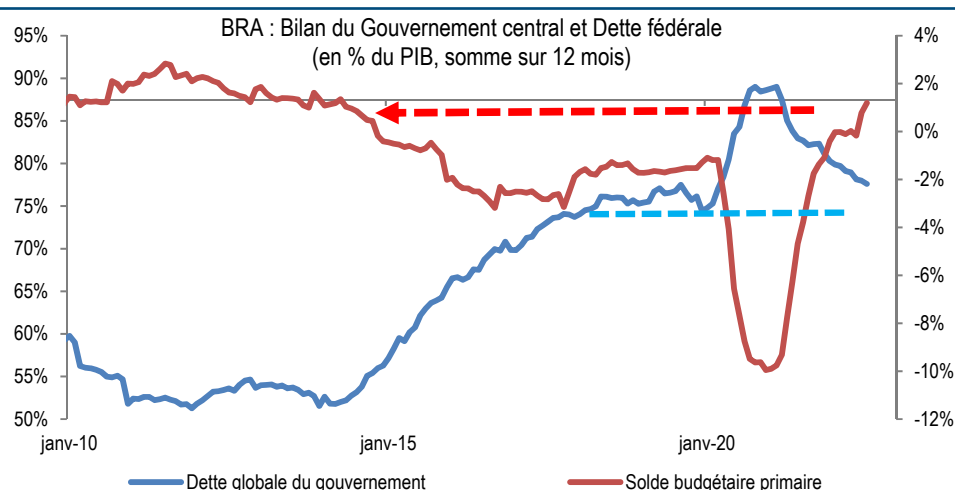
la BCB donnera le coup d'envoi de son cycle d'assouplissement dès le premier trimestre 2023, avec des taux réels ex ante d'environ 8 à 9 %, alors que la Fed sera probablement encore en train de relever ses taux.

**Légère hausse des déficits jumeaux.** Le budget primaire du Brésil est excédentaire pour la première fois depuis plusieurs années, malgré les importantes mesures de relance budgétaire et les réductions d'impôts pré-électorales, grâce à une solide croissance du PIB, à des termes de l'échange favorables et à une inflation élevée (le déficit primaire structurel est proche de zéro). En parallèle, le déficit de la balance courante est plus que totalement couvert par les flux d'IDE. Le ratio dette publique/PIB s'est également beaucoup amélioré depuis le pic d'environ 90 % atteint lors de la crise du Covid-19, pour retomber aux alentours des niveaux d'avant-pandémie (77 %). Bref, le point de départ budgétaire semble relativement favorable pour le prochain gouvernement.

Toutefois, la surperformance cyclique ne durera pas éternellement et une dégradation structurelle finira par prendre le dessus (même si elle restera modérée) quelle que soit la personnalité au pouvoir le 1er. En effet, les deux candidats à la présidence préconisent de modifier la règle budgétaire ultime du pays,

à savoir le plafond qui limite les dépenses publiques en termes réels, les faisant baisser en pourcentage du PIB. Lula voudrait l'éliminer complètement, tandis que Bolsonaro le fixerait en fonction de la croissance du PIB nominal. Ceci permettrait aux deux candidats de maintenir les allocations sociales d'Auxilio Brasil à leur niveau provisoirement majoré de 600 BRL par mois, ce qui représente plus de 50 milliards de BRL, soit 0,5 % du PIB en dépenses supplémentaires. Cette question sera probablement traitée en priorité et fera l'objet d'une dérogation. Lula entend également consacrer davantage de fonds aux investissements publics et augmenter le salaire minimum ainsi que le salaire des fonctionnaires. Des sommes importantes devraient également servir à rembourser les « *precatórios* » et les États pour les réductions d'impôts mises en place récemment. Au total, la part des dépenses dans le PIB devrait dépasser 19,0 % du PIB en 2023, contre 17,6 % prévus au budget. En parallèle, l'excédent primaire, qui était prévu à 0,6 % du PIB, devrait devenir un déficit. Une telle trajectoire de dépenses, si elle n'est pas compensée par une augmentation équivalente des recettes, se traduirait par une dégradation du ratio dette/PIB qui pourrait remonter autour de 85 % dans les années à venir, surtout en cas de victoire de Lula.

### 3/ Point de départ budgétaire solide : excédent primaire et dette proche de son niveau d'avant Covid-19



Source : Amundi Institute, CEIC. Données au 4 octobre 2022.

### Élection et marchés financiers

Le résultat des élections et leur impact sur les comptes publics inquiètent peu les marchés financiers. Toutefois, Lula pourrait vouloir mettre en œuvre des idées moins orthodoxes, en phase avec sa conception interventionniste de l'État. Il pourrait notamment chercher à revenir sur la réforme du marché du travail de 2017, qui a introduit de nouvelles règles

en matière d'externalisation et un régime d'embauche plus souple pour les travailleurs temporaires, même si Lula s'est abstenu d'évoquer le sujet récemment. Il pourrait également envisager une augmentation de l'activité de la Banque brésilienne de développement (BNDES), dont les capitaux ont été mal alloués et qui dans le passé

Les programmes de Bolsonaro et de Lula ne diffèrent pas beaucoup, mais en cas de présidence Lula, les risques budgétaires pourraient être plus importants

## LE THÈME DU MOIS

a affaibli la politique monétaire par des prêts à des taux subventionnés. Cela dit, le recours à des recapitalisations de la BNDES serait sans doute beaucoup plus faible aujourd'hui, l'usage de garanties publiques étant plus répandu. L'attitude générale de Lula à l'égard des entreprises d'État pourrait également fragiliser leur gouvernance et son manque d'appétit pour les privatisations est évident. Du côté des dépenses, on retrouve l'élimination du plafond budgétaire, déjà mentionnée plus haut, qui permettrait d'augmenter les financements en faveur de divers programmes, ainsi que le rejet de la politique actuelle de tarification des carburants de Petrobras.

De son côté, Bolsonaro devrait également revoir à la hausse le plafond des dépenses, mais il est peu probable que son gouvernement revienne sur ses initiatives déjà adoptées. Il devrait au contraire poursuivre son effort de réforme, de

privatisation et de concession d'activités du secteur public. Lula et Bolsonaro tenteront tous deux de faire passer des réformes fiscales et administratives qui devraient être bien vues des marchés. La réforme fiscale de Lula viserait probablement des taux plus progressifs, tout en mettant l'accent sur la suppression des niches et la réduction des subventions. Tous deux chercheront également à harmoniser la TVA entre les États et le gouvernement fédéral. Concernant la réforme administrative, les coûts salariaux globaux pourraient être réduits en modifiant les règles d'embauche des nouveaux arrivants. Dans l'ensemble, les programmes et les objectifs de Bolsonaro et de Lula ne diffèrent pas beaucoup, mais en cas de présidence Lula, les risques budgétaires pourraient être plus importants, notamment si toutes ses idées devaient se concrétiser et s'additionner et les propositions compensatoires être minimisées.

*Achévé de rédiger le 5 octobre 2022*

## Conséquences en matière d'investissement

Le résultat du premier tour a été favorable, l'écart entre Lula et Bolsonaro étant bien plus faible que ce qu'anticipaient les marchés. Les alliés de Bolsonaro pour les élections au Sénat et dans les États ont fait beaucoup mieux que prévu et ont augmenté leur nombre de sièges au Congrès.

Si le scénario central reste celui d'une victoire de Lula le 30 octobre, il sera très probablement contraint de se rapprocher du centre et certaines de ses politiques les plus extrêmes pourraient s'avérer plus difficiles à faire passer au Congrès. **Nous sommes donc constructifs vis-à-vis des actifs brésiliens, notamment en ce qui concerne la monnaie et les obligations en devise locale.**

Une fois le risque lié aux élections passé, nous pensons que les **titres obligataires brésiliens** devraient enregistrer de bonnes performances en raison de plusieurs facteurs :

- Portage relativement élevé sur le BRL et les taux
- Taux réels positifs, ce qui n'est pas le cas pour la plupart des autres ME
- Le Brésil est probablement le seul ME où nous assistons à un pic des taux et de l'inflation
- L'inflation devrait être inférieure à 10 % en 2022 et converger vers l'objectif de la BC d'ici 2023-2024
- La BC a mis fin à son cycle de hausses
- La croissance du PIB a été étonnamment robuste sur l'année en cours.

De manière générale, **les perspectives sont meilleures pour le BRL et les taux**, même si le marché table sur une baisse des taux d'environ 300 points de base d'ici fin 2023. Le BRL a été l'une des devises émergentes les plus performantes cette année, mais avec un portage élevé (actuellement à 13,75 %) il constitue toujours un investissement intéressant. Il pourrait poursuivre son appréciation en descendant autour de 5 pour 1 dollar, voire en dessous.

En ce qui concerne les **obligations en devises fortes**, le CDS brésilien, qui se situe autour de 300 pb, est probablement à sa juste valeur. Nous percevons quelques opportunités dans le crédit d'entreprises.

En ce qui concerne les actions, nous nous attendons à ce que **les marchés d'actions brésiliens** augmentent quelle que soit l'issue des élections, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, nous pensons que la situation budgétaire (un élément clé de la stabilité financière du Brésil) ne sera ni bonne ni catastrophique dans les deux cas. Si Lula l'emporte, il n'obtiendra probablement pas assez de soutien au Congrès pour faire passer toutes les dépenses sociales qu'il souhaite. Deuxièmement, la banque centrale du Brésil a commencé son cycle de resserrement un an avant la Fed et devrait être parmi les tout premiers pays du monde à assouplir sa politique monétaire. Ceci devrait permettre à la croissance de repartir. Les valorisations sont également extrêmement bon marché. Le Brésil est à l'abri des turbulences géopolitiques, il est autonome sur le plan énergétique et devrait bénéficier à long terme de son statut de puissance agricole.

Toutefois, les actions brésiliennes devraient augmenter davantage en cas de victoire de Bolsonaro, car les entreprises publiques et les banques s'en sortiraient mieux. En témoigne, par exemple, l'annonce de Lula selon laquelle il souhaite que les carburants produits par Petrobras soient vendus à prix coûtant majoré, plutôt qu'aux prix internationaux. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et les entreprises sensibles à la baisse des taux d'intérêt à long terme, comme les infrastructures et l'immobilier.

*Achévé de rédiger le 3 octobre 2022*

THÉMATIQUE



**Sergio BERTONCINI**  
Stratège Senior Taux, Amundi Institute

*L'essentiel des rachats de TLTRO se concentre en juin 2023*

## Les TLTRO dans un contexte de normalisation de la politique de la BCE

Le resserrement quantitatif passif de la BCE sera porté par les remboursements et les rachats de TLTRO au cours des prochains trimestres. Pour l'heure, les banques ont remboursé une petite partie des liquidités et la décision récente de la BCE quant à la rémunération des excédents de réserve a contribué à maintenir l'abondance des liquidités permettant d'assurer une transmission harmonieuse de sa politique monétaire.

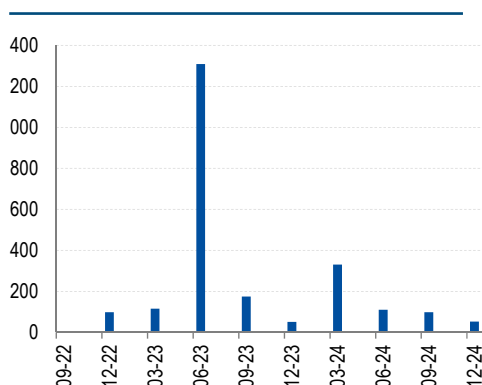
### Rôle des TLTRO en matière d'excès de liquidités dans la zone euro et remboursements prévisionnels

Le recours aux TLTRO a joué un rôle important dans l'augmentation du bilan de la BCE après la crise provoquée par la pandémie et représente environ 40 % de l'augmentation globale enregistrée depuis février 2020, le reste étant lié au dispositif d'assouplissement quantitatif, principalement par le biais du PEPP. Dans ce contexte, l'excédent de liquidité de la zone euro a augmenté de 2 800 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 70 % de l'expansion de son bilan.

Avant la pandémie, l'encours des TLTRO s'élevait à quelque 600 milliards d'euros, liés pour l'essentiel à des besoins de financement. L'augmentation de 1 600 milliards d'euros qui a suivi est probablement due, pour 25 à 30 % environ à l'augmentation des besoins de financement liée aux activités de prêt, aux achats d'obligations d'État et au remplacement des emprunts non garantis existants par des liquidités au titre du TLTRO, la partie restante étant apparemment liée à des emprunts opportunistes. En effet, les conditions très attractives liées aux nouvelles opérations ont contribué à atténuer le coût des taux négatifs dans un contexte de hausse des réserves excédentaires.

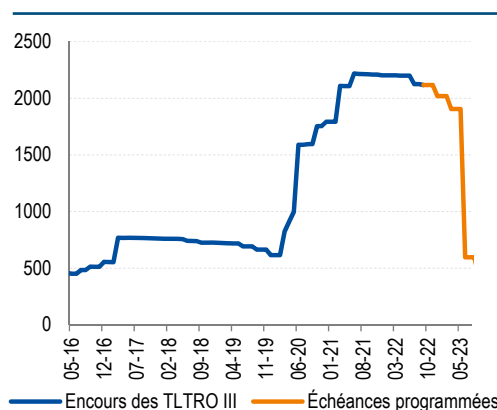
Le resserrement quantitatif passif de la BCE sera porté par les remboursements et les rachats de TLTRO au cours des prochains trimestres : le calendrier des échéances présenté dans le graphique ci-dessous indique que les plus gros volumes sont attendus en juin 2023. D'ici là, les remboursements anticipés de TLTRO seront un déterminant clé de l'excès de liquidité dans la zone euro. Le graphique de droite ci-dessous montre l'évolution de l'encours des TLTRO en fonction des échéances existantes et en l'absence de tout remboursement anticipé significatif. La première date à laquelle les banques ont choisi de rembourser partiellement leurs liquidités est juin 2022. Après cette date, la possibilité de remboursement anticipé se fait sur une base trimestrielle. En juin, les banques ont remboursé une très petite quantité de liquidités, environ 75 milliards d'euros, car la réorientation rapide de la politique monétaire de la BCE et le début de la normalisation des taux les ont incitées à stabiliser le volume de leurs encours. Les enquêtes menées par la BCE auprès des banques de la zone euro montrent également que la tendance des prévisions de remboursement a changé de manière significative. En effet, l'incertitude croissante quant aux perspectives économiques et le risque

1/TLTRO III : volume par date d'échéance, en milliards d'euros



Source: Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

2/TLTRO de la BCE : scénario de volume d'encours en l'absence de remboursements anticipés, en milliards d'euros



Source: Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

## THÉMATIQUE

accru de fragmentation ont, dans un premier temps, conduit certains intermédiaires financiers à s'abstenir de procéder à des remboursements anticipés et à reporter leurs remboursements. Par la suite, le relèvement anticipé des taux de la

BCE en juillet et l'accélération du cycle haussier attendu ont encore davantage dissuadé les banques de procéder à des remboursements anticipés.

**Liquidités excédentaires abondantes dans un contexte d'anticipation des hausses de taux**

**Contrairement aux cycles haussiers précédents, celui-ci, outre son caractère offensif en termes de concentration des hausses en début de cycle, s'inscrit également dans un contexte d'abondance des excédents de liquidités et de passage rapide des taux au-dessus de zéro après plusieurs années en territoire négatif.** Ainsi, après avoir maintenu son taux de dépôt en dessous de zéro pendant huit ans, la BCE l'a finalement ramené à zéro en juin, avant de le faire passer en territoire pleinement positif avec une hausse de 75 points de base de ses taux directeurs en septembre.

En termes de mise en œuvre de la politique monétaire, le retour du taux de dépôt en territoire positif pourrait avoir des répercussions importantes sur la transmission de la politique monétaire. Celles-ci seront fonction de la gestion par la BCE de la rémunération des réserves excédentaires des banques dans un premier temps, puis des autres dépôts au

niveau de l'Eurosystème, notamment ceux des gouvernements. De fait, les TLTRO, en plus d'augmenter considérablement les excédents de liquidités des banques, ont plus que doublé les dépôts des gouvernements par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, ceux-ci dépassant récemment les 500 milliards d'euros. Dans le contexte actuel de pénurie de garanties et d'excès considérables de liquidités redéposées à la BCE, la réduction de la rémunération des réserves pourrait avoir des répercussions importantes sur les obligations à court terme et les mises en pension. La demande de rendement pourrait en effet conduire les banques (ainsi que les États) à investir au moins une partie de leurs excédents de liquidités en instruments du marché monétaire, ce qui contribuerait à alimenter les pressions dans un contexte de normalisation des taux directeurs et aurait probablement un impact sur les spreads des échanges sur actifs à court terme qui ont déjà augmenté au cours des derniers mois.

**La dernière décision de la BCE sur la rémunération des réserves excédentaires tient compte de l'environnement actuel**

Lors de sa réunion de septembre (à l'occasion de laquelle le taux de dépôt est finalement passé en territoire positif à 75 pb), la BCE a décidé de mettre fin au système de rémunération à deux paliers en ramenant le multiplicateur à zéro, mais n'a pas modifié la rémunération des réserves bancaires excédentaires. Ce point est important au vu des orientations prospectives sur les hausses à prévoir lors des prochaines réunions et implique que l'intégralité des réserves excédentaires détenues à la fois en dépôt à la BCE et sur le compte courant de la BC sera rémunérée au taux de dépôt. Selon le communiqué, **« suite au relèvement du taux de la facilité de dépôt au-dessus de zéro, le système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires n'est plus nécessaire. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé aujourd'hui de suspendre le système à deux paliers en fixant le multiplicateur à zéro »**. Lors de cette même réunion, la BCE a réitéré ses messages précédents concernant les opérations de refinancement : **« Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement des banques et de veiller à ce que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave**

**pas la bonne transmission de sa politique monétaire »**. Après ces déclarations et comme l'a laissé entendre la conférence de presse de Mme Lagarde, il est probable qu'une revue soit menée prochainement, notamment sur les conditions générales des TLTRO. La décision de mettre fin au système des paliers semble, à ce stade, réduire la probabilité d'inversement des paliers pour réduire la rémunération des réserves excédentaires. En levant une partie des incertitudes à court terme, cette décision a contribué à limiter le remboursement des emprunts sous forme de TLTRO à la fin du mois de septembre, ce qui, en définitive, favorise les conditions de liquidité actuelles. Selon nous, cette décision pourrait avoir pour objectif de réduire les risques en matière de transmission de la politique monétaire sur le segment court de la courbe, en apportant un certain soulagement au marché des mises en pension qui était devenu plus cher en raison d'un fort élargissement des spreads des échanges sur actifs à court terme. Cette dernière décision de la BCE semble donc cohérente avec les besoins saisonniers de liquidités au quatrième trimestre dans le contexte actuel de pénurie de garanties.

---

*La récente décision de la BCE sur la rémunération des excès de liquidité vise probablement à réduire les risques pour la transmission de la politique monétaire dans le segment court de la courbe*

---

*Achévé de rédiger le 3 octobre 2022*

THÉMATIQUE

## Il est trop tôt pour envisager une inflexion dans la politique monétaire de la Fed



**Valentine AINOUCZ,**  
CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés, Amundi Institute



**Delphine GEORGES,**  
Stratégiste Senior Taux, Amundi Institute

*Nous nous attendons à ce que la Fed poursuive son action énergique pour calmer l'inflation. « Nous continuerons jusqu'à ce que le travail soit fait. »*

L'aplatissement de la courbe des taux américains dépendra de la persistance de l'inflation sous-jacente et des répercussions du durcissement monétaire sur la croissance. Plus l'économie américaine se montrera résistante face aux hausses de taux, plus la Fed devra muscler sa politique, augmentant ainsi le risque de récession. Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles ».

L'inflation est toujours au cœur des préoccupations de la Fed, qui reste bien plus inquiète du risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation que du risque de baisse de la croissance et qui se montre déterminée à agir pour ramener l'inflation à sa cible :

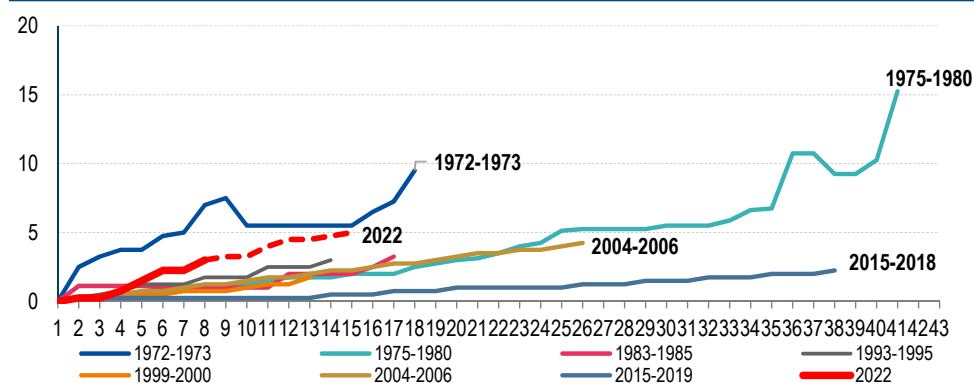
- **Le Comité considère que la croissance sous-jacente est résiliente et que les pressions inflationnistes persistent.** « Cette économie est solide et pleine de vigueur ». Malgré le ralentissement de la croissance, le marché du travail est resté tendu, avec un taux de chômage proche de son plus bas en 50 ans, un nombre d'emplois vacants proche des plus hauts historiques et une croissance soutenue des salaires. L'inflation s'accélère. Lors de la réunion de septembre, les membres du FOMC ont revu à la hausse leurs prévisions médianes d'inflation sous-jacente de 0,2 point de pourcentage (pp), à 4,5 % et de 0,4 pp, à 3,1 % pour 2022 et 2023 respectivement. Leur prévision pour 2024 est restée inchangée à 2,3 %.

**Le comité anticipe un taux final plus élevé et un cycle haussier plus long.** « Pour rétablir la stabilité des prix, il faudra probablement maintenir une politique restrictive pendant un certain temps ». Aucune baisse de taux n'est donc à prévoir avant 2024. D'après les *dots* de la Fed, le point cible médian des Fed funds se situe désormais à 4,375 % à fin 2022 et à 4,625 % à fin 2023. Près d'un tiers des membres du Comité considèrent qu'une fourchette cible maximale de 4,75 à 5,0 % en 2023 est réaliste.

La Fed entend poursuivre sa politique monétaire restrictive. Qui dit territoire restrictif dit taux réels positifs sur l'ensemble de la courbe, ce qui semble cohérent avec la volonté nouvellement affichée par la Fed de pousser les taux des Fed funds au-delà de 4,5 % en 2023. « Restrictif signifie que le taux réel des Fed funds, corrigé des anticipations d'inflation à court terme, sera positif. Il pourrait être de 1 % ou plus. En tous cas, il serait résolument positif ».

**Jerome Powell est prêt à risquer une récession afin de ramener l'inflation à 2,0 %.** En effet, « la probabilité d'un atterrissage en douceur est susceptible de diminuer dans la mesure où la politique doit être plus restrictive ou restrictive plus longtemps ». Selon Jerome Powell, la véritable erreur politique serait de ne pas rétablir la stabilité des prix, en revanche, la réduction de l'inflation nécessitera « une période prolongée de croissance inférieure à la tendance » ainsi qu'un affaiblissement des marchés du travail, ce qui posera « quelques difficultés » aux ménages et aux entreprises. Un scénario d'atterrissage en douceur implique un rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail sans ralentissement excessif de la croissance économique et suppose que les anticipations d'inflation restent ancrées et que l'offre de travail augmente. Or « il est plausible que le nombre d'offres d'emploi diminue de manière significative, c'est nécessaire, mais sans que le chômage n'augmente autant que lors des phases similaires dans le passé ».

### 1/ C'est le cycle de resserrement monétaire le plus rapide depuis le début des années 1980. (Évolution des taux Fed Funds depuis le début du cycle de resserrement en %)



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

## THÉMATIQUE

*Un scénario d'atterrissage en douceur implique un rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail, sans ralentissement excessif de la croissance économique*

Le marché s'attend à ce que la Fed ne relève pas ses taux au-delà de 4,5 % en début 2023. Toutefois, nous percevons une pression haussière sur cette hypothèse de taux final, car l'inflation sous-jacente américaine s'est encore accélérée, stimulée par la vigueur du marché du travail. L'économie américaine est également soutenue par (1) la récente baisse du prix du pétrole, (2) la réponse budgétaire passée face au Covid-19, (3) la dernière décennie de taux historiquement bas, et (4) les exigences plus strictes pour l'octroi de prêts immobiliers après la crise Lehman.

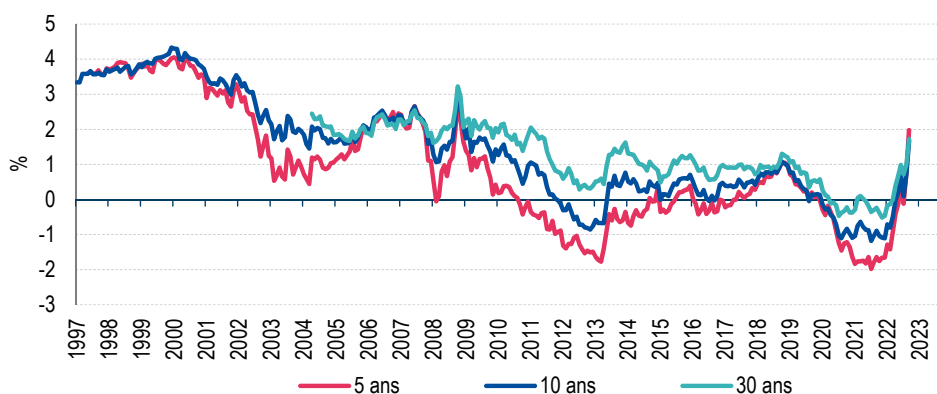
- **Le marché du travail des États-Unis est extrêmement tendu.** L'impact des hausses de taux sur le taux de chômage sera atténué par la pénurie de main-d'œuvre. Le marché du travail est manifestement déséquilibré, la demande de travailleurs dépassant largement l'offre de travailleurs disponibles. L'écart entre les emplois disponibles et les travailleurs s'élève à 5,2 millions de travailleurs, en baisse par rapport au pic de 5,9 millions, mais toujours proche du niveau le plus élevé de la période d'après-guerre. En effet, les retraites anticipées et le vieillissement de la population ont réduit la population active, tandis que la part des plus de 55 ans a augmenté. En outre, les jeunes qui entrent dans la vingtaine ont 3 % moins de chances de faire partie de la population active aujourd'hui qu'au début de la pandémie. Le taux d'emploi reste bien inférieur à celui d'avant la crise du Covid-19 dans les secteurs des loisirs, de l'hôtellerie, de la santé et des administrations publiques.
- **La crise du logement aux États-Unis n'a rien à voir avec celle de 2008.** Le marché du logement s'est refroidi ces derniers mois, les taux immobiliers américains ayant grimpé à 6,7 %, leur niveau le plus élevé depuis 15 ans. L'indice d'accessibilité au logement est tombé à son niveau le plus bas depuis 1989. Les ventes de logements neufs et les prix ont commencé à baisser. Cependant, l'impact du doublement des taux des crédits immobiliers sera partiellement compensé par :
  - **Le faible niveau des stocks.** La construction de logements aux États-Unis a été insuffisante au cours de

la dernière décennie. Le manque de logements neufs et disponibles a été amplifié par les retards causés par la crise du Covid-19. Le stock de maisons neuves, récemment achevées, est de 40 % inférieur aux niveaux d'avant la pandémie.

- **La situation financière solide des ménages américains et leur bon niveau d'épargne.**
- **La qualité de crédit élevée.** Au cours des dix dernières années, les prêts immobiliers n'ont été accordés qu'aux ménages présentant un score de crédit élevé.
- **Après une décennie de taux d'intérêt bas, le coût moyen de la dette des entreprises s'est réduit et les échéances se sont rallongées.** Il faudra un certain temps avant que la récente hausse des taux n'ait un impact négatif sur le coût moyen de la dette des entreprises. Nous devons surveiller l'accès au marché des obligations financières.

**L'aplatissement de la courbe des taux américains dépendra de la persistance de l'inflation sous-jacente et des répercussions à venir sur la croissance du durcissement monétaire.** Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles ». La Fed s'est engagée à relever ses taux de manière énergique dans un contexte de pressions inflationnistes soutenues et de croissance résiliente. Son engagement résolu à « continuer jusqu'à ce que le travail soit fait » et sa volonté d'accepter les risques de

## 2/ Forte hausse des taux réels américains ( en % )



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 30 septembre 2022.

## THÉMATIQUE

*Il y a peu on pouvait dire « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », mais désormais « les bonnes nouvelles sont de mauvaises nouvelles »*

récession plaident en faveur de courbes plus plates. La courbe des rendements de deux à dix ans à -40 pb a maintenant atteint le niveau maximal d'inversion des trois derniers cycles, mais nous estimons pourtant qu'il reste encore de la marge pour dépasser ce niveau :

- Les pressions à la hausse sur le rendement à deux ans se poursuivront jusqu'à ce que nous ayons plus de visibilité sur le taux final qui pourrait continuer à grimper jusqu'à ce que l'économie atteigne trois objectifs difficiles à atteindre : 1) une croissance bien plus lente, 2) un meilleur équilibre entre l'offre et la demande sur le marché du travail, et 3) des signes clairs d'un retour de l'inflation autour de 2 %. Au vu de la résilience de l'économie américaine, de la

persistance de l'inflation et de la volonté de la Fed d'entrer en territoire très restrictif, notre scénario central prévoit désormais un taux final des Fed funds à 5 %, soit plus élevé que ce qu'anticipent les marchés à l'heure actuelle (4,5 %). De plus, nous estimons qu'il existe encore un risque à la hausse par rapport à ce niveau.

- En revanche, la Fed ayant engagé le cycle de resserrement le plus rapide de l'histoire et les conditions de financement s'étant fortement resserrées, les perspectives de croissance sont plus faibles pour 2023, ce qui, à un moment donné, exercera une pression à la baisse sur les rendements à long terme.

*Achévé de rédiger le 6 octobre 2022*

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons le contenu et les probabilités de nos scénarios. À noter : certains des facteurs de risque que nous identifions peuvent se concrétiser dans le cadre de notre scénario central, qui n'est probablement pas encore totalement intégré par les marchés. Il faudrait une combinaison de plusieurs facteurs de risque pour que le scénario baissier se concrétise. Ce dernier est contrebalancé par un scénario haussier, celui d'une baisse plus rapide qu'attendu de l'inflation due à une détente des prix du gaz et/ou au resserrement combiné des politiques monétaires mondiales, dont l'impact est peut-être sous-estimé.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
<b>Récession mondiale sévère</b>	<b>Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes</b>	<b>Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste</b>
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> <li> Aggravation/expansion de la <b>guerre en Ukraine</b>.</li> <li> Crise énergétique et <b>profonde récession en Europe</b>.</li> <li> <b>Désancrage des anticipations d'inflation</b>, ajustements désordonnés par les BC.</li> <li> <b>Récession en Chine</b>.</li> <li> <b>Retour en force du Covid-19</b>.</li> <li> <b>Récession mondiale</b> avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes.</li> <li> <b>Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME</b>.</li> <li> <b>Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques</b>. Action décisive en matière de répression financière.</li> <li> <b>Report des mesures de transition climatique</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>Enlèvement dans la guerre en Ukraine</b>.</li> <li> <b>Choc de confiance dans l'UE</b>, alimenté par les prix élevés de l'énergie.</li> <li> <b>L'inflation ne parvient pas</b> à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.</li> <li> <b>Le Covid-19</b> devient endémique.</li> <li> La croissance <b>du PIB nominal mondial</b> atténue l'impact du ralentissement sur les bénéficiaires.</li> <li> <b>Divergences de croissance</b> : Récession en ZE et au R.-U., reprise poussive en Chine, croissance faible attendue aux États-Unis (nettement en deçà du potentiel en 2023).</li> <li> <b>Divergences entre BC</b> : la Fed poursuit son cycle de resserrement mais en adoptant une position accommodante (fin du T4); la BoE poursuit un cycle haussier modéré; la BCE augmente ses taux et finit par activer le TPI; la PBoC conserve un biais accommodant.</li> <li> <b>Politiques budgétaires divergentes</b> : nette expansion dans l'UE, politique restrictive aux États-Unis en 2022-2023.</li> <li> <b>Le changement climatique</b> perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>Fin de la guerre en Ukraine</b> et retrait progressif des sanctions.</li> <li> <b>La Russie maintient ses approvisionnements en gaz</b>, le marché des matières premières se normalise.</li> <li> <b>L'inflation retombe rapidement</b>, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent.</li> <li> <b>Le Covid-19</b> recule.</li> <li> <b>Diminution de l'incertitude</b>: le surplus d'épargne et le regain de pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises.</li> <li> <b>Les craintes de récession se dissipent</b> et l'inflation reste sous contrôle, ce qui allège la pression sur les BC.</li> <li> <b>Rétablissement progressif</b> de la discipline budgétaire.</li> <li> Les politiques de <b>lutte contre le changement climatique</b> et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.</li> </ul>



**SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)**

**SCÉNARIO BAISSIER**  
15 %

**Effondrement global**

**Répercussions sur les marchés**

- Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum
- Or

**SCÉNARIO CENTRAL**  
70 %

**Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes**

**Répercussions sur les marchés**

- Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor aux États-Unis, mais aussi en zone euro et dans les ME
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

**SCÉNARIO HAUSSIER**  
15 %

**Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste**

**Répercussions sur les marchés**

- Pentification baissière de la courbe des bons du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et les actions comme couvertures contre l'inflation

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Les probabilités pour les trois familles de risques sont inchangées. Les risques sont élevés sur tous les fronts. Les fondamentaux économiques se détériorent au niveau mondial (ce qui est pris en compte dans le scénario central). L'évolution de la guerre en Ukraine et les risques associés peuvent faire basculer le scénario dans un sens ou dans l'autre. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (dont les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques.

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont bien évidemment souvent étroitement liés entre eux.

### RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

- **Récession mondiale** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et de la chute du pouvoir d'achat
- **L'utilisation par les Russes de l'approvisionnement en gaz comme d'une arme** pourrait provoquer une **grave crise énergétique en Europe**, entraînant une **profonde récession** (choc de confiance)
- **Crise économique en Europe de l'Est** en conséquence de l'effondrement de l'économie russe, de la hausse des prix de l'énergie, de l'inflation incontrôlée et d'une crise migratoire
- Ajustements désordonnés par les BC, qui sous-estiment l'inflation induite par l'offre et perdent le contrôle
- **Récession mondiale des bénéfices** déclenchée par le ralentissement mondial conjugué à des pressions persistantes sur le coût des intrants (compression des marges)
- **Récession en Chine**. La politique du zéro Covid combinée à une crise du logement échappe à tout contrôle
- Fin de la grande coïncidence : avec la persistance des pressions stagflationnistes, les objectifs des BC et des gouvernements ne sont plus totalement alignés. Il en résulte une réduction de la marge de manœuvre pour les politiques budgétaires contracycliques
- **Pandémie**
  - Apparition de variants plus dangereux et résistants aux vaccins
  - Reconfinements et restrictions de déplacement
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance et d'équilibre social

**+** Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, qualité vs croissance, défensives vs cycliques

**-** Actifs risqués, AUD, CAD et NZD, dette émergente en devise locale

### RISQUE FINANCIER 30 %

- **Crise de la dette souveraine**
  - Une guerre prolongée en Ukraine mettrait à mal les finances publiques vulnérables des économies développées dont les ratios de dette publique atteignent déjà des niveaux records
  - La perte d'ancrage des anticipations d'inflation pourrait entraîner un durcissement plus marqué des politiques monétaires et une dislocation des marchés obligataires
  - La plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note et à une hausse des taux d'intérêt
  - Les marchés émergents fragiles pourraient être confrontés à une crise de la balance des paiements et à une hausse du risque de défaut
- **Hausse du risque d'insolvabilité des entreprises**, dans un contexte de détérioration des fondamentaux, d'incertitude croissante et de pression sur les marges des entreprises (coût élevé des intrants, doubles commandes entraînant des avertissements sur résultats)
- **Écoblanchiment généralisé et bulle de l'investissement ESG** compromettent le financement de la transition énergétique
- **La surréaction du dollar** conduit à déstabiliser le marché des changes
- **Guerre des devises** : l'appréciation de la monnaie est un moyen pour les BC de lutter contre les pressions inflationnistes

**+** CHF, JPY, or, CDS, optionnalité, volatilité minimale

**-** Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine**
  - Combats militaires prolongés menant à un conflit de haute intensité et potentiellement à une confrontation militaire avec l'Occident
  - Les Russes perdent du terrain, ce qui augmente le risque de recours aux armes nucléaires tactiques
  - Risque élevé d'accident dans les installations nucléaires ukrainiennes
  - [Cela dit, il est possible que la situation finisse par se détendre, ouvrant la voie à une résolution/cessez-le-feu]
- **Fragmentation politique de l'UE** ou vote populiste entraînant des dissensions sur la manière de gérer la relation avec la Russie
- **Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine** pour bloquer toute tentative d'invasion de Taïwan. Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie entraînant des tensions sociales
- Regain d'inquiétude et nouvelles **sanctions liées aux programmes nucléaires** de l'Iran ou de la Corée
- Risque croissant au niveau mondial, de faire reculer une nouvelle fois la **transition énergétique**.
- **Le réchauffement climatique** entraîne un risque accru de conflits causés par les pénuries d'eau et les flux migratoires
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

**+** Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, USD, volatilité, défensives, pétrole

**-** Crédit et actions, EMBI

## ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

**Retournement effectué**

**Retournement imminent**

**Pas atteint, trop tôt pour se prononcer**

### **CONTEXTE ÉCONOMIQUE**

- La dynamique économique faiblit en raison de la persistance de fortes pressions inflationnistes et de l'affaiblissement de la demande intérieure. Nous continuons d'anticiper un atterrissage en douceur de l'économie américaine, mais les risques de récession subsistent pour mi-2023, car le risque d'erreur politique reste très important. En Europe, nous nous attendons cet hiver à une récession tirée par le coût de la vie et l'inflation. Celle-ci sera plus profonde qu'initialement prévu et sera suivie d'une reprise peu vigoureuse.
- Le sens des modifications apportées aux perspectives d'inflation et de croissance diverge sur fond de dynamique stagflationniste.
- Les tensions prolongées sur le front géopolitique et le bras de fer entre les politiques budgétaire et monétaire contribuent à rendre incertaine l'issue économique finale, exacerbant ainsi la volatilité des données.

### **FONDAMENTAUX & VALORISATION**

- La correction brutale en cours a éliminé les excès de valorisation accumulés après le rallye estival. Il est toujours difficile de distinguer des points d'entrée à court terme.
- Les multiples des actions semblent davantage en phase avec l'environnement inflationniste actuel et les politiques monétaires restrictives, mais n'intègrent pas encore une récession, car les prévisions de bénéfices par action restent favorables.
- Les fondamentaux se dégradent par rapport au mois de septembre et la stagflation devrait alerter sur la rentabilité des entreprises.



### **FACTEURS TECHNIQUES**

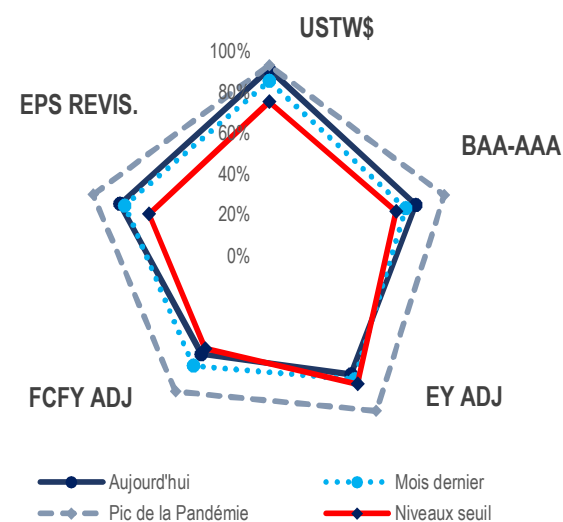
- Les facteurs techniques font ressortir un tableau fragile pour l'ensemble de l'univers multi-actifs. Les tendances des actifs sont très fragmentées et ne présentent aucune perspective de répit durable pour le marché. Les actions, les obligations d'État et le crédit restent peu attractifs en termes de suivi de tendances, mais les indicateurs de type « contrarian » interdisent toute réduction significative du risque et, de temps à autre, déclenchent des « short squeeze » violents.

### **SENTIMENT**

- Le sentiment de risque s'est fortement dégradé en septembre, et nos trois modèles affichent une forte aversion au risque. Les conditions financières se sont resserrées partout après la publication, en septembre, d'un IPC américain moins bon que prévu, tandis que l'USD et les indicateurs de concentration du risque continuent d'alimenter la probabilité d'exacerbation de l'aversion au risque dans nos modèles CAST et Indicateur de sentiment de marché, respectivement. Tout bien pesé, le pilier du sentiment de risque continue de suggérer qu'une allocation d'actifs défensive pourrait s'avérer nécessaire à court terme.

## ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

### L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) reste positif



Source : Amundi Institute, Données au 30 septembre 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque au T1, mais devient moins favorable depuis le T2. Les révisions des BPA sont passées en négatif en raison des craintes de récession et le dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à l'aversion au risque. La prime de risque crédit reste élevée et supérieure au seuil d'alerte, ce qui, dans l'ensemble, plaide pour un positionnement défensif sur les actifs risqués.

**Méthodologie :** nous tenons compte de cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

## MÉTHODOLOGIE

### — Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

### — Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épicentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

## POINTS CLÉS

**1 Inflation forte aux Etats-Unis, mais qui a probablement passé le pic — la Fed reste ferme**

- L'IPC du mois d'août a surpris à la hausse aux États-Unis. Il pourrait avoir passé son pic et nous nous attendons à ce que l'inflation globale américaine ralentisse depuis son sommet de 9 % pour revenir autour de 7,5-7,0 % au quatrième trimestre 2022, tout en restant sur une dynamique forte à court terme.
- Si les deux prochains relevés font état d'une inflation sous-jacente plus résistante que prévu, la Fed pourrait muscler son action pour éviter une remontée de l'inflation par la suite, ce qui augmenterait le risque d'un resserrement excessif.
- Dans un tel contexte, la Fed conservera sa posture restrictive afin de freiner l'inflation. Nous pensons qu'elle continuera à relever les taux de manière agressive pour amener son taux directeur final à 5,0 % en mars 2023.
- Les prévisions de rendement à douze mois des bons du Trésor américain à deux et dix ans ont été portées dans une fourchette de 4,3 à 4,5 % et de 3,9 à 4,1 % respectivement.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Prudence sur les actions.
- Sous-pondération des obligations américaines à dix ans indexées sur l'inflation et des obligations nominales de la zone euro.
- Neutralité sur les points morts d'inflation aux États-Unis.
- Préférence pour le crédit IG face au crédit HY.

**2 Entrée en récession de la zone euro fin 2022 sur fond de BCE restrictive**

- Notre scénario de base pour les cours du gaz fait peser un risque baissier sur la contraction attendue entre le troisième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023 et sur la reprise attendue à partir du deuxième trimestre 2023 qui pourrait s'avérer plus superficielle. Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB réel pour 2023 à -0,5 %.
- L'impact des mesures mises en place par les gouvernements nationaux pour compenser la crise énergétique sera limité par une politique monétaire stricte. Le soutien budgétaire ne devrait pas entièrement compenser le choc.
- Faute de modifications réglementaires, l'inflation dans la zone euro devrait s'accroître en automne-hiver, le pic n'étant pas encore atteint.
- La BCE a donc fortement durci le ton. Nous anticipons de nouvelles hausses de taux, avec un taux de dépôt final à 2,75 % d'ici mai 2023, sur fond de débats sur le resserrement quantitatif.
- Les rendements core souverains devraient poursuivre leur hausse. Nous avons relevé notre objectif de rendement du Bund à deux ans à 1,8-2,0 % sur un horizon de douze mois et celui du Bund à dix ans à 2,3-2,5 %.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Rester prudent sur les actifs de la zone euro. Nous préférons les États-Unis à la zone euro pour les actions et le crédit.
- Nous restons prudents vis-à-vis des obligations souveraines core.
- Côté devises, nous pensons que le dollar pourrait encore s'apprécier face à l'euro, peut-être jusqu'à 0,94 à court terme.

**3 Résultat des élections italiennes légèrement positif pour les marchés**

- La coalition de centre droit l'a emporté avec quelque 44 % des voix. Elle disposera de suffisamment de sièges pour former un gouvernement stable, mais pas assez pour voter des amendements constitutionnels, qui requièrent une majorité des deux tiers.
- Le nouveau premier ministre italien devrait être le leader du parti Fratelli d'Italia, Giorgia Meloni. Le gouvernement intérimaire de Mario Draghi va s'atteler à une partie du travail sur la loi budgétaire.
- Le nouveau gouvernement pourrait procéder à l'ajustement de certains chiffres des finances publiques et tenter de négocier une révision du PNRR. Il devrait s'en tenir aux objectifs budgétaires de l'UE et éviter tout conflit avec les institutions européennes en matière de politique économique.
- L'écartement récent des spreads semble dû à des facteurs externes, tels que la forte réévaluation des taux finaux de la BCE et la hausse des rendements core. Les facteurs techniques se sont améliorés et pourraient contribuer à compenser le durcissement de ton de la BCE.
- En ce qui concerne les actions, nous tablons sur un certain répit à court terme. Mais avant toute reprise structurelle, il faudra attendre d'en savoir plus sur la composition du gouvernement, sur la loi de finances 2023 et sur les éventuelles modifications du plan NGEU.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Il faut rester prudent sur la dette italienne, car la volatilité pourrait se maintenir à un niveau élevé.
- Pour ce qui est des actions italiennes, il convient de se concentrer sur les entreprises qui offrent une certaine visibilité sur leur croissance future et qui sont capables de résister en cas de forte inflation. Il faut également conserver une exposition équilibrée aux différents secteurs.

## POINTS CLÉS

**4** **Marché des changes : risque de rallye technique « short squeeze » et de forte volatilité**

- Les investisseurs spéculatifs et institutionnels ont pris des positions longues sur l'USD depuis mi-2021.
- Les positions longues sur le dollar sont nombreuses, tandis que l'euro, la livre sterling et le yen sont à leurs niveaux les plus bas depuis deux à cinq ans, mais nous sommes encore loin des plus bas historiques.
- Malgré le positionnement tendu sur les devises des pays du G4, un changement de perspective stratégique n'est pas encore à prévoir.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Exploiter tout allègement des positions courtes en devises pour renforcer la position longue sur le dollar américain, notamment face à l'euro, la livre sterling, le dollar canadien, la couronne suédoise et le dollar néo-zélandais.
- Le yen est la seule devise sur laquelle nous ne prendrions pas de position courte et pour laquelle nous percevons un risque haussier en fin 2022.
- Le yuan pourrait poursuivre sa dépréciation, car le ralentissement de la croissance des exportations chinoises, les différentiels de taux négatifs par rapport aux États-Unis et les tensions à Taiwan pourraient l'emporter sur les facteurs positifs, notamment l'anticipation d'un différentiel de croissance positif et la stabilisation des flux de portefeuille.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		Les principales préoccupations restent l'ampleur du resserrement monétaire de la Fed et la manière dont les bénéfices seraient affectés par un ralentissement de la croissance. La forte demande des consommateurs, la vigueur des marchés de l'emploi et l'amélioration des enquêtes auprès des consommateurs constituent autant de facteurs favorables pour les bénéfices des entreprises. Nous restons sélectifs et recherchons des entreprises qui rémunèrent les actionnaires sous forme de dividendes, de rachats d'actions, etc.
	Actions US Value	+		Le ralentissement à venir de la croissance souligne la nécessité de compléter les positions de style value par des entreprises moins cycliques qui présentent des caractéristiques de qualité et des marges durables. En revanche, les investisseurs devraient éviter les segments où les valorisations ne justifient pas le potentiel de bénéfices, notamment les secteurs de croissance chers.
	Actions US Croissance	-		Dans un contexte de hausses des taux et de répercussions sur le coût du capital, les actions dont la valorisation dépend fortement des flux de trésorerie à long terme pourraient être plus durement touchées. En outre, les valorisations actuelles de certains segments ne sont pas justifiées par les fondamentaux. Nous restons donc prudents, mais surveillons les segments tels que la croissance de qualité où les prix semblent raisonnables.
	Europe	--		Les incertitudes liées à la récession et la géopolitique nous incitent à rester prudents sur l'Europe dans un contexte de hausse du coût de la vie. L'Europe étant un marché cyclique, un ralentissement mondial est négatif pour les bénéfices européens. Toutefois, lorsque le ralentissement prendra fin, la région devrait être l'une des premières à en bénéficier. Nous restons attentifs à la résilience des bénéfices à long terme et à la solidité des bilans.
	Japon	=		Nous sommes neutres sur le Japon, compte tenu du ralentissement de la croissance mondiale (et donc des éventuelles répercussions sur les exportations) et des valorisations relativement attractives des marchés japonais.
	Chine	=	▼	Bien que les politiques monétaires et budgétaires soient accommodantes, les difficultés du secteur du logement et les confinements ponctuels liés au Covid affectent le revenu et les dépenses des ménages. Les moteurs à long terme, sous forme de croissance équilibrée de qualité élevée, sont en place.
	Marchés émergents hors Chine	=		Le contexte d'investissement des pays émergents est marqué par une combinaison de réalités idiosyncratiques nationales, de vents contraires mondiaux et de tensions géopolitiques. Aussi, si d'une part, nous voyons d'un bon œil les exportateurs de matières premières, tels que les EAU et le Brésil, nous sommes prudents vis-à-vis de pays tels que la Thaïlande, Taïwan et la Turquie. Notre positionnement reste globalement sélectif.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		La Fed a récemment revu à la baisse ses perspectives de croissance économique, mais a réaffirmé son intention de maîtriser l'inflation en relevant ses taux. Ceci, associé à des niveaux de rendement attractifs, nous amène à penser que les obligations peuvent offrir une certaine protection. Nous restons neutres sur la durée, avec un biais positif et un positionnement agile. Compte tenu de la récente flambée des rendements réels, nous surveillons également les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) à la recherche de points d'entrée.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		La solidité des bilans des entreprises, la bonne situation financière des ménages, le portage attractif et les valorisations nous incitent à préférer l'IG américain aux autres segments de crédit plus fragiles. Pour autant, nous cherchons à identifier les entreprises capables de résister au risque d'atterrissage brutal et de faire preuve de résilience en termes de bénéfices.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-	▼	La situation en termes de défauts semble maîtrisée pour l'instant, mais nous restons attentifs aux <i>spreads</i> , vu la détermination de la Fed à relever les taux pour juguler l'inflation, ce qui pourrait finir par avoir un impact sur la liquidité des entreprises qui génèrent peu de flux de trésorerie. Nous restons donc prudents et cherchons à trouver un équilibre entre rendement, liquidité et fondamentaux.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Malgré la détermination de la BCE à maîtriser les prix, les pressions économiques en Europe pourraient restreindre sa marge de manœuvre en matière de hausse des taux directeurs. Nous restons neutres sur les obligations souveraines des pays du cœur de l'Europe pour l'instant, tout en conservant une approche flexible et en recherchant des opportunités sur les différentes régions et courbes. En ce qui concerne la dette périphérique, nous sommes attentifs aux risques politiques et de fragmentation.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Le creusement récent des <i>spreads</i> semble refléter le resserrement monétaire, ainsi que les préoccupations liées à l'inflation et à la croissance, même si les fondamentaux des entreprises restent solides. Nous évitons les segments surendettés et recherchons plutôt des actifs de qualité dans le cadre d'une approche globalement neutre du crédit européen.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-	▼	Nous constatons une légère détérioration des conditions financières qui pourrait à terme entraîner une hausse des coûts de financement, notamment pour les émetteurs moins bien notés. Nous surveillons donc la liquidité, la situation des flux de trésorerie et les perspectives de défaut dans le cadre d'un positionnement globalement prudent.
	Govies Chine	=/+		La Chine est l'un des rares pays où la politique monétaire et budgétaire s'assouplit. Ceci, associé à l'avantage de diversification qu'offre la dette chinoise aux investisseurs internationaux et à un possible allègement à venir des restrictions sanitaires, nous permet de rester légèrement positifs.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Le resserrement des taux directeurs dans les pays développés exerce des tensions sur la dette des pays émergents, mais on observe de fortes disparités régionales. Nous percevons de la valeur dans le HY par rapport à l'IG, car il pourrait offrir une protection contre les hausses de taux de la Fed. Nous considérons favorablement les exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Mexique, Brésil) et de la région MENA (Bahreïn), mais nous ajustons cette position de manière très active.
	Émergents Dette en devise locale	=		La situation s'améliore, mais exige toujours une position légèrement prudente/neutre. Nous sommes sélectifs, avec une préférence pour les pays à fort potentiel de portage (Afrique du Sud, Brésil). Les devises des pays émergents resteront sous pression à court terme en raison du raffermissement du dollar.
AUTRES	Matières premières			Le ralentissement de la croissance mondiale et son impact sur la demande, notamment en Chine, ne sont pas favorables aux matières premières cycliques et au pétrole. Nous avons revu à la baisse notre objectif à 3 mois pour le WTI à 90 dollars le baril, mais les problèmes d'approvisionnement à long terme demeurent. La hausse des taux réels résultant du resserrement monétaire de la Fed augmente le coût d'opportunité lié à la détention d'or, ce qui exerce une pression sur son prix à court terme.
	Devises			La persistance de l'inflation sous-jacente aux États-Unis signifie qu'il est encore tôt pour que la Fed s'oriente vers un virage accommodant et pour que le dollar perde de son lustre. Nous nous attendons à ce que le dollar atteigne de nouveaux sommets dans les six prochains mois.

### LÉGENDE



Source : Amundi, au vendredi 3 octobre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émettrices libellées en devise forte/devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.



## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 30/09/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6,2	3,2	2,5	3,9	8,0	5,3
<b>Pays développés</b>	5,2	2,3	0,5	3,2	7,2	4,3
<b>États-Unis</b>	5,8	1,6	0,9	4,7	8,0	3,8
<b>Japon</b>	1,7	1,6	0,5	-0,2	1,9	0,3
<b>Royaume-Uni</b>	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,1	7,6
<b>Zone euro</b>	5,2	2,9	-0,5	2,6	8,4	6,3
<b>Allemagne</b>	2,6	1,5	-0,7	3,2	8,6	6,1
<b>France</b>	6,8	2,5	0,0	2,1	6,0	4,6
<b>Italie</b>	6,6	3,2	-0,5	1,9	7,9	5,6
<b>Espagne</b>	5,1	4,5	0,3	3,1	9,5	5,3

Source: Amundi Institute

- États-Unis** — Croissance: nous tablons toujours sur un atterrissage en douceur aux États-Unis, avec une période prolongée de croissance inférieure au potentiel pour 2023 et 2024. L'économie américaine devrait croître de 0,9 % en 2023 (1,1 % T4/T4) et de 1,3 % en 2024 (1,3 % T4/T4). Inflation: l'inflation globale a passé son pic aux États-Unis et devrait à présent ralentir progressivement, l'économie évoluant en dessous de son potentiel. L'inflation sous-jacente devrait atteindre son pic un peu plus tard, entre le troisième et le quatrième trimestre 2022, avant de diminuer progressivement, tout en restant supérieure à l'objectif. La Fed poursuivra son cycle de resserrement jusqu'à ce que les indicateurs d'inflation actuels et avancés pointent résolument dans la bonne direction.
- Zone euro** — Croissance: nous anticipons maintenant une récession un peu plus profonde en automne-hiver 2022-2023, suivie d'une reprise moins marquée qu'auparavant. Nous nous attendons à ce que l'économie de la zone euro se contracte de 0,5 % en 2023 avant de se redresser lentement pour atteindre 1,3 % en 2024. Inflation: nous confirmons notre prévision selon laquelle l'inflation devrait atteindre un pic légèrement inférieur à 10 % au quatrième trimestre 2022 pour ensuite décélérer vers 4 % au quatrième trimestre 2023. Les perspectives restent très incertaines, comme le soulignent l'actualité géopolitique récente en lien avec l'approvisionnement et les prix du gaz. La BCE reste dans une position difficile, puisqu'elle doit calibrer le durcissement de sa politique dans un contexte de stagflation.
- Royaume-Uni** — Croissance: nous continuons à tabler sur une légère récession au Royaume-Uni. L'économie devrait se contracter d'environ 0,5 % en 2023 et se redresser, avec une croissance de 1,3 % en 2024. Inflation: nous avons revu à la baisse nos projections du pic d'inflation pour 2022 et 2023, mais avons relevé nos prévisions pour l'inflation sous-jacente en 2024, car nous nous attendons à ce que le nouveau budget entraîne des pressions inflationnistes plus persistantes à moyen terme. Le train de mesures budgétaires récemment annoncé stimulera la demande dans ce pays où l'offre est limitée et devrait assurer un plancher pour la croissance, en revanche, il favorisera les pressions inflationnistes ce qui devrait contraindre la BoE à réagir de manière plus énergique.
- Japon**: le gouvernement a encore assoupli les conditions de déplacement depuis l'étranger en septembre. Les déplacements depuis la Chine continentale (qui représentaient 30 % des visiteurs avant la pandémie) ne sont toujours pas permis. Néanmoins, la consommation de services bénéficiera dans les prochains mois de la réouverture des frontières, de la reprise des subventions pour les voyages intérieurs et de la grande faiblesse du yen. Les prévisions d'inflation des ménages sont toujours à leur sommet historique. L'inflation sous-jacente devrait continuer à augmenter et dépasser l'objectif de 2 % de la BoJ au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. La BoJ devrait minimiser l'importance de ce dépassement et assure qu'il ne sera pas durable.

*Nota Bene: l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.*

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	06/10 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	3,13	5,00	4,50	5,00	4,50
<b>Zone euro</b>	0,75	2,50	2,64	2,75	2,98
<b>Japon</b>	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
<b>RU</b>	2,25	4,5	5,5	4,75	5,7

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>27 octobre</b>
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>28 octobre</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>2 novembre</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>3 novembre</b>

Source : Amundi Institute

- **Fed** : comme largement attendu, le FOMC a procédé en septembre à une troisième hausse consécutive de 75 points de base, portant le taux des Fed funds à 3,25 %. Ce durcissement supplémentaire est lié à la publication du Résumé des projections économiques qui a fait apparaître une augmentation étonnamment forte des projections du taux des Fed funds. En effet, le FOMC s'est engagé à effectuer des hausses énergiques dans un contexte de pressions inflationnistes persistantes dans une économie soutenue par un marché du travail très résilient et robuste. Au vu de la résilience de l'économie américaine, de la persistance de l'inflation et de la disposition de la Fed à entrer en territoire très restrictif, nous estimons désormais qu'il est très probable que la Fed poursuive son cycle haussier jusqu'à atteindre un taux final compris entre 4,75 % et 5 %.

- **BCE** : lors de sa réunion de septembre, la BCE a décidé à l'unanimité de relever ses trois principaux taux directeurs de 75 points de base, en raison des inquiétudes suscitées par le risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation. Compte tenu de l'inflation très élevée, celle-ci étant déterminée à anticiper les hausses de taux pour une normalisation rapide des taux directeurs. Le scénario de référence de la BCE prévoit une stagnation au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 plutôt qu'une récession. Nous nous attendons à ce que la BCE maintienne une attitude restrictive et qu'elle augmente encore ses taux lors des prochaines réunions.

- **BoJ** : la banque centrale japonaise a maintenu ses politiques et orientations inchangées en septembre, résistant aux pressions résultant du durcissement énergétique des politiques monétaires à l'étranger et de la forte dépréciation du yen. Peu après, le ministère des Finances a dépensé 2 800 milliards de yens en interventions sur le marché des changes après lesquelles la BoJ a poursuivi ses achats de JGB, signalant ainsi clairement aux marchés qu'elle entend défendre sa politique de contrôle de la courbe des taux et sa politique monétaire ultra-accommodante. Nous n'anticipons aucun changement dans l'avenir prévisible, car la banque centrale semble vouloir gagner du temps, en attendant que les taux américains plafonnent et réduisent automatiquement l'écart de taux.

- **BoE** : la dernière réunion de la BoE n'a réservé aucune surprise en matière de politique monétaire, car les marchés avaient anticipé la forte probabilité d'une augmentation de 75 points de base au lieu des 50 points de base annoncés. En parallèle, le Comité de politique monétaire a soutenu à l'unanimité le lancement du resserrement quantitatif. Toutefois, le train de mesures budgétaires plus important que prévu annoncé après la réunion signifie que la banque centrale sera contrainte de réagir par une hausse des taux plus importante que prévu, avec à la clé une hausse du taux final. En même temps, la BoE est intervenue en annonçant des opérations temporaires d'achat de Gilt à long terme afin de stabiliser le marché.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 30/09/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6,2	3,2	2,5	3,9	8,0	5,3
<b>Pays émergents</b>	6,9	3,8	3,8	4,4	8,6	5,9
<b>Chine</b>	8,1	2,9	5,2	0,9	2,2	2,3
<b>Brésil</b>	4,6	3,1	1,4	8,3	9,4	4,6
<b>Mexique</b>	4,8	2,3	0,7	5,7	8,0	5,9
<b>Russie</b>	4,7	-3,3	-1,5	6,7	13,9	7,5
<b>Inde</b>	9,1	7,3	5,7	5,1	6,8	6,1
<b>Indonésie</b>	3,7	5,2	4,5	1,6	4,5	5,5
<b>Afrique de Sud</b>	5,5	1,7	1,1	4,6	6,9	5,8
<b>Turquie</b>	11,9	5,3	3,0	19,4	71,7	30,6

Source : Amundi Institute

- Chine :** les indicateurs avancés, notamment les ventes de logements et la mobilité, se sont améliorés vers la fin du mois de septembre, grâce au relâchement partiel des restrictions sanitaires. Celles-ci devraient rester strictes en octobre, car les administrations locales sont en train de renforcer les mesures à la veille du 20e Congrès du Parti (16 au 22 octobre). Toutefois, l'essentiel de ce resserrement supplémentaire sera probablement abandonné en novembre, ouvrant la voie à une reprise modérée. L'IPC reste contenu en dessous de 3 %, car les prix du porc et de l'énergie ont atteint un plateau. Les perturbations répétées dans le secteur des services en raison des restrictions sanitaires ont également permis de limiter l'inflation sous-jacente.
- Indonésie :** la BI a relevé ses taux de 50 points de base (pb) en septembre (le consensus et nous-mêmes avions anticipé une hausse de 25 pb). Si la surprise a porté sur l'ampleur de la hausse, il convient de souligner que l'inflation globale pour septembre, qui est passée de 4,7 % en glissement annuel à 5,9 %, a intégré la réduction des subventions déployées au début du mois de septembre. Compte tenu de ces éléments, nous nous attendons à ce que l'inflation s'oriente à la hausse au quatrième trimestre 2023, pour s'approcher de 7,0 %, ce qui forcerait la BI à de nouvelles hausses légèrement supérieures à ce que nous prévoyions jusqu'ici : 100 pb en perspective avec un assouplissement possible d'ici la fin de l'année prochaine.
- PECO4 :** les répercussions inflationnistes de la crise énergétique ont commencé à affecter la croissance et devraient s'intensifier. Ces pays auront du mal à échapper à une récession, ne serait-elle que technique. De plus, les pays les plus exposés économiquement ou politiquement à l'Europe et dépendant de la disponibilité des fonds européens (comme la Hongrie et la Pologne) subissent et subiront des pressions importantes sur leur monnaie, ce qui les pénalisera davantage. Même si les banques centrales ont atteint ou sont sur le point d'atteindre la fin de leur cycle de hausse, nous ne pouvons pas nous attendre à une baisse des taux dans un avenir proche compte tenu du niveau élevé de l'inflation, des incertitudes sur les anticipations d'inflation et du durcissement opéré par les principales banques centrales, à savoir la Fed et la BCE.
- Turquie :** alors que l'inflation atteint des sommets (près de 85 % sur douze mois) et que la plupart des banques centrales resserrent leur politique monétaire, la CBRT a de nouveau abaissé son taux de 100 pb à 12 %, entraînant une nouvelle chute de la devise. Nous pensons que la CBRT pourrait aller encore plus loin, car elle ne semble pas tellement s'inquiéter de la dépréciation de sa monnaie. Toutefois, le seuil de 20 TRY/USD pourrait marquer la fin de l'assouplissement. Alors que l'on s'attend à une récession dans la zone euro, la Turquie pourrait connaître une croissance de 3 % sur douze mois en 2023 grâce à la croissance du crédit et à une politique budgétaire très souple, notamment à la veille des prochaines élections.

*Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.*

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	06-10 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Inde</b>	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
<b>Brésil</b>	13,75	13	13,75	10,50	12,20
<b>Russie</b>	7,50	7,00	7,40	6,50	7,25

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 octobre</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>28 octobre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>7 décembre</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>7 décembre</b>

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** la PBoC a maintenu ses taux directeurs inchangés en septembre après les baisses surprises du mois précédent. Elle a, en revanche, intensifié son soutien au secteur vacillant du logement, en réduisant de 15 points de base le taux immobilier du fonds de prévoyance logement pour les primo-accédants et en autorisant les banques de certaines régions à réduire le taux plancher des prêts immobiliers. Compte tenu de la politique zéro covid et du ralentissement du marché immobilier qui pèsent sur l'économie, nous pensons que la banque centrale va poursuivre sa politique monétaire accommodante. Les éventuelles baisses de taux supplémentaires dépendront du niveau de stabilisation des ventes de logements.
- RBI (Inde) :** comme attendu, la RBI a de nouveau relevé ses taux directeurs de 50 points de base en septembre, pour les porter à 5,9 %. La RBI poursuit depuis mai 2022 son action d'anticipation afin de maintenir les prévisions d'inflation sous contrôle. Elle intervient également pour limiter la dépréciation de l'INR face à la dégradation des conditions extérieures. En effet, au deuxième trimestre 2022, le déficit de la balance courante a atteint près de 3,0 % du PIB. Nous pensons que l'inflation restera supérieure à 6 % jusqu'à la fin du premier trimestre 2023, puis qu'elle se modérera lentement pour passer sous la fourchette supérieure de 6 %. La RBI devrait augmenter ses taux de 25 points de base supplémentaires, portant le taux des mises en pension à 6,15 %.
- BCB (Brésil) :** première BC des ME à finir son cycle de hausse. Pendant que la Fed continue d'anticiper les hausses pour calmer l'économie et le marché du travail, la BCB semble avoir achevé son cycle mené tambour battant pendant un an et demi et au cours duquel elle a relevé ses taux de près de 12 points de pourcentage pour finir à 13,75 %. Mais, la décision de mettre fin à ce cycle haussier est loin de ressembler aux autres décisions. C'est, en effet, la première décision à ne pas être unanime (7-2) depuis 2016 et celle-ci s'est accompagnée d'une déclaration parsemée de propos restrictifs. Concrètement, le COPOM a donné l'impression qu'il s'agissait plutôt d'une pause, ce dernier déclarant qu'il « n'hésiterait pas à relancer le cycle de resserrement » si nécessaire et qu'il resterait attentiste « pendant une période suffisamment longue ».
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau abaissé son taux directeur de 50 pb le 16 septembre pour le ramener à 7,5 %. L'ampleur de cette réduction est en phase avec les attentes du marché. Les principales raisons de cette réduction sont la baisse de l'inflation et la faiblesse de la demande des consommateurs. Le message de la CBR semble plutôt équilibré (biais de réduction moindre), faisant référence aux risques liés à l'orientation de la politique budgétaire et à la réaction des marchés extérieurs. Nous anticipons une nouvelle baisse de 50 pb dans les 6 prochains mois et éventuellement de 50 pb supplémentaires par la suite, ce qui porterait le taux directeur de la CBR à environ 6,5 % sur un horizon de 12 mois.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

30 septembre 2022

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	1,6	0,9	4,7	8,0	3,8
Japon	1,7	1,6	0,5	-0,2	1,9	0,3
Zone euro	5,2	2,9	-0,5	2,6	8,4	6,3
Allemagne	2,6	1,5	-0,7	3,2	8,6	6,1
France	6,8	2,5	0,0	2,1	6,0	4,6
Italie	6,6	3,2	-0,5	1,9	7,9	5,6
Espagne	5,1	4,5	0,3	3,1	9,5	5,3
Royaume-Uni	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,1	7,6
Chine	8,1	2,9	5,2	0,9	2,2	2,3
Brésil	4,6	3,1	1,4	8,3	9,4	4,6
Mexique	4,8	2,3	0,7	5,7	8,0	5,9
Russie	4,7	-3,3	-1,5	6,7	13,9	7,5
Inde	9,1	7,3	5,7	5,1	6,8	6,1
Indonésie	3,7	5,2	4,5	1,6	4,5	5,5
Afrique du Sud	5,5	1,7	1,1	4,6	6,9	5,8
Turquie	11,9	5,3	3,0	19,4	71,7	30,6
Pays développés	5,2	2,3	0,5	3,2	7,2	4,3
Pays émergents	6,9	3,8	3,8	4,4	8,6	5,9
Monde	6,2	3,2	2,5	3,9	8,0	5,3

### Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	6 oct 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	3,13	5,00	4,50	5,00	4,50
Zone euro	0,75	2,50	2,64	2,75	2,98
Japon	0,00	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Royaume-Uni	2,25	4,50	5,50	4,75	5,7

Pays émergents

	6 oct 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
Brésil	13,75	13,00	13,75	10,50	12,20
Russie	7,50	7,00	7,40	6,50	7,25

### Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	6 oct 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	4,19	4,50/4,70	4,23	4,30/4,50	4,20
Allemagne	1,78	1,80/2,00	1,85	1,80/2,00	1,73
Japon	-0,07	-0,10/0,00	-0,04	-0,10/0,00	-0,03
Royaume-Uni	4,13	3,90/4,10	4,34	3,90/4,10	4,50

Taux 10 ans

	6 oct 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,80	4,00/4,20	3,80	3,90/4,10	3,80
Allemagne	2,08	2,30/2,50	2,11	2,30/2,50	2,12
Japon	0,25	0,10/0,30	0,33	0,10/0,30	0,41
Royaume-Uni	4,20	3,70/3,90	4,22	3,70/3,90	4,26

### Prévisions de change

	23 sept 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023	Amundi T3 2023	Consensus T3 2023		23 sept 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023	Amundi T3 2023	Consensus T3 2023
EUR/USD	0,97	0,92	1,02	1,02	1,05	EUR/SEK	10,95	11,02	10,53	10,67	10,40
USD/JPY	143	137	134	127	130	USD/CAD	1,36	1,40	1,29	1,30	1,26
EUR/GBP	0,89	0,90	0,86	0,89	0,87	AUD/USD	0,65	0,62	0,70	0,69	0,72
EUR/CHF	0,95	0,91	0,97	0,97	0,99	NZD/USD	0,57	0,53	0,62	0,60	0,65
EUR/NOK	10,30	10,38	9,85	9,94	9,70	USD/CNY	7,13	7,20	6,92	6,60	6,90

Source: Amundi Institute

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



**Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

**Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



**Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)**

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

**Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



**Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)**

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

**Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)**

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

### COMPASS



**Global foreign exchange regime faces winds of change (30-09-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

### INSIGHTS PAPERS



**Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



**UK market turmoil points towards further volatility in global currencies (28-09-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - Amundi Institute - CROSNIER Laurent, Global Head of FX - USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist - Amundi Institute

**Italy election: no major surprise from the polls, maybe positive for markets (27-09-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - FERRARESE Elena, Head of Italian Equity - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**20-21 September FOMC meeting: the move into restrictive territory (23-09-2022)**

Jonathan DUENSING, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy - Alessia BERARDI, Head of Emerging Macro & Strategy Research, Amundi Institute

**ECB meeting: bold rate hike; watch out for more to come (13-09-2022)**

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

**Reassessing the view on Europe: hot questions for investors (13-09-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### WORKING PAPERS



**Fast Filtering with Large Option Panels: Implications for Asset Pricing (04-10-2022)**

DUFAYS Arnaud, EDHEC - JACOBS Kris, Bauer College of Business, University of Houston - LIU Yuguo, University of Houston - ROMBOUTS Jeroen V.K., ESSEC Business School, France

**Real-Time Macro Information and Bond Return Predictability: A Weighted Group Deep Learning Approach (22-09-2022)**

FAN Yinghua, City University of Hong Kong - FENG Guanhao, City University of Hong Kong - FULOP Andras, ESSEC Business School, Paris-Singapore - LI Junye, Fudan University

**Altruism or Self-Interest? ESG and Participation in Employee Share Plan (19-09-2022)**

Marie BRIERE, Head of Investor Intelligence and Academic Partnerships, Amundi Institute - Maxime BONELLI, HEC Paris - François DERRIEN, HEC Paris

### INVESTMENT OUTLOOK



**H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUE Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### ASSET CLASS VIEWS



**Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 6 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 10 octobre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

**BERARDI Alessia**, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

**BERTONCINI Sergio**, *Stratégiste Senior Taux*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**CESARINI Federico**, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *Spécialiste communication*

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PERRIER Tristan**, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PORTELLI Lorenzo**, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

**USARDI Annalisa**, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**STRIGO Sergei**, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*

**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*