

Institute

Mai  
2023

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

THÈME DU MOIS

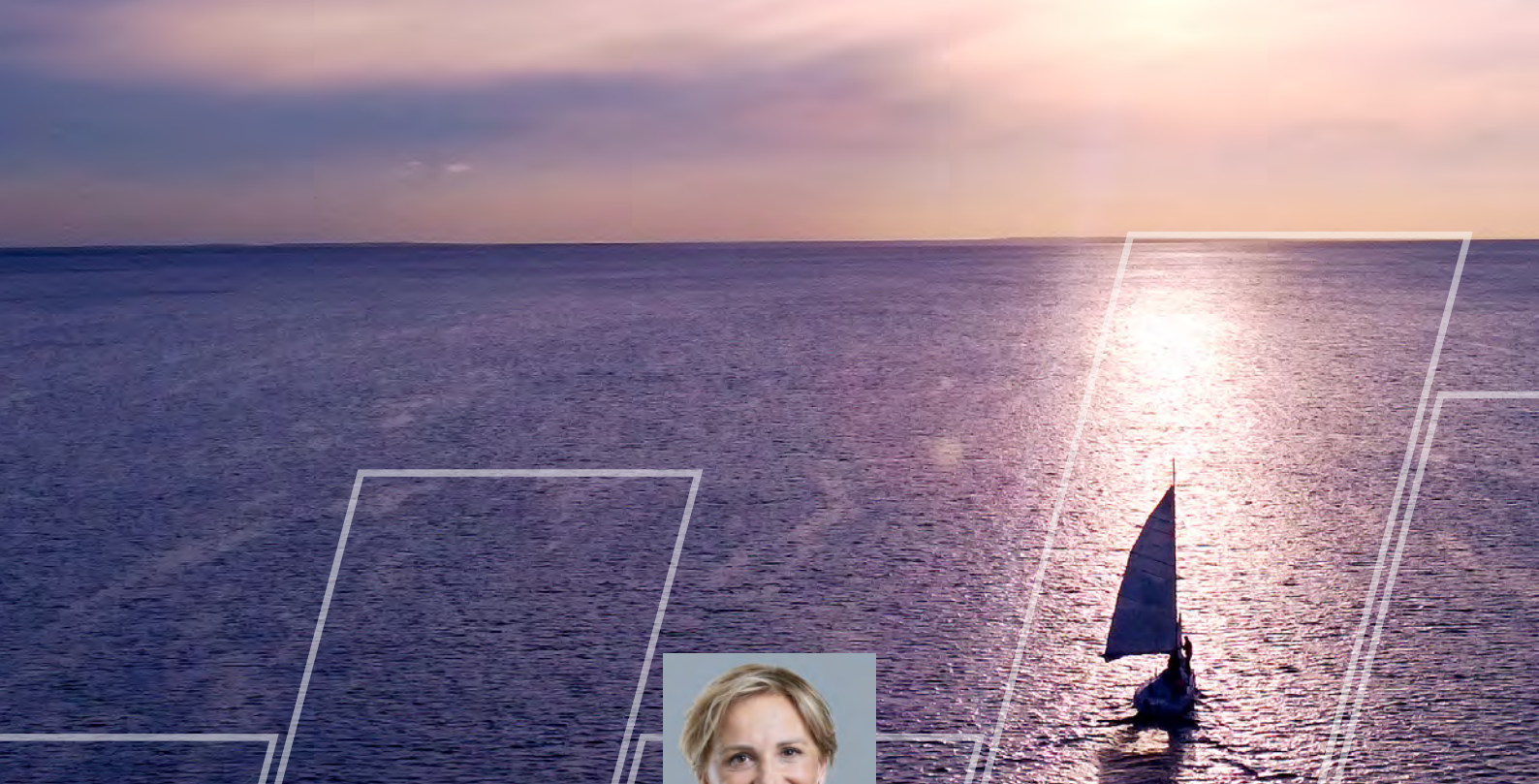
Principaux enseignements des réunions de printemps  
du FMI

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Ne pas changer de cap dans l'immédiat

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute

*“Les marchés sous-estiment les risques cycliques, alors qu’une récession américaine est de plus en plus probable.”*



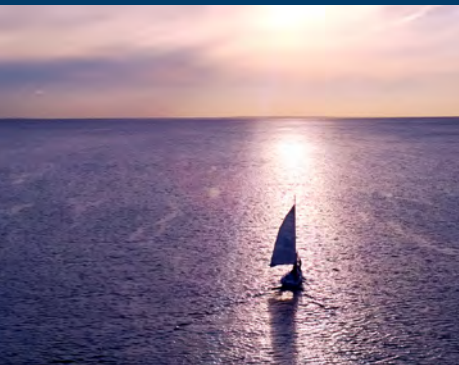
**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe

*“Au vu de l’inflation toujours au-dessus de l’objectif, et alors que les cours des actifs risqués intègrent trop d’optimisme, mieux vaut se tenir à l’écart des segments les plus chers des actions et du crédit.”*



**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

*“Le rallye actuel nous semble fragile compte tenu des risques pour les bénéfiques et les marges. Il faut se concentrer sur les actifs de qualité et maintenir les protections.”*



Mai 2023

# Sommaire



## THÈME DU MOIS

4

Principaux enseignements des réunions de printemps du FMI

## MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE

6

**Focus macroéconomique**

7

**Marchés émergents**

8

**Aperçus macroéconomiques**

9

**Observatoire des banques centrales**

10

**Géopolitique et politique**

11

**Scénarios et risques**

12

**Modèles Amundi Institute**

13

**Graphiques mensuels clés**

14

**Matières premières et devises**

16

## GLOBAL INVESTMENT VIEWS

17

**Vues des CIO**

18

Ne pas changer de cap dans l'immédiat

**Trois questions d'actualité**

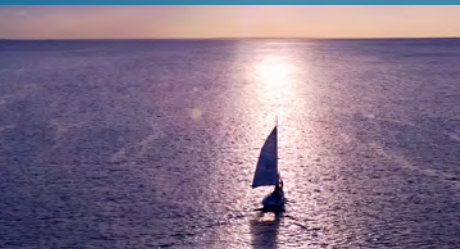
20

**Allocation d'actifs Amundi**

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

25





# Principaux enseignements des réunions de printemps du FMI

**PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS :** le moral des investisseurs est morose, sans être excessivement baissier. Resserrement du crédit oblige, notre vision de la croissance américaine est plus sombre que celle du FMI, mais nous sommes plus optimistes sur la Chine. Cela plaide pour la prudence et la recherche d'opportunités dans les émergents. Des signes de complaisance envers l'Europe sont perceptibles, mais les débats se sont concentrés sur la fragmentation géoéconomique, sur le besoin de mesures de gestion des crises et sur la sécurisation du développement de l'intelligence artificielle.

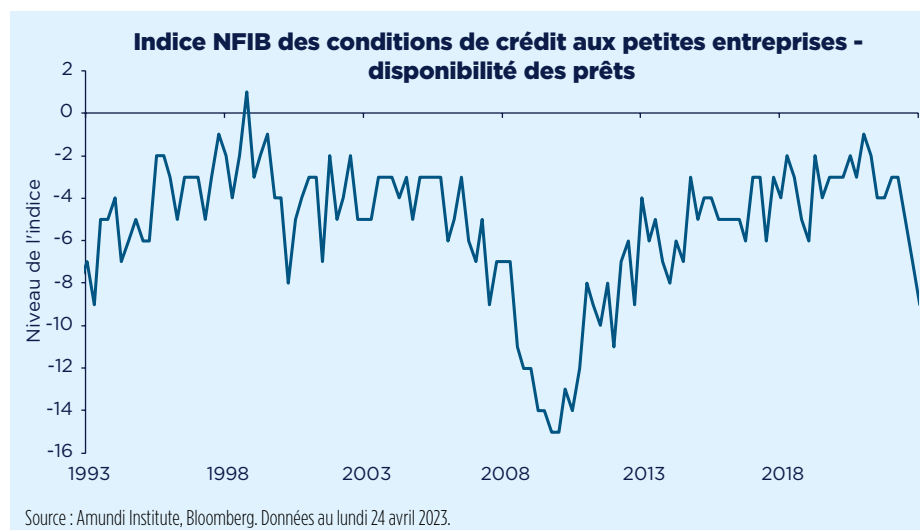


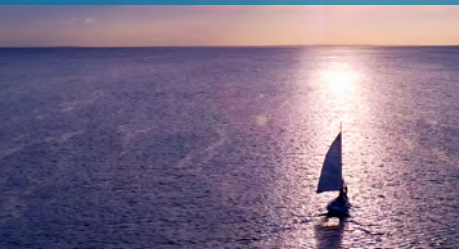
**Monica DEFEND**

Directrice d'Amundi Institute

L'économie mondiale a fait preuve de résilience et reste sur de bons rails malgré une difficile séquence de quatre années de crises. **Un ralentissement supplémentaire est attendu cette année et l'année prochaine**, malgré le rebond chinois consécutif à la réouverture économique du pays qui, pour l'instant, ne s'est pas propagé à ses partenaires commerciaux. **L'inflation devrait persister plus longtemps au-dessus des objectifs des banques centrales.** Notre scénario central est globalement en ligne avec celui « plausible » envisagé par le FMI. La principale différence est qu'environ la moitié de la croissance mondiale attendue en 2024 par le FMI devrait provenir de Chine et d'Inde, alors que 90 % des pays développés connaîtront un ralentissement. **Nous anticipons un creusement de l'écart entre développés et émergents**, sous l'effet d'une récession aux États-Unis et d'une accélération en Chine. De plus, **aucune spirale haussière des salaires n'est attendue.** Les banques centrales devront donc maintenir le cap et relever leurs taux pour lutter contre l'inflation et ancrer les anticipations, les risques pour la stabilité financière étant, pour leur part, traités au moyen d'outils macroprudentiels. Seul un risque systémique obligerait les banques centrales à baisser leurs taux : un discours ferme, mais qui ne suffit pas à faire changer d'avis le marché.

**Ces perspectives devraient peser sur les marchés du crédit**, en particulier en seconde partie d'année. Une détérioration du crédit est déjà visible aux États-Unis, où les conditions de prêt aux petites entreprises se sont rapidement dégradées pour atteindre leur pire niveau en dix ans. Pour l'heure, le peu d'activité sur le marché primaire, notamment sur le HY, a occulté ces difficultés, mais les choses pourraient changer au cours du S2, lorsque de plus en plus d'entreprises mal notées testeront le marché pour refinancer le mur des échéances de 2024-25. Les politiques budgétaires et monétaires devront évoluer de concert, des mesures sociales étant nécessaires pour protéger les plus vulnérables contre les hausses de taux d'intérêt.





**“Nous sommes confrontés à une trinité impossible, où une croissance robuste du PIB, une inflation conforme à la cible et la stabilité financière ne peuvent coexister.”**

Par conséquent, **la soutenabilité de la dette** peut être menacée en raison de l'endettement élevé, de la hausse des taux et du ralentissement de la croissance. Ce point sera essentiel, en particulier pour les économies à revenu faible ou intermédiaire, dont quelque 15 % sont classées comme en situation de surendettement, tandis que 45 % présentent un risque élevé et que certaines ne sont pas éligibles au cadre commun, comme cela a été le cas pour le Sri Lanka. De plus, **la Chine a l'ambition de devenir un créancier à l'échelle mondiale**. Elle est, en effet, de plus en plus impliquée dans des accords bilatéraux visant à accorder des crédits à de nombreux pays. Elle a la capacité de conclure de tels accords très rapidement et ce, semble-t-il, sans aucune conditionnalité. **Les pays émergents seront donc de plus en plus surveillés. Pour résumer, nous sommes confrontés à une trinité impossible, où une croissance robuste du PIB, une inflation conforme à la cible et la stabilité financière ne peuvent coexister.**

En ce qui concerne les **relations internationales**, les dividendes de la paix semblent s'être dissipés et la mondialisation est remplacée par la relocalisation dans des pays proches ou amis, ce qui représente une réelle opportunité pour des régions telles que l'Amérique latine. Cependant, tous les pays n'avancent pas au même rythme, certains étant davantage préoccupés par des questions de politique intérieure. La dégradation des relations (en constante évolution) entre les États-Unis et la Chine est également un élément clé. La Chine devient moins enthousiaste à nouer des relations commerciales avec les pays favorables aux États-Unis tandis que ces derniers tentent d'affaiblir progressivement l'économie chinoise.

Enfin, **les nouvelles technologies** telles que l'intelligence artificielle (IA) changeront la donne, rééquilibrant les pouvoirs. Les gouvernements devront suivre l'évolution de la situation, car elle est rapide et peut se dérouler sous couvert, comme le montrent certains aspects de la guerre entre l'Ukraine et la Russie sur le front des communications.

### Conséquences pour l'investissement

Dans l'ensemble, **le climat du marché est moins négatif qu'en octobre**, même si l'incertitude reste élevée. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que **les marchés anticipent trop de baisses des taux de la Fed en 2023**, ce qui confirme notre opinion positive sur la durée aux États-Unis. La détérioration du crédit et l'opinion encore trop optimiste des marchés sur les résultats des entreprises invitent à la prudence sur les actifs risqués.

Concernant les **matières premières**, le prix du Brent est attendu à 90 dollars par baril en moyenne cette année après la réduction de production de l'OPEP+, mais il pourrait remonter ensuite, faute de plan exhaustif de remplacement des approvisionnements en pétrole et en gaz en Europe, la transition énergétique nécessitant du temps. Il est peu probable que la Russie revienne à son niveau de production d'avant-guerre. Plus généralement, les prix des matières premières devraient augmenter à moyen terme en raison du sous-investissement dans de nombreux pays.

#### Amundi Institute vs. FMI

- Nous tablons sur un **ralentissement du PIB américain** dans un contexte de persistance de l'inflation élevée, compliquant la tâche de la Fed et augmentant l'incertitude sur les marchés.
- Nous sommes **plus optimistes sur la Chine**, mais les autres pays exportateurs ne seront positivement impactés que lentement compte tenu du niveau élevé des stocks.
- Nous anticipons une **détérioration des conditions de crédit** plus tard dans l'année.

#### Conséquences pour les investisseurs

- **La volatilité des obligations devrait rester élevée**, dans un contexte où les marchés d'actions semblent sous-estimer la récession en cours des bénéfices.
- Préférence pour les **actions chinoises**, mais il faut commencer à chercher des points d'entrée en Asie et dans les ME exportateurs.
- Rester **prudent sur le crédit et sélectif sur les obligations des ME**, car la liquidité du marché pourrait se dégrader plus tard dans l'année ; explorer les opportunités de diversification dans les matières premières.

Source : Amundi Institute, au lundi 24 avril 2023.



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



# Les rendements réels des obligations vont-ils redescendre ?



**Mahmood PRADHAN**

Responsable Macroéconomie -  
Amundi Institute

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

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

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

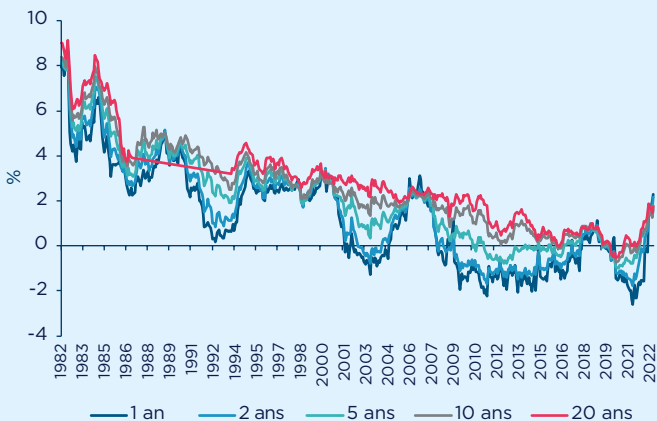
En même temps, ceux qui doutent d'une baisse des rendements réels peuvent mettre en avant la nécessité d'investir plus pour assurer la transition énergétique, l'augmentation des dépenses de défense dans un monde géopolitiquement fragmenté et le coût du service d'une dette publique élevée. D'aucuns s'inquiètent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

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

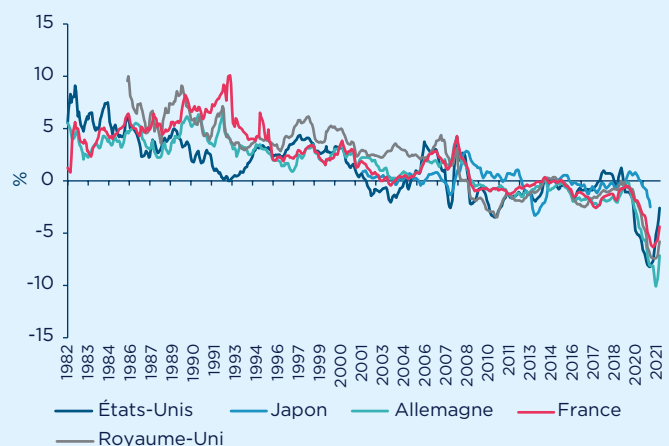
**L'impact de la transition énergétique dépendra de la manière dont elle sera financée.** Par exemple, le recours à des taxes carbone plus élevées pour décourager l'utilisation des combustibles fossiles permettrait de limiter l'impact de la transition sur les finances des gouvernements. Parallèlement,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

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

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



Taux réels à CT ex post dans certains MD



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

**Alessia BERARDI**

Responsable des Marchés  
Émergents, Recherche Stratégie  
Macroéconomique - Amundi Institute



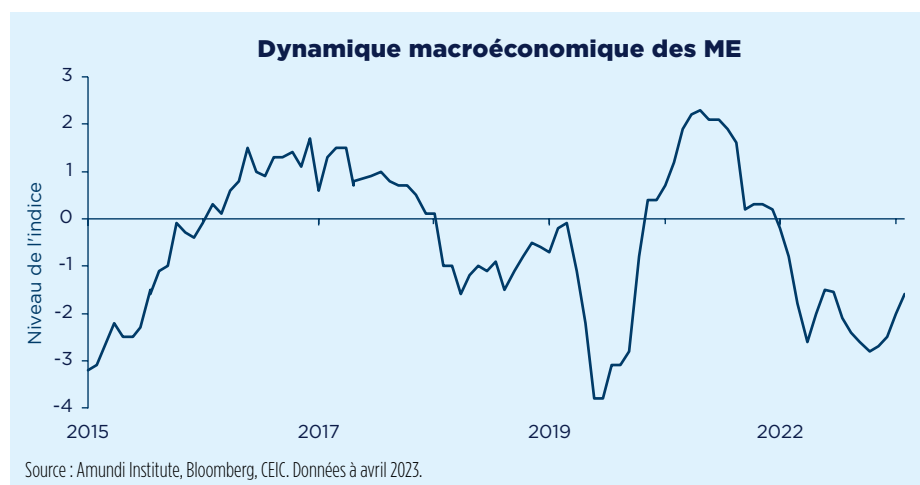
## Répit à court terme pour les marchés émergents

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

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

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

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







## Aperçus macroéconomiques



Le resserrement rapide de la Fed commence à avoir un impact sur l'économie des États-Unis et nous nous attendons à ce que la conjoncture se détériore de manière sensible, via un affaiblissement significatif de la consommation et de l'investissement. La pénurie de crédit devrait peser sur la croissance et déterminer l'ampleur de la récession, tandis que l'inflation devrait persister, du moins à court terme. La récession et la croissance inférieure au potentiel contribueront à rapprocher l'inflation sous-jacente de la cible à l'horizon de prévision.



Malgré une légère révision à la hausse de nos prévisions de croissance – principalement en raison d'un T1 meilleur que prévu et d'effets d'acquis – nous prévoyons une activité très faible dans la zone euro, surtout en raison du resserrement des conditions financières et de la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis. Bien que la réouverture de la Chine apporte un soutien, elle ne pourra pas totalement compenser l'effet du frein américain. L'inflation sous-jacente persistante pèsera sur la consommation et obligera la BCE à poursuivre son resserrement.



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



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



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



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



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



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

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

## Marchés développés

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

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

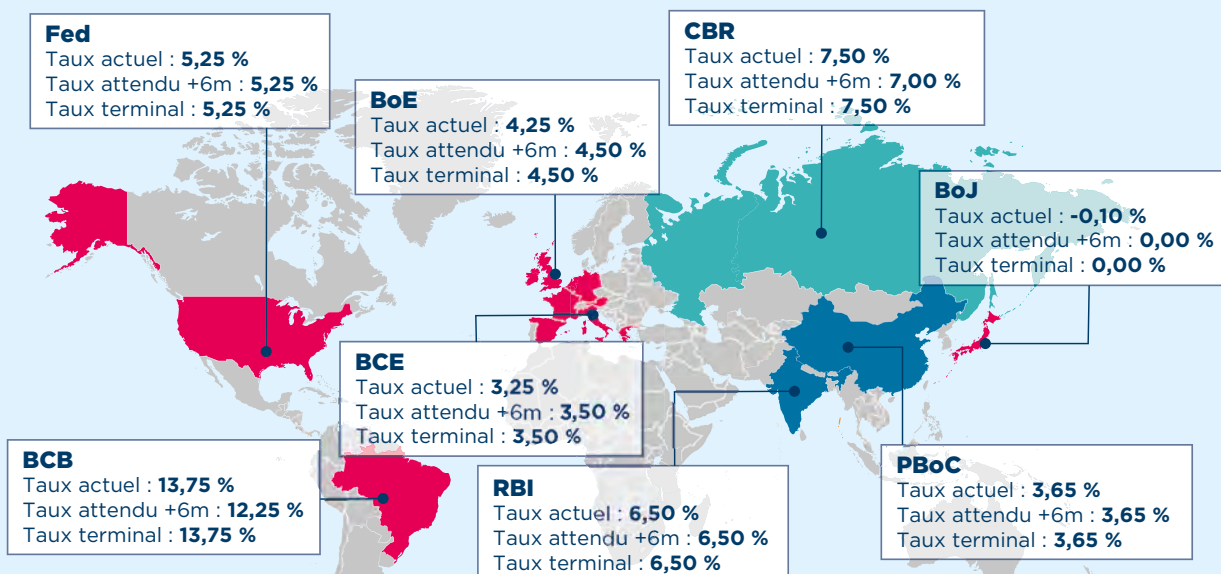
**La BCE ne s'est pas engagée à monter de nouveau ses taux, mais Christine Lagarde a été claire : « l'inflation est attendue à un niveau trop élevé pendant trop longtemps ».** La BCE s'inquiète de la forte diffusion des prix élevés de l'énergie au reste de l'économie. Nous confirmons notre anticipation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

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

## Marchés émergents

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

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



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

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



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



**Anna ROSENBERG**

Responsable Géopolitique -  
Amundi Institute

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

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

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



## Le spectre du défaut américain refait surface



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la  
Recherche sur les politiques  
macroéconomiques -  
Amundi Institute

**tomne et peut-être dès juin.**

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

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


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

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

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

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

# Scénario central et scénarios alternatifs

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

## Risques pesant sur le scénario central

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

Source : Amundi Institute, au jeudi 20 avril 2023. MD = marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. EUR : Euro. CHF : franc suisse. JPY : yen japonais. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation.

# Indice des conditions financières américaines (ICF)



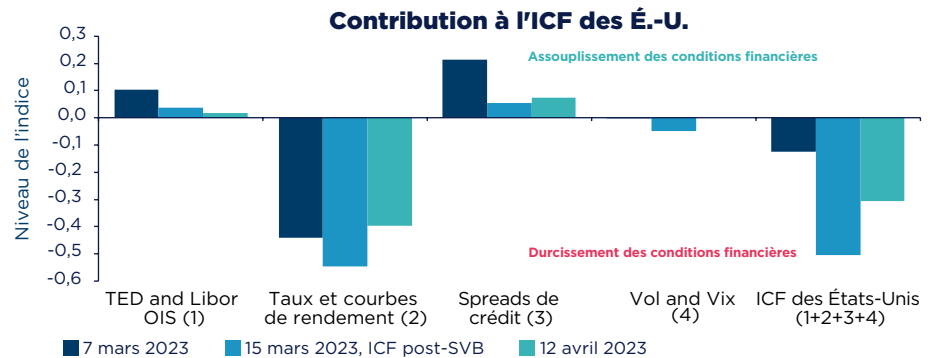
**Lorenzo PORTELLI**

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

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

## À quoi sert le modèle ?

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

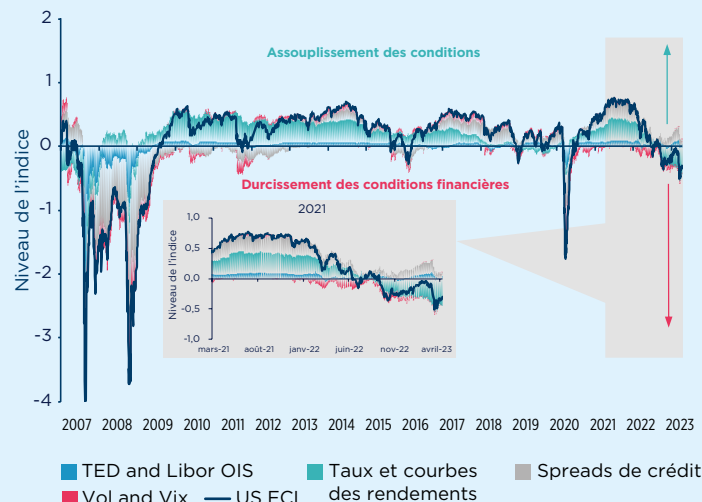


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 12 avril 2023.

## Quels sont les signaux actuels :

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

## États-Unis : ICF et composantes par catégories



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

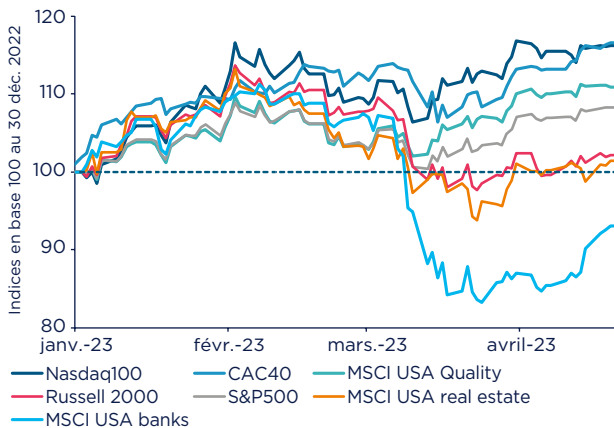
# Les marchés d'actions en graphiques

## Marchés développés

### Miser sur la qualité pour garder l'avantage

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

#### Sélection d'indices d'actions

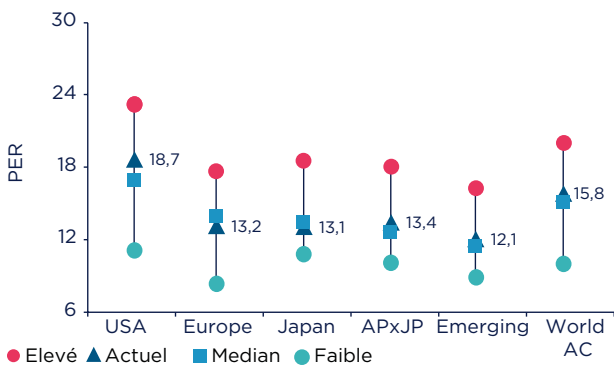


Source : Amundi Institute, Datastream. Données au jeudi 20 avril 2023.

### Le marché américain redevient cher

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

#### PER forward à 12 mois depuis 2011, indices MSCI



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



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

**Éric MIJOT**

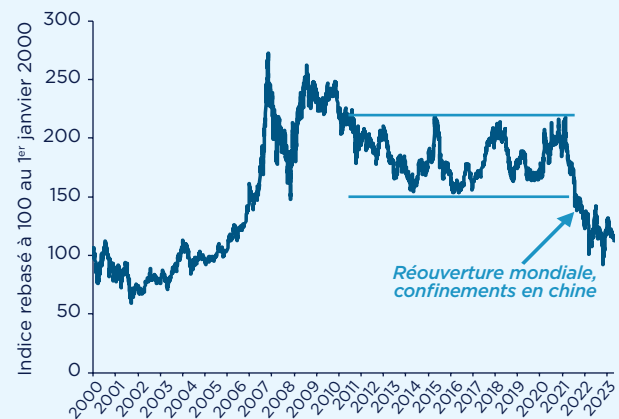
Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

## Marchés émergents

### Les actions chinoises conservent du potentiel

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

#### MSCI China vs. MSCI World AC



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

### Les résultats vont rebondir en Chine

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

#### BPA du MSCI China (HKD)



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

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



**Alessia BERARDI**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

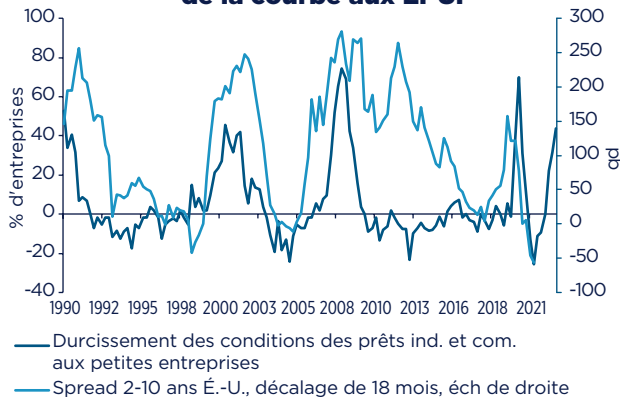
# Les marchés obligataires en graphiques

## Marchés développés

### Conditions de prêt : en avance sur la courbe

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

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

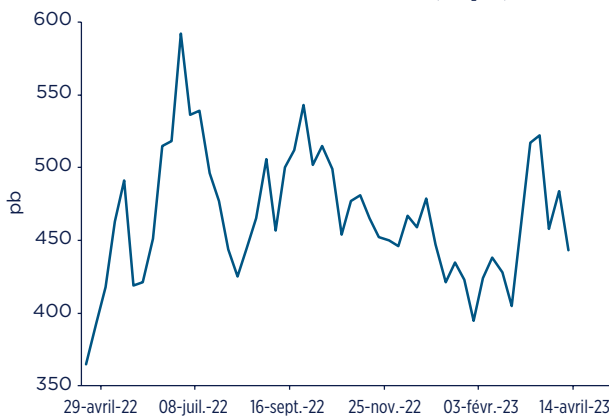


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 20 avril 2023.

### Les spreads HY se resserrent de nouveau

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

**HY É.-U. - OAS souv. (in pb)**



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



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

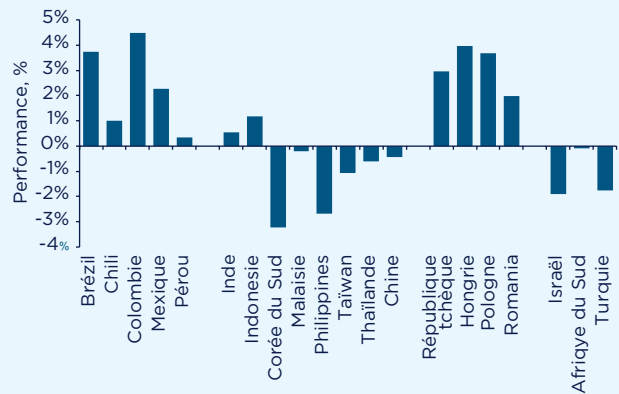
**Valentine AINOUCZ**  
Responsable de la Stratégie Taux  
- Amundi Institute

## Marchés émergents

### EX FX recovering thanks to USD depreciation

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

**Devises des ME vs USD, perf. sur un mois**

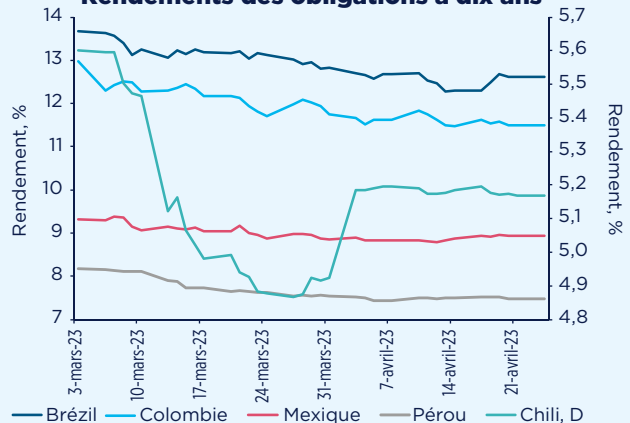


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 24 avril 2023.

### Rendements LatAm (devises locales) : baisse

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

**Rendements des obligations à dix ans**

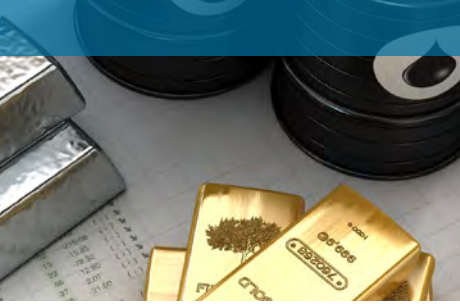


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 26 avril 2023.



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

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



# Le cartel de nouveau aux commandes

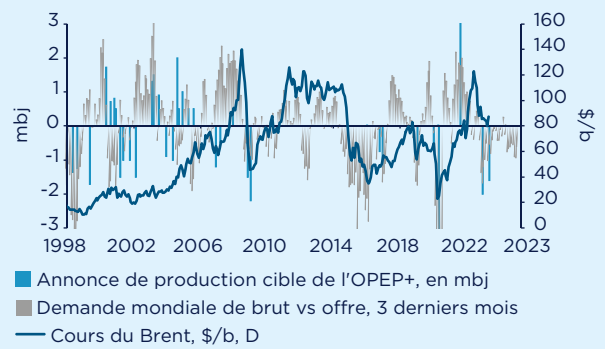


**Jean-Baptiste BERTHON**  
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

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

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

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

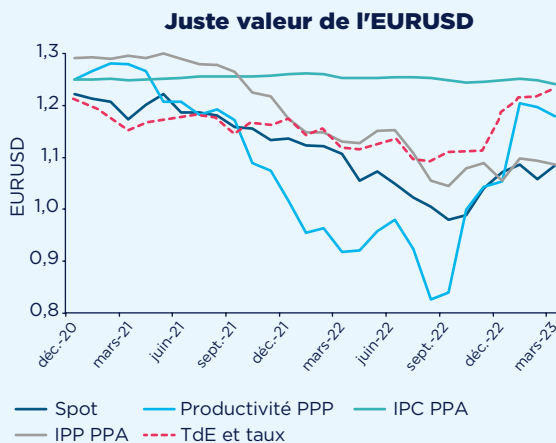


Source : Amundi Institute, Bloomberg, AIE au 15 avril 2023.

## DEVISES

# Quelques rayons de soleil pour l'EURUSD

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



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



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

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





# GLOBAL INVESTMENT VIEWS



# Ne pas changer de cap dans l'immédiat



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe



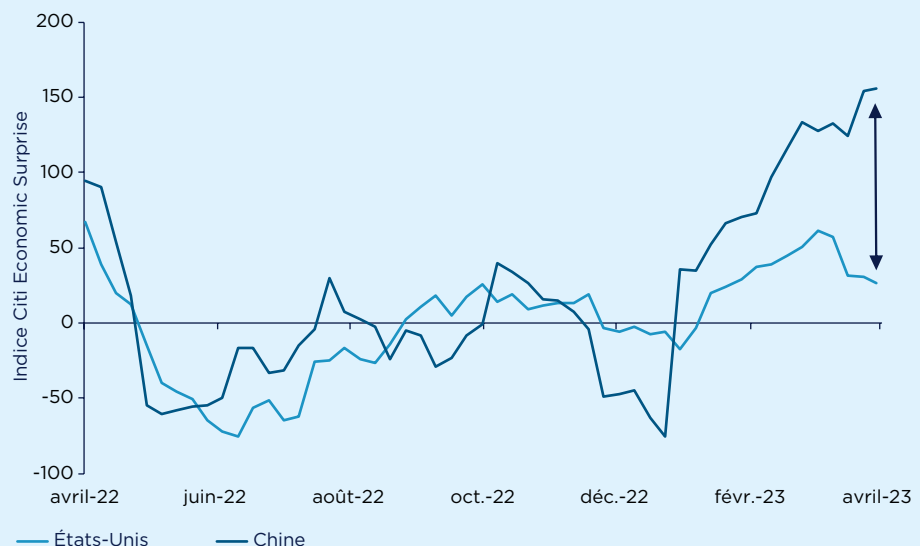
**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

Les principaux marchés d'actions ont digéré les turbulences de mars, mais les perturbations restent visibles dans le secteur des banques régionales américaines, qui ne montre aucun signe de reprise. Les marchés obligataires commencent à intégrer une probabilité plus élevée de récession aux États-Unis et la possibilité que la Fed commence à réduire ses taux dans le courant de l'année, les tensions inflationnistes semblant s'atténuer. En revanche, les attentes du marché restent trop optimistes concernant les bénéfices, ce qui crée un décalage entre les risques de récession intégrés par les obligations et les valorisations actuelles des actions.

**Dans ce contexte de signaux contradictoires, nous pensons qu'il ne faut pas changer de cap : la prudence reste de mise.** Les tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine, la nervosité des marchés financiers et la confiance sont d'autres éléments clés à surveiller. Nous ne voyons pas de problèmes systémiques, mais le resserrement des conditions financières augmente les risques baissiers qui ne sont pas intégrés dans les prix des actifs risqués.

**Nous tablons sur une croissance mondiale faible, avec une récession aux États-Unis,** des perspectives médiocres en Europe et un rebond en Asie dans la foulée de la réouverture de la Chine, qui, toutefois, ne suffira pas à compenser le ralentissement américain. En effet, la reprise en Chine a jusqu'à présent surtout concerné les secteurs domestiques. Cependant, l'inflation est en train de décélérer, bien qu'elle persiste dans certains services sous-jacents. Aussi, nous anticipons une hausse supplémentaire de 25 points de base des taux de la Fed en mai, suivie d'une pause. Le récent resserrement des conditions financières devrait en effet limiter le besoin de resserrement supplémentaire. En Europe, nous nous attendons à ce que la BCE relève ses taux, car l'inflation reste préoccupante.

**Hausse de l'écart de surprise économique Chine vs. É.-U.**



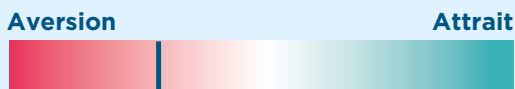
Source : Amundi Institute, Bloomberg, données hebdomadaires au jeudi 20 avril 2023. Un indice positif signifie que les chiffres publiés sont supérieurs aux attentes. Un indice négatif signifie que les chiffres publiés sont inférieurs aux attentes.

*“Compte tenu de la persistance de l’inflation au-dessus de l’objectif des BC, de l’optimisme excessif intégré par les actifs risqués et de l’attractivité des rendements obligataires à court terme, il convient d’affiner le positionnement prudent et de privilégier les actifs de qualité.”*

Sans modifier leur positionnement prudent, les investisseurs devraient envisager les approches suivantes pour construire des portefeuilles résistants :

- **Concernant la gestion cross asset**, le risque de récession des bénéficiaires aux États-Unis appelle à rester positif sur les obligations du Trésor américain. Mais, vu le contexte, mieux vaut se réorienter vers des échéances plus courtes susceptibles de bénéficier du changement de cap de la Fed. Sur le crédit, nous restons prudents sur le HY, surtout aux États-Unis, en raison des valorisations élevées. Même sur les actions, une position plus défensive se justifie sur l’Europe, via des ajustements de dérivés, mais nous percevons de la valeur en Chine. D’un autre côté, les investisseurs devraient renforcer leurs couvertures et s’intéresser aux devises refuges (JPY). Concernant les matières premières, l’or reste attractif mais une prise de bénéfices tactique semble prudente
- **Le resserrement des conditions financières et la détérioration du contexte économique incitent à une approche positive mais active de la durée américaine.** Nous recherchons des opportunités sur toutes les zones géographiques. Nous sommes donc légèrement défensifs sur le Royaume-Uni et prudents sur les pays du cœur de la zone euro, mais pourrions envisager de passer à une position plus neutre sur ces derniers. Nous sommes défensifs sur le Japon et percevons un potentiel de pentification de la courbe au Canada. Nous restons prudents sur le HY aux États-Unis et dans l’UE. Une détérioration de l’économie pourrait peser sur les flux de trésorerie et la liquidité pourrait devenir un problème pour le HY. Nous percevons également des tensions sur l’immobilier commercial aux États-Unis et préférons le résidentiel à l’immobilier de bureau. Nous sommes sélectivement positifs sur les émetteurs IG solides et capables de résister à la volatilité des taux et de l’économie.
- **Les risques de récession aux États-Unis ne sont pas pleinement pris en compte dans les cours des actions et nous maintenons donc nos positions prudentes sur les États-Unis et l’Europe.** Nous sommes néanmoins positifs sur la Chine, dont la croissance économique a été revue à la hausse. Les actions japonaises pourraient être freinées par l’appréciation du yen. Côté devises, nous sommes désormais neutres à négatifs sur le dollar américain.
- **Nous envisageons positivement, mais avec sélectivité, la dette en devise locale des ME** comme le Mexique, en raison de son portage attractif et de la stabilisation des anticipations d’inflation, ou encore l’Indonésie. En ce qui concerne la dette en devise forte, nous privilégions le HY qui présente un potentiel de rebond plus élevé. La dette d’entreprise des ME présente également des valorisations attractives par rapport au crédit européen/américain. Côté actions, nous devenons plus constructifs sur le Brésil, en raison de l’approche pragmatique du président Lula. Pour autant, nous surveillons de près les risques liés aux réformes budgétaires.

**Sentiment de risque global**



Affiner le positionnement prudent, en surveillant les conditions de crédit dans l’économie, les marges bénéficiaires des entreprises et la croissance économique.

**Changements du mois**

- **Gestion cross asset** : Ajuster les vues sur les obligations du Trésor américain sans changer de positionnement, renforcer les couvertures, approche plus défensive sur les actions et le HY américain.
- **Dette ME** : se concentrer sur les aspects sectoriels et propres à chaque pays.
- **Devises** : prudence sur l’USD, positif JPY.

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



## 1. Anticipez-vous la fin du cycle de hausse des taux de la Fed ?

Depuis la faillite de SVB, la capacité des petites banques régionales américaines à prêter a changé. La nécessité d'accroître leur rentabilité les contraindra à durcir leurs conditions de prêt et à rendre plus onéreux le refinancement des prêts. Toute pression sur les liquidités pourrait entraîner d'autres faillites et, en conséquence, des opérations de renflouement de la part de la Fed, ce qui obligerait cette dernière à réduire ses taux. Nous prévoyons le taux terminal de la Fed à 5,25 % et pensons que les taux resteront ensuite inchangés pour le reste de 2023. Nous anticipons une première baisse au T1 2024.

### Conséquences en matière d'investissement

- Neutre sur la duration américaine ; nous envisageons à court terme une inversion plus marquée de la courbe et à moyen terme une pentification via une baisse des rendements courts.
- Objectif pour l'EUR/USD : 1,15 au T4-2023, 1,18 au T1-2024.

## 2. Quelles seront les conséquences de la baisse de la production de l'OPEC+ ?

La baisse de production était inattendue et vraisemblablement motivée par des inquiétudes quant à la demande mondiale. Les prix du pétrole étant très sensibles à la détérioration de la croissance et des conditions de liquidité, les réductions de production causées par la baisse de la demande se sont, par le passé, avérées moins efficaces pour faire remonter les cours. Nous envisageons un potentiel haussier limité à court terme, tout en tablant sur un resserrement plus rapide qu'anticipé du marché du pétrole. Nous n'anticipons pas de percée durable du Brent au-dessus de 100 \$/baril.

### Conséquences en matière d'investissement

- Objectif pour le Brent à 12 mois : 90/95 \$/baril.

## 3. Pourquoi les actions ont-elles résisté à la détérioration économique ?

Malgré les récentes tensions dans le secteur bancaire, l'indice MSCI ACWI (actions monde) est resté orienté à la hausse grâce à l'intervention rapide des banques centrales. Toutefois, les risques cycliques subsistent, car la probabilité de récession aux États-Unis est en hausse, et ne sont pas entièrement pris en compte par les marchés. Nous pensons donc que la prochaine étape pourrait être favorable aux valeurs défensives.

### Conséquences en matière d'investissement

- Prudence confirmée sur les États-Unis.
- La qualité devient un style clef. Le style value, quant à lui, reste un pari de long terme.
- Bien que nous restions constructifs sur les actions value et à hauts dividendes, mieux vaut prendre des bénéfiques sur les actions de ces catégories aux États-Unis et en Europe et rester optimiste sur le style MinVol aux États-Unis.

**“Les marchés sous-estiment les risques cycliques, alors qu'une récession américaine est de plus en plus probable.”**



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute



# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		Nous conservons une approche prudente sur les actions à mesure que la croissance économique se détériore, car les bénéfices des entreprises pourraient être impactés. La faillite de SVB pourrait conduire à davantage de réglementation pour les banques régionales, mais les grandes banques et le système financier dans son ensemble semblent résister.
	Actions US value	+		Les nombreuses années d'assouplissement quantitatif ont généré l'une des plus fortes surperformances cycliques du style growth par rapport au style value, mais la normalisation des taux va maintenant favoriser ce dernier, quoique pas de façon linéaire. Nous nous concentrons sur la croissance des bénéfiques et pensons que les investisseurs devraient combiner les styles value et qualité.
	Actions US croissance	-		Nous évitons les entreprises non rentables et celles dont la valorisation est excessive. Le contexte de taux d'intérêt plus élevés pourrait être préjudiciable aux valeurs de croissance, dont la valorisation dépend davantage des flux de trésorerie futurs.
	Europe	-/=		Un environnement extérieur moins favorable et la faiblesse de la consommation sous l'effet de l'inflation élevée pourraient affecter les bénéfiques. Nous restons prudents et explorons les secteurs (tels que les banques de détail) présentant des valorisations attractives et des caractéristiques value et de qualité.
	Japon	-/=		Nous surveillons la politique monétaire, qui pourrait impacter le yen, afin d'évaluer les perspectives de bénéfiques. La faiblesse de la croissance mondiale pourrait également peser sur les actions japonaises.
	Chine	+		À mesure que la croissance économique chinoise accélère, nous continuons de miser sur le rebond consécutif à la réouverture et sur l'amélioration de l'environnement pour les entreprises de commerce électronique. En même temps, nous restons attentifs aux tensions géopolitiques.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les spécificités de chaque pays jouent un rôle important. Nous sommes positifs sur le Brésil, mais surveillons les réformes budgétaires. En Malaisie, en revanche, les valorisations sont élevées. La réouverture de la Chine sera positive pour les pays qui ont d'étroits liens commerciaux avec elle.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		La détérioration économique nous incite à rester relativement constructifs sur la durée, car nous avons légèrement revu à la baisse notre prévision du taux terminal de la Fed. Nous restons cependant actifs pendant que la Fed tente de trouver un équilibre entre stabilité financière et maîtrise de l'inflation.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Nous observons des marges bénéficiaires élevées et des bilans sains pour les émetteurs IG. Nous restons néanmoins sélectifs, compte tenu de l'impact potentiel de la baisse de l'activité économique sur les revenus et des effets de la hausse des salaires et des coûts d'emprunt sur les bénéfiques à l'avenir.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les valorisations HY n'intègrent pas de récession, ce qui nous semble trop optimiste. Si la liquidité se détériore et que les entreprises ont du mal à se financer, la volatilité des spreads augmentera, en particulier pour les titres HY faiblement notés (c'est-à-dire CCC).
	Govies Europe	-/=		Nous sommes légèrement prudents sur la durée core vu la détermination de la BCE à réduire l'inflation. Nous restons néanmoins actifs et prêts à adopter une position neutre si la croissance économique ralentit. La « dépendance aux données » de la BCE est une raison de rester agile.
	Obligations d'entreprises euro IG	=/+	▲	Nous surveillons l'impact du resserrement de la politique monétaire et des conditions financières sur les spreads IG. Les fondamentaux sont solides, mais nous sommes vigilants quant à la liquidité. Nous préférons l'IG en euros et en livres sterling à l'IG en dollars américains et nous sommes très sélectifs.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Nous sommes prudents, car nous craignons que les fondamentaux et les taux de défaut se détériorent à un moment où les bénéfiques sont plus faibles et les coûts de financement plus élevés, en particulier pour les segments les plus endettés du marché.
	Govies Chine	=		Nous restons proches de la neutralité à mesure que la croissance économique se redresse et que les pouvoirs publics continuent d'apporter leur aide. Mais nous continuons à penser que les obligations chinoises offrent un potentiel de diversification aux investisseurs internationaux.
	Dettes émergentes en devise forte	=/+		Au vu de la prime de croissance des pays émergents par rapport aux pays développés, nous privilégions une sélection de titres HY, où nous percevons un potentiel de rebond plus élevé. Nous recherchons les opportunités de portage attractives, et continuons à surveiller les risques politiques.
	Dettes émergentes en devise locale	=/+		L'affaiblissement du dollar soutient la dette des émergents : nous explorons les opportunités au Mexique et en Indonésie. La stabilisation des anticipations d'inflation est favorable à la dette en devises locales. Nous restons toutefois prudents sur Taïwan compte tenu des risques géopolitiques.
AUTRES	Matières premières			Malgré les récentes réductions de production par l'OPEP+, les inquiétudes liées à la baisse de la demande pourraient l'emporter. Notre objectif à 12 mois (Brent) est de 90-95 \$/baril. Concernant l'or, les valorisations sont élevées, mais le ralentissement des hausses de taux et la poursuite des tensions sur la liquidité pourraient apporter un soutien. Notre objectif de cours à 12 mois reste 2 050 \$/once.
	Marché des changes			Nous confirmons la tendance à l'affaiblissement du dollar en 2023 ainsi que notre objectif de 1,15 pour l'EUR/USD à la fin de l'année. Toutefois, nous voyons le yen et le franc suisse comme des valeurs refuges traditionnelles en période de récession. Concernant les devises des pays émergents, la dynamique semble s'améliorer de manière sélective au profit de l'Asie et de l'Amérique latine.



Opinion négative Neutre Opinion positive

▼ Baisse par rapport au mois dernier

▲ Hausse par rapport au mois dernier

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

# Affiner l'allocation prudente

Nous percevons une détérioration de l'environnement économique américain dans un contexte de ralentissement du resserrement de la Fed, une hausse des coûts d'emprunt et une persistance de l'inflation sous-jacente, en particulier en Europe. Il est peu probable que la faiblesse de l'économie américaine épargne l'Europe. Il nous semble souhaitable de maintenir un biais prudent sur les actifs risqués, de renforcer les couvertures et de tirer parti du caractère protecteur des obligations du Trésor américain. Concernant ces dernières, **la fin du resserrement de la Fed s'approche, ce qui pourrait créer des opportunités dans le segment moyen terme de la courbe.** Néanmoins, il convient de rester diversifié et de prendre quelques bénéfices sur des actifs tels que l'or, compte tenu de sa progression cette année.

## Des idées à conviction forte

Les valorisations élevées, la baisse des marges bénéficiaires et le ralentissement de la croissance nous incitent à la prudence sur les actions, une orientation que nous avons renforcée en ajustant nos vues sur l'Europe. Sur les émergents, nous sommes positifs sur la Chine en raison de l'amélioration de la croissance et des valorisations relatives plus avantageuses. Mais ce parcours ne sera pas linéaire.

Concernant les **obligations**, l'aggravation des craintes de récession ainsi que la décélération de l'inflation et ses conséquences sur les taux appellent à un affinement des positions sur la duration américaine. Nous anticipons une certaine pentification de la courbe, ce qui nous conduit à faire évoluer notre opinion positive sur les titres américains à 10 ans en faveur des segments 2 et 5 ans. Au Canada également, nous continuons de tabler sur une pentification. En Europe, le swap suédois à 10 ans devrait bien se comporter compte tenu de la vulnérabilité de l'économie suédoise.

Concernant la dette périphérique, nous maintenons un point de vue légèrement constructif sur le spread BTP-Bund à 10 ans au vu des solides facteurs techniques et des attentes de soutien de la BCE. Nous sommes en revanche prudents sur les obligations japonaises, car la BoJ pourrait abandonner sa politique de contrôle de la courbe des taux.

## Nous restons prudents sur le crédit en général, mais davantage sur le HY américain que sur le HY européen.

Cela s'explique surtout par les valorisations et l'impact potentiel d'une hausse des taux sur les coûts des entreprises. Nous nous inquiétons également d'une hausse des défauts aux États-Unis vu les pressions sur la croissance.

Sur les **marchés des changes**, la faiblesse du dollar devrait persister à mesure que l'avantage de taux des États-Unis se dissipe. Nous maintenons nos opinions positives sur l'EUR/USD et l'AUD/USD. D'un autre côté, nous sommes désormais constructifs sur le JPY/CHF. Le yen constitue une couverture sous-estimée contre les risques géopolitiques. Dans les émergents, nous voyons favorablement le MXN/EUR en raison de son portage et des bonnes perspectives de balance des paiements. Nous apprécions également le BRL/USD et le ZAR/USD (valorisations attractives).

## Risques et couvertures

Le risque de récession plus sévère que prévu aux États-Unis nous a conduits à renforcer nos couvertures sur les actions. Nous avons également légèrement revu à la baisse notre vue sur l'or, mais continuons à penser qu'il constitue un excellent outil de diversification et une protection en période de stress et de crise géopolitique. Enfin, nous surveillons le potentiel haussier du pétrole tout en restant neutres pour l'instant.



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

“Le contexte actuel implique une approche active de la duration américaine, sur laquelle nous avons fait évoluer notre positionnement tout en devenant plus défensifs sur les actions.”

### Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel → Changement par rapport au mois dernier

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



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

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

# Traquer la force des bénéfices, pas le rallye



**Kasper ELMGREEN**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés Émergents Monde



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

## Évaluation globale

Les actions ne semblent pas intégrer complètement les risques liés aux bénéfices et ceux de récession, ce qui nous semble une erreur. Dans certains cas, les pressions à la baisse sur les marges sont prises en compte, ce qui engendre une forte dispersion et un environnement attractif pour la sélection de titres. **Notre feuille de route reste la prudence, via l'association des styles qualité et value, et l'exploration d'opportunités sur les marchés émergents peu corrélés avec les pays développés.**

## Actions européennes

Nous attendons une détérioration des bénéfices à partir de ce trimestre, car les entreprises sont confrontées à des facteurs défavorables tant cycliques que structurels. **Ceci pourrait faire des victimes et nous cherchons à tirer parti de cette volatilité pour identifier les entreprises présentant des bilans solides et capables de protéger leurs bénéfices.** De manière générale, nous conservons une approche « barbell » combinant entreprises cycliques de qualité et valeurs défensives. Au niveau sectoriel, nous privilégions (actuellement) les produits de base et la santé, défensives et offrant des perspectives d'appréciation et des dividendes élevés. Dans les secteurs de la finance et de l'industrie, où nous restons constructifs, il faut prendre des bénéfices. Nous conservons toutefois une préférence pour les banques de détail, en raison de l'effet positif des taux élevés et nous surveillons l'immobilier commercial.

## Actions américaines

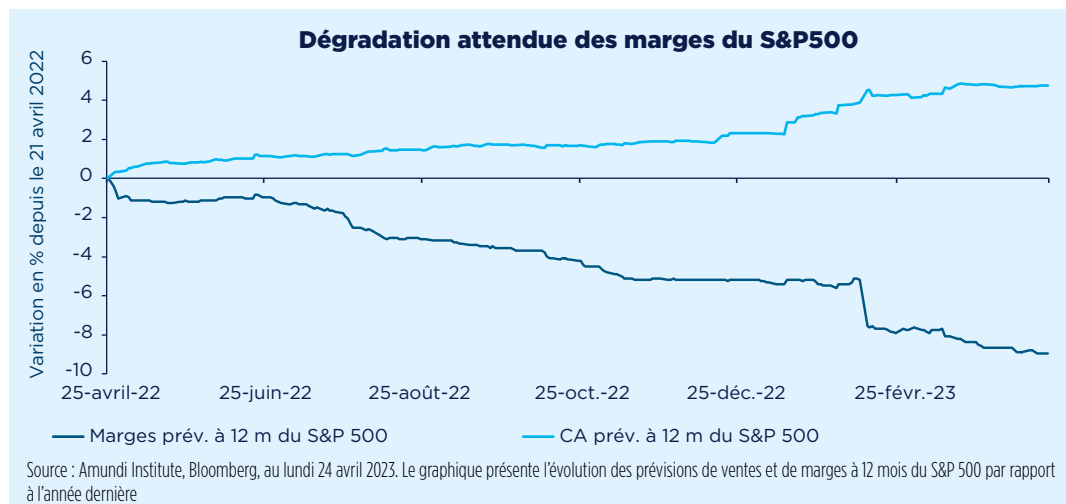
**Les investisseurs doivent constituer des portefeuilles moins sensibles à la conjoncture.** Par exemple, dans le secteur de la finance, certaines banques de dépôt et d'autres dont l'exposition au

marché des capitaux est très limitée présentent du potentiel. Nous apprécions également les grandes capitalisations gagnantes disposant d'une base stable de dépôts de clients. Par ailleurs, le secteur de l'énergie est susceptible de mieux résister, même en cas de récession, parce qu'il a déjà subi une baisse. Nous sommes néanmoins prudents sur les autres secteurs cycliques, tels que l'industrie et les services discrétionnaires. Dans les secteurs défensifs, certains noms affichent des valorisations très élevées. D'autres valeurs défensives présentent des valorisations intéressantes, mais des modèles économiques plus fragiles. Notre analyse bottom-up vise à identifier les entreprises dont la valorisation est justifiée par leur potentiel de gains : par exemple, dans le secteur des équipements et des services de santé. Enfin, la surperformance du style value sur le style growth devrait se poursuivre, mais ne sera pas linéaire.

## Actions émergentes

Une forte reprise en Chine est susceptible de creuser l'écart de croissance entre les pays émergents et développés. À long terme, la diversification des chaînes d'approvisionnement hors de Chine devrait profiter à d'autres pays émergents. Nous sommes conscients des tensions géopolitiques et des risques idiosyncrasiques dans certains pays et nous appuyons donc sur une analyse bottom-up. Nous apprécions ainsi le Mexique et pensons que le plan budgétaire du Brésil, soutenu par le président Lula, devrait avoir un effet positif. Nous restons en revanche prudents vis-à-vis de la Malaisie en raison des valorisations. Au niveau sectoriel nous préférons la consommation discrétionnaire et l'immobilier.

**“Nous pensons que le rallye est fragile : certains risques pour les bénéfices et les marges ne sont pas pris en compte.”**



# Trouver l'équilibre entre liquidité, qualité et portage dans les ME

## Évaluation globale

Nous abordons un contexte de croissance plus faible avec des banques centrales toujours focalisées sur l'inflation. **Mieux vaut continuer à privilégier la qualité en matière de crédit et recourir de manière sélective au portage sur la dette des ME afin de construire des portefeuilles résilients.**

## Obligations mondiales et européennes

La décélération économique et la détermination de la BCE contre l'inflation rendent les paris directionnels difficiles. **Nous sommes défensifs sur le Japon et légèrement prudents sur la durée Europe core, sur laquelle nous pourrions revenir à une position neutre. Nous sommes légèrement défensifs même au Royaume-Uni.** Nous sommes neutres aux États-Unis où nous voyons des opportunités de pentification. Nous conservons une position positive sur l'inflation en zone euro. Concernant le crédit, la volatilité des spreads et l'incertitude quant aux flux de trésorerie pourraient s'accroître. Tout en conservant une position constructive, surtout à travers l'IG de l'UE et du Royaume-Uni, nous sommes sélectifs. Nous sommes optimistes à l'égard des titres financiers subordonnés de l'UE, qui offrent des rendements plus élevés. Nous sommes prudents sur le HY, sur lequel nous pensons qu'il faut maintenir des couvertures.

## Obligations américaines

Les banques durcissent leurs conditions de crédit aux consommateurs et aux entreprises, ce qui pèsera sur la consommation. La Fed, pour sa part, continue de communiquer son « plus haut plus longtemps ». Il s'ensuit une forte volatilité des taux qui ouvre des opportunités de gestion active de la durée. **Pour l'heure, nous conservons un biais légère-**

**ment positif, mais restons flexibles.** Concernant le crédit, nous conservons un biais pour la qualité, avec une préférence pour l'IG par rapport au HY, pour lequel nous estimons qu'il faudra une baisse plus importante des bénéfices et des flux de trésorerie pour que les défauts augmentent. Au niveau sectoriel, nous préférons les grandes sociétés financières aux industrielles et les entreprises de qualité élevée et faiblement endettées au HY. Sur le le crédit titrisé, nous percevons de la valeur de manière sélective dans l'immobilier commercial, mais préférons les immeubles multi-logements aux bureaux et aux commerces de détail.

## Obligations émergentes

Dans un environnement où l'orientation du marché reste incertaine, le pic potentiel des taux américains constitue un soutien pour la dette émergente, de même que le dollar faible et la croissance plus forte dans les pays émergents. Malgré une position globalement neutre sur la durée, nous recherchons les opportunités de portage de la dette en devise forte, en nous concentrant principalement sur le HY. Nous sommes constructifs sur la dette en devise locale, vu la bonne tenue des devises et le portage élevé. Nous sommes sélectivement favorables à des pays tels que le Brésil, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Nous voyons également d'un bon œil les exportateurs de matières premières.

## Devises

La disparition de l'avantage de taux des États-Unis nous incite à être neutres ou légèrement prudents sur le dollar. Nous sommes en revanche positifs sur le yen et le franc suisse. Nous restons prudents sur l'euro et préférons certaines monnaies émergentes, comme le MXN, le BRL et les devises asiatiques, notamment l'IDR.



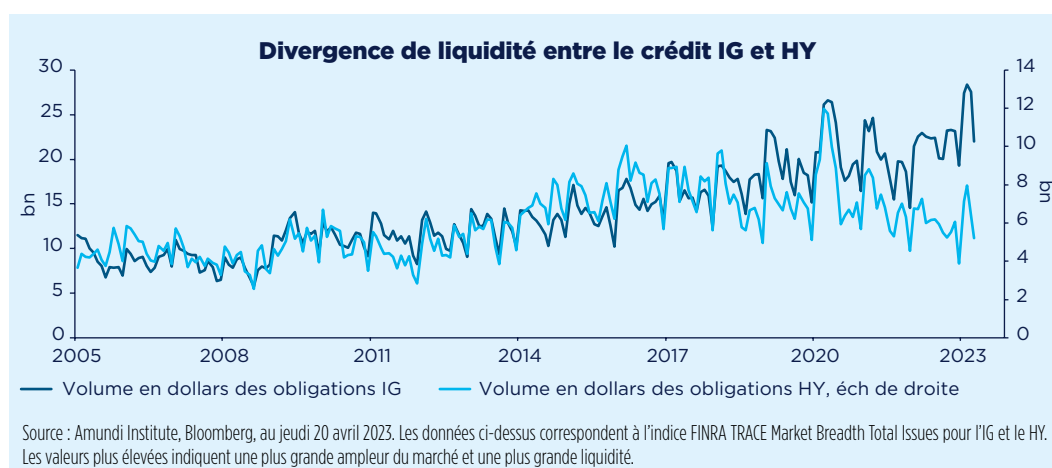
**Amaury D'ORSAY**  
Directeur du Métier  
Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



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



**“Les spreads de crédit ne tiennent pas compte de la détérioration économique à venir, il faut se concentrer sur la qualité et la liquidité.”**





# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 26 avril 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Pays développés</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>2,5</b>
États-Unis	2,1	0,5	0,1	8,0	4,2	2,4
<b>Zone euro</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>
<i>Allemagne</i>	<i>1,9</i>	<i>0,2</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,2</i>	<i>2,8</i>
<i>France</i>	<i>2,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>5,9</i>	<i>5,9</i>	<i>2,7</i>
<i>Italie</i>	<i>3,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>8,7</i>	<i>6,7</i>	<i>2,3</i>
<i>Espagne</i>	<i>5,5</i>	<i>1,1</i>	<i>0,8</i>	<i>8,3</i>	<i>3,8</i>	<i>2,8</i>
Royaume-Uni	4,1	-0,3	0,7	9,0	6,9	2,8
Japon	1,0	0,5	1,0	2,5	2,9	1,1
<b>Pays émergents</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>
Chine	3,0	6,0	4,7	2,0	1,3	2,2
Inde	7,0	5,4	6,0	6,7	6,0	6,0
Indonésie	5,3	5,2	4,8	4,2	4,3	4,0
Brésil	2,9	0,9	1,2	9,3	5,0	5,0
Mexique	3,1	1,8	0,6	7,9	5,6	4,4
Russie	-2,3	0,6	2,0	13,8	5,6	4,5
Afrique du Sud	2,1	0,3	0,5	6,9	6,1	4,9
Turquie	5,5	2,6	4,0	72,0	46,9	38,1
<b>Monde</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>8,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	26 avril 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	5,00	5,25	4,89	4,75	4,07
Zone euro**	3,00	3,50	3,79	3,50	3,50
Royaume-Uni	4,25	4,50	4,74	4,25	4,40
Japon	-0,10	0,00	0,04	0,00	0,05
Chine***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde***	6,50	6,50	6,65	6,25	6,45
Brésil	13,75	11,75	13,35	9,75	11,70
Russie	7,50	7,00	7,55	7,00	7,25

Source : Amundi Institute. Prévisions au mercredi 26 avril 2023. IPC : indice des prix à la consommation. \* Limite supérieure de la fourchette cible des Fed Funds. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux bancaire de base à un an. \*\*\*\* : Taux de prise en pension.



# Prévisions de marché

## Rendements obligataires

### Prévisions sur les taux à 2 ans, %

	26 avril 2023	Amundi +6m,	Forward +6m,	Amundi +12m,	Forward +12m,
États-Unis	3,92	3,40-3,60	3,44	3,10-3,30	3,15
Allemagne	2,73	2,50-2,70	2,44	2,30-2,50	2,13
Royaume-Uni	3,73	3,20-3,40	3,43	3,20-3,40	3,36
Japon	-0,04	0,10-0,20	0,01	0,10-0,20	0,03

### Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	26 avril 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	3,41	3,30-3,50	3,36	3,30-3,50	3,35
Allemagne	2,35	2,40-2,60	2,31	2,30-2,50	2,28
Royaume-Uni	3,68	3,50-3,70	3,64	3,50-3,70	3,66
Japon	0,47	0,50-0,70	0,55	0,60-0,80	0,63

## Cours de change

	21 avril 2023	Amundi T3 2023	Consensus T3 2023	Amundi T1 2024	Consensus T1 2024
EUR/USD	1,10	1,08	1,11	1,18	1,13
EUR/JPY	147	136	140	138	139
EUR/GBP	0,88	0,90	0,89	0,90	0,90
EUR/CHF	0,98	0,95	1,00	1,06	1,01
EUR/NOK	11,63	11,47	11,00	10,79	10,53
EUR/SEK	11,32	11,45	11,00	11,04	10,91
USD/JPY	134	126	127	118	123
AUD/USD	0,67	0,67	0,70	0,76	0,72
NZD/USD	0,61	0,60	0,64	0,66	0,65
USD/CNY	6,89	6,70	6,75	6,40	6,63

Source : Amundi Institute. Prévisions au mercredi 26 avril 2023.



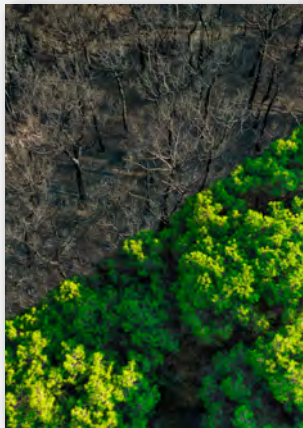
**Emerging Markets  
Charts and Views -  
Printemps pour les EM :  
réouverture chinoise  
et changement  
des perspectives  
concernant la Fed**

# Amundi Institute

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

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

**En découvrir davantage sur la recherche et les idées d'investissement d'Amundi Institute sur l'Amundi Research Center**



**Quels effets du changement climatique sur les inégalités sociales ?**



**Opportunités potentielles dans le secteur bancaire américain**



**Inculpation de D. Trump: implications pour la politique américaine et les marchés**



**Net Zéro : les portefeuilles au défi d'une trajectoire difficile**



**Outerblue Convictions - Global Investment Views: Ne pas changer de cap dans l'immédiat**



**Outerblue Talks Research - Craintes d'instabilité financière : Récession américaine en vue**

Retrouvez-nous sur :



## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du jeudi 27 avril 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse de performance, prévision ou prédiction future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : lundi 8 mai 2023.

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

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

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie Taux, CFA

**BERARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste Senior Taux

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Pol,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**CESARINI Federico,**

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**DI SILVIO Silvia,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**DROZDZIK Patryk,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**MIJOT Éric,**

Responsable de la Stratégie Actions

**PORTELLI Lorenzo,**

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

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable Macroéconomie

**ROSENBERG Anna,**

Responsable Géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste Senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste Souverains Senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice d'Amundi Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

Responsable de l'équipe Edition et Publication

**FIOROT Laura,**

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition