

Institute



Avril
2023

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

THÈME DU MOIS

Les tensions bancaires font pencher la balance vers une récession américaine

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Les souvenirs de crise font leur retour sur des marchés vulnérables

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Institute



“ Nous abordons un environnement économique plus incertain avec une moindre visibilité sur l'action des banques centrales. Une récession se profile aux États-Unis.”



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

“ Nous maintenons une attitude prudente : les taux d'intérêt plus élevés augmentent les fragilités dans un monde surendetté.”

“ Le secteur bancaire a fait chuter les marchés, mais les banques européennes sont solides.”



Avril 2023

Sommaire



THÈME DU MOIS 4

Les tensions bancaires font pencher la balance vers une récession américaine

MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE 6

Focus macroéconomique 7

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

Marchés émergents 8

Aperçus macroéconomiques 9

Observatoire des banques centrales 10

Géopolitique et politique 11

Scénarios et risques 12

Modèles Amundi Institute 13

Graphiques mensuels clés 14

Matières premières et devises 16

GLOBAL INVESTMENT VIEWS 17

Vues des CIO 18

Les souvenirs de crise font leur retour sur des marchés vulnérables

Trois questions d'actualité 20

Allocation d'actifs Amundi 21

Prévisions macroéconomiques et financières 25



Les tensions bancaires font pencher la balance vers une récession américaine

RÉSUMÉ : Les récentes tensions dans certains segments du secteur bancaire augmenteront les coûts de financement et pèseront sur l'offre de crédit. Nous attendons à présent un recul du PIB américain de 1,1 % au cours de 2023, du fait d'une contraction de la demande interne. En zone euro, l'activité économique devrait stagner et l'inflation élevée persister.



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie –
Amundi Institute

Les récentes tensions observées dans une partie importante du secteur bancaire américain sont significatives. Elles ajoutent aux pressions sur les coûts de financement et la rentabilité résultant du resserrement monétaire le plus rapide jamais observé et de l'inversion prolongée de la courbe des taux. Ces tensions, qui limiteront la capacité de nombreuses banques à prêter, pèsent sur les perspectives. **C'est pourquoi nous avons revu nos prévisions pour les États-Unis et anticipons désormais une récession assez longue en 2023 plutôt qu'un simple trou d'air.**

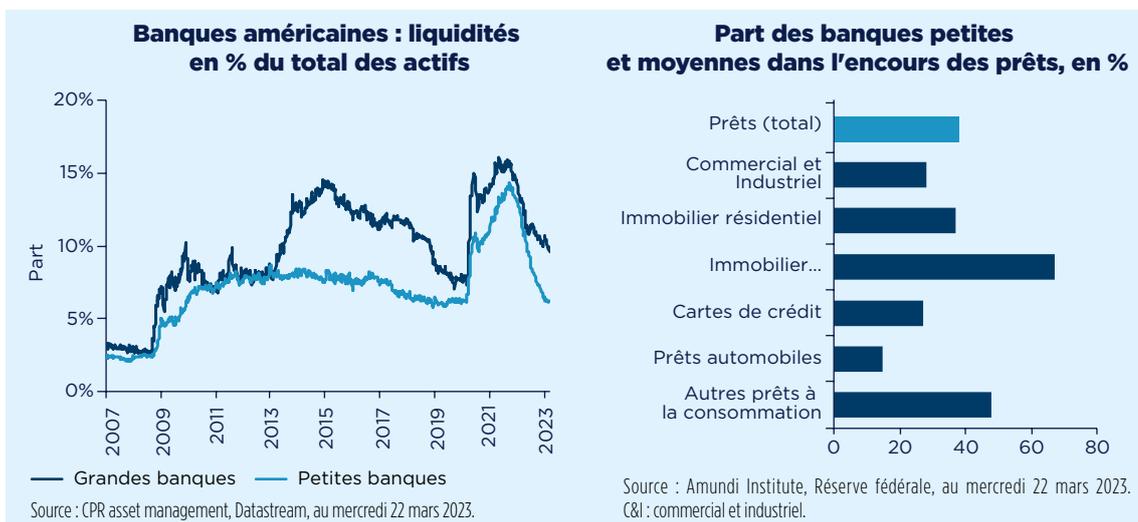
Les banques petites et moyennes assurent une part importante des prêts aux États-Unis (40 à 60 % des prêts immobiliers commerciaux et résidentiels et des prêts à la consommation). Ces banques sont mises à rude épreuve par les retraits de dépôts, les pertes sur leurs portefeuilles d'actifs et le coût du capital plus élevé. Leur capacité à prêter sera limitée par l'inversion de la courbe des taux, en plus de la concurrence des taux plus élevés des fonds monétaire et des bons du Trésor à court terme.

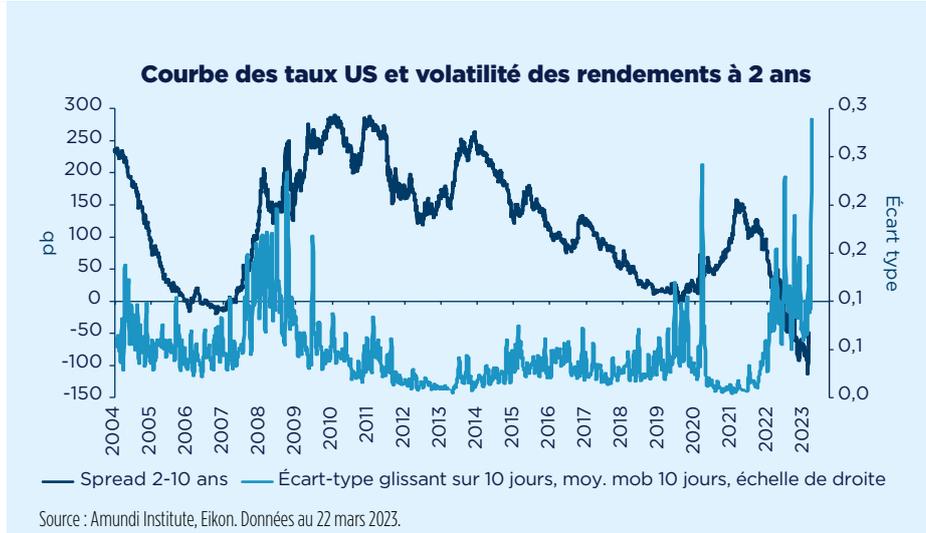


Annalisa USARDI, CFA
Économiste senior –
Amundi Institute

Ces effets perdureront bien au-delà des mesures actuellement mises en œuvre pour stabiliser le secteur bancaire. Les autorités publiques ont les moyens de réduire le risque de retrait massif des dépôts bancaires en étendant l'assurance des dépôts, et les liquidités fournies par la banque centrale peuvent éviter aux banques de devoir vendre leurs actifs. **Cependant, ces mesures ne peuvent ni réduire le coût du financement ni effacer la baisse de valeur des actifs.**

Les tensions subies par les banques ont entraîné une volatilité sans précédent des anticipations de taux directeurs et des taux du marché ; la volatilité a été plus élevée récemment que pendant la crise financière de 2008 ou le début de la crise du Covid-19. Un tel environnement augure mal de la stabilisation du financement des banques par le marché. Cela rendra aussi les banques plus prudentes dans leurs politiques de prêts. Aussi, nous nous attendons à **une baisse structurelle de la disponibilité du crédit et à une hausse de son coût pour une grande partie de l'économie, s'ajoutant à la poursuite de l'impact du resserrement monétaire.** Malgré le resserrement supplémentaire résultant du durcissement des conditions de prêt, et tout en reconnaissant que les taux directeurs dépendront de l'ampleur du ralentissement de l'activité, nous continuons de prévoir que les taux de la Fed culmineront à 5,25 %.





Le resserrement monétaire a des effets similaires sur les banques européennes (pression sur les taux de dépôt et baisse de valeur des portefeuilles d'actifs). Toutefois, on n'observe pas en Europe des tensions aussi extrêmes que celles subies par les petites banques américaines, pénalisées par une réglementation insuffisante et une gestion des risques inadéquate.

Révision des prévisions

La disponibilité réduite du crédit et son coût plus élevé réduiront les dépenses de consommation et les investissements des entreprises et freineront la croissance et l'embauche, ce qui pèsera d'autant sur la demande interne déjà faible aux États-Unis et dans la zone euro.

Aux **États-Unis**, où nous nous attendions déjà à ce que l'économie connaisse une contraction durant au moins un trimestre au second semestre de cette année, ce nouveau choc de crédit constitue un revers plus important et détériorera encore les conditions d'emprunt pour de larges pans de l'économie. Les petites entreprises, qui représentent plus de 45 % de l'emploi (plus de 60 millions de travailleurs), seront confrontées à de fortes pressions sur leur financement.

Les conséquences devraient être une moindre tension sur le marché du travail et un affaiblissement des dépenses de consommation, qui ont fait preuve d'une résistance remarquable jusqu'à présent. **Ceci implique une contraction plus marquée de l'activité au deuxième et au troisième trimestre et une récession en 2023.**

Nous sommes donc passés d'une prévision de croissance 2023 T4/T4 de 0,2 % à une contraction de 1,1 %. En termes de composantes, nous pensons que les dépenses réelles de consommation personnelle se contracteront pendant au moins deux trimestres, que l'investissement résidentiel et non résidentiel diminuera et que l'épargne augmentera. Les tensions salariales devraient commencer à s'atténuer et, avec le temps, moins soutenir les pressions inflationnistes tirées par les coûts.

Malgré la détérioration de la demande interne, l'inflation sous-jacente élevée persistera cette année et restera bien au-dessus de l'objectif de la Fed, même si, séquentiellement, elle devrait se normaliser plus rapidement qu'auparavant et se rapprocher de l'objectif fin 2024.

Dans la **zone euro**, les dépenses de consommation et d'investissement ont été très faibles au quatrième trimestre 2022 et nous nous attendons à une année 2023 médiocre, même avant les récentes craintes pour la stabilité financière. **Ce frein supplémentaire augmente les coûts de financement et les contraintes de bilan des banques.** Plus de la moitié du crédit total en Europe étant fourni par les banques, les perspectives d'une reprise au second semestre de cette année s'en trouvent affaiblies. La réouverture de la Chine apportera un soutien, mais nous estimons qu'il ne suffira pas à compenser l'affaiblissement des perspectives américaines. **Nous voyons un potentiel d'amélioration limité pour l'Europe, avec une poursuite de la stagnation de l'activité et une inflation restant obstinément élevée.**

“ Pour les États-Unis, notre prévision 2023 T4/T4 est passée d'une croissance de 0,2 % à une contraction de 1,1 %.”



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



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



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie - Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA

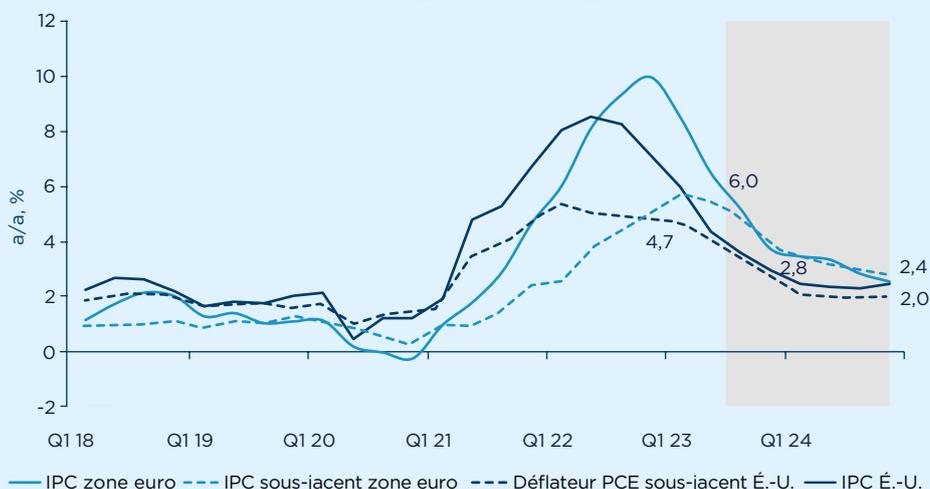
Économiste senior - Amundi Institute

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

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

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

Profil d'inflation : États-Unis et zone euro



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

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



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

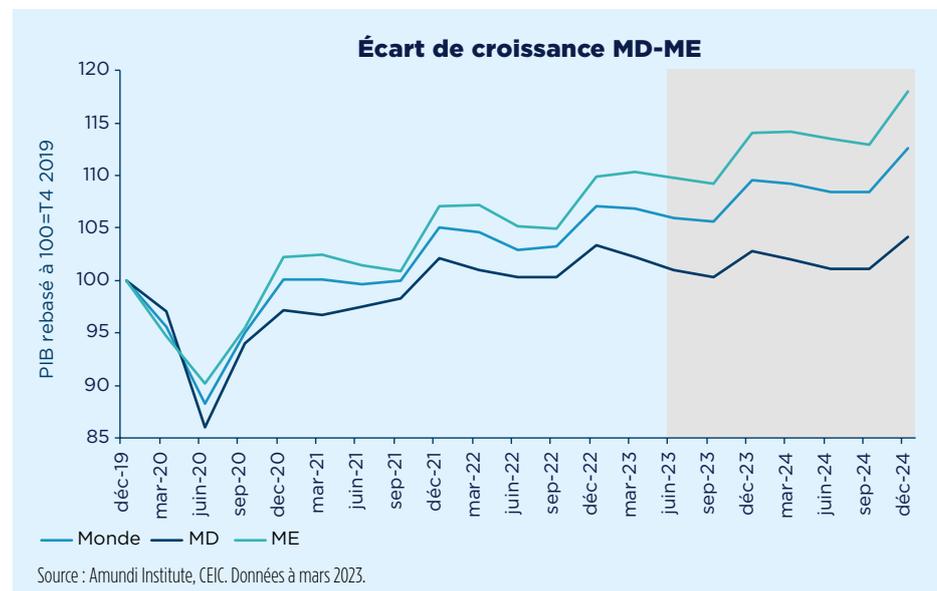
Évolution du scénario dans un sens favorable aux ME par rapport aux MD

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

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

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

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





Aperçus macroéconomiques



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



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



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



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



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



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



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



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

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

Marchés développés

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

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

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

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

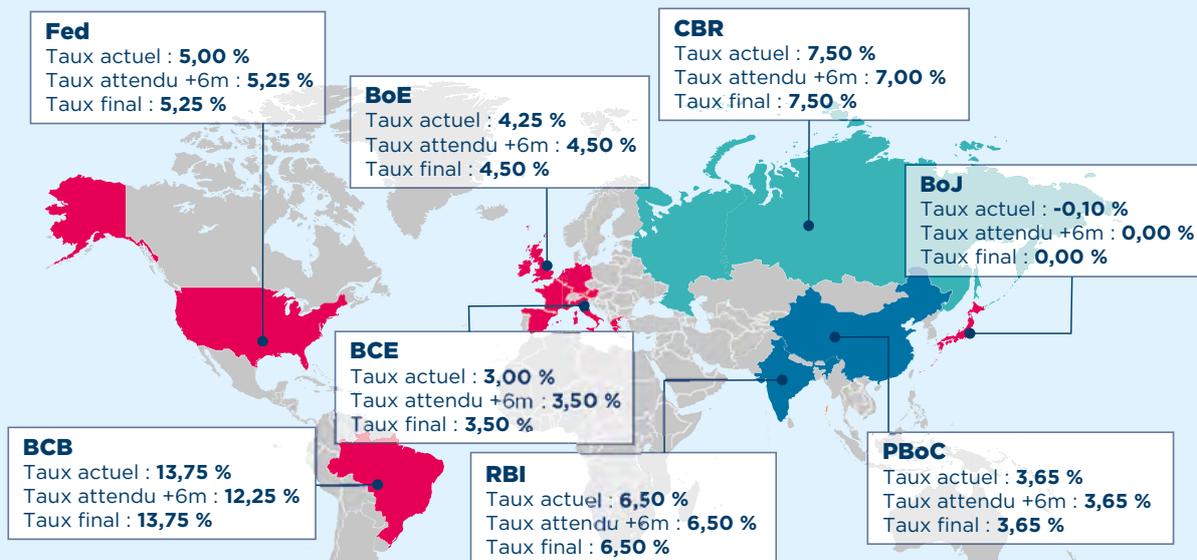
Marchés émergents

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

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

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

Accommodante ■ En pause ■ Restrictive



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

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



Les faillites bancaires auront des conséquences politiques



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

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

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



Union européenne : vers une politique industrielle protectionniste



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

Le règlement européen pour une industrie à zéro émission nette – la réponse européenne à l'IRA américaine – a été présenté par la Commission Européenne le 16 mars. L'objectif est de créer un environnement réglementaire favorable à la transition énergétique et des conditions avantageuses pour les secteurs clés (éolien, pompes à chaleur, solaire et hydrogène) pour lesquels la demande est déjà stimulée par les plans NextGenerationEU et REPowerEU. **L'accent est mis sur la simplification et l'accélération des permis pour les nouveaux sites de production de technologies propres.** Le règlement fixe des objectifs clairs d'ici à 2030 afin de **concentrer les investissements sur des projets stratégiques pour l'Europe.**

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

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

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

Scénario central et scénarios alternatifs

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

Risques pesant sur le scénario central

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

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



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



Lorenzo PORTELLI

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

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

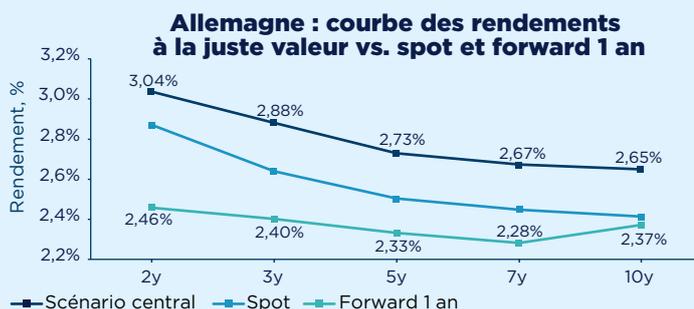
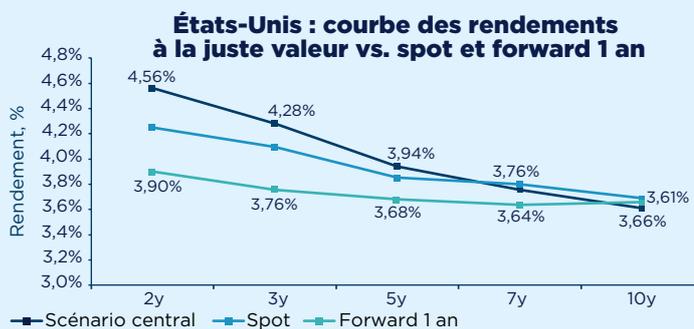
À quoi sert le modèle ?

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

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

Quels sont les signaux actuels :

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



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



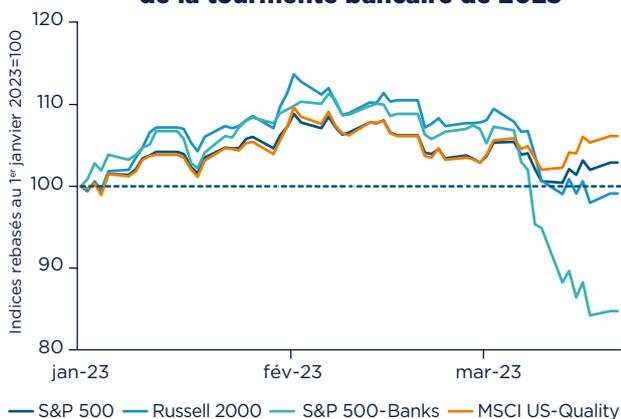
Les marchés d'actions en graphiques

Marchés développés

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

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

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

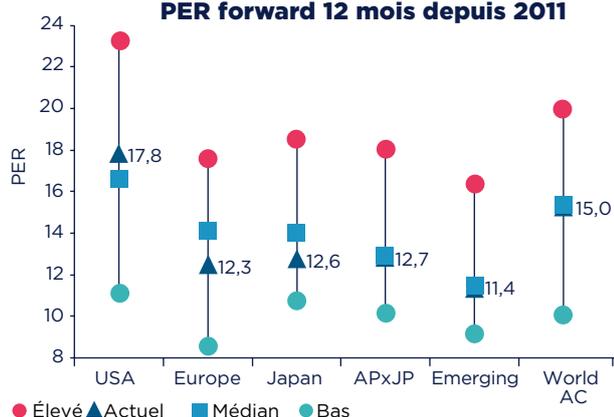


Source : Amundi Institute, Datastream, au 21 mars 2023.

Des valorisations plus attractives

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

PER forward 12 mois depuis 2011



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



“Les actions subissent le stress bancaire.”

Éric MIJOT

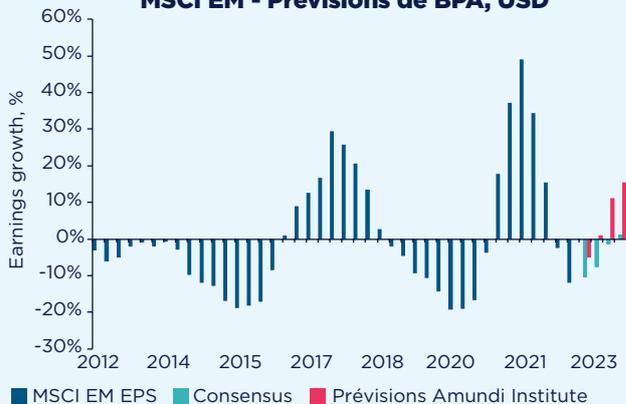
Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Actions des ME : reprise des bénéfices en 2023

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

MSCI EM - Prévisions de BPA, USD

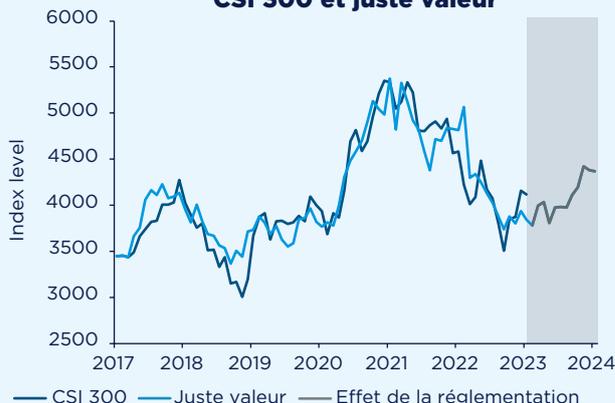


Source : Amundi Institute, Datastream. Données au 28 février 2023.

Les actions chinoises A ont de la place pour rebondir

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

CSI 300 et juste valeur



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



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

Alessia BERARDI

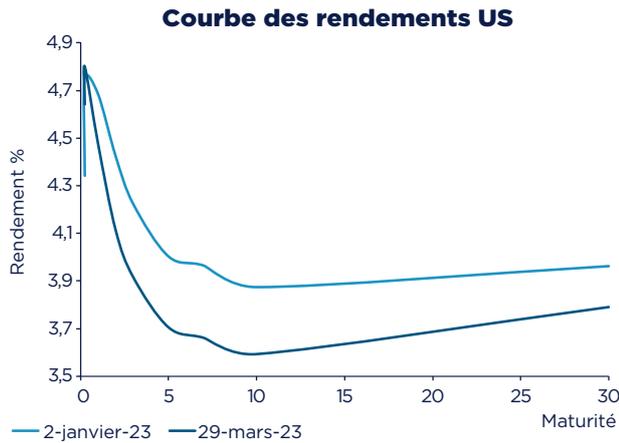
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

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

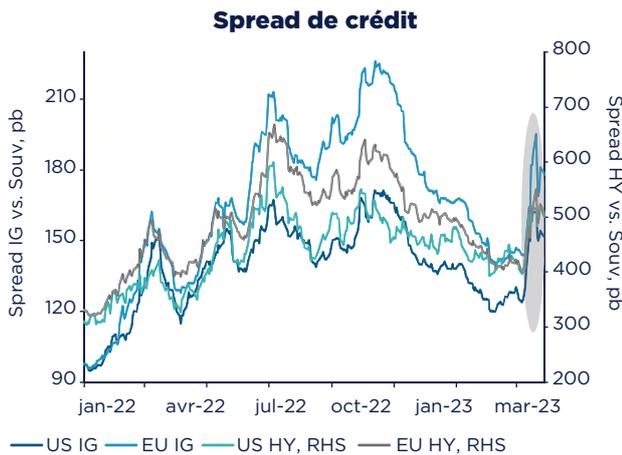
Les récents mouvements des marchés ont réduit les anticipations de taux de la Fed. Les rendements ont baissé sur toutes les maturités



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

Effet des turbulences de marché sur les spreads de crédit

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



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



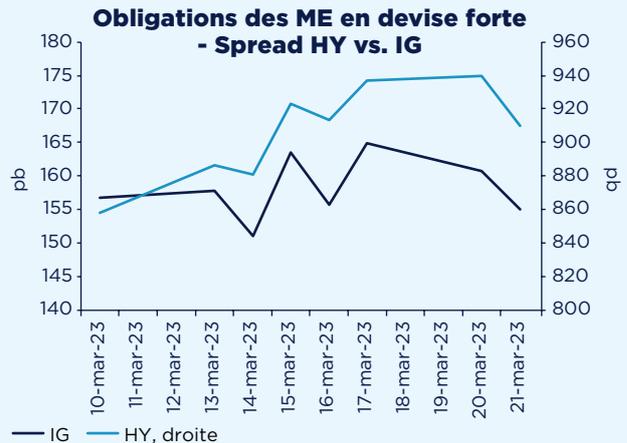
“Augmenter la sélectivité sur le crédit au vu de la dégradation des conditions financières.”

Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Institute

Marchés émergents

Fuite vers la qualité sur fond de risques de contagion

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

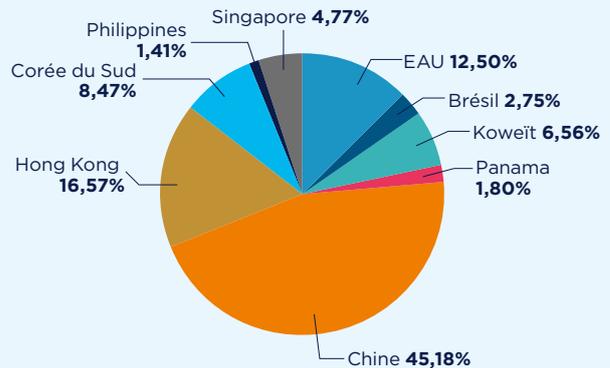


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 23 mars 2023.

Obligations AT1 : une part réduite dans les émergents

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

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

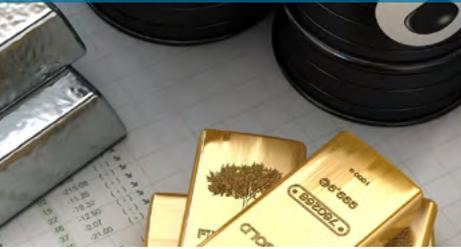


Source : calculs Amundi Institute à partir de données ICE BofA, au 23 mars 2023.



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

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



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



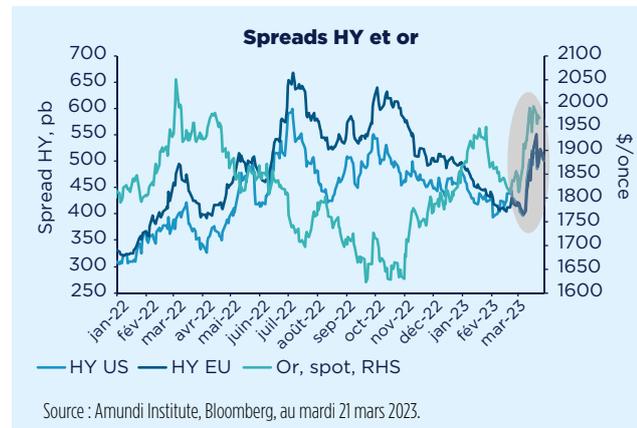
Jean-Baptiste BERTHON

Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

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

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

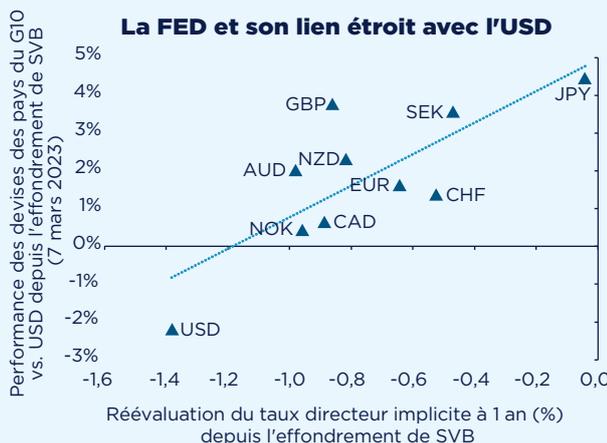
L’or a été fortement stimulé par l’effondrement des taux réels, l’écartement des spreads et la faiblesse du dollar. Il pourrait bénéficier d’un soutien supplémentaire des flux de détail, mais aura besoin de l’appui de la Fed et de la persistance des craintes liées aux banques. La révision rapide des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



DEVISES

Le lien étroit entre Fed et dollar

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



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



Federico CESARINI

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

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



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



Les souvenirs de crise font leur retour sur des marchés vulnérables



Vincent MORTIER
CIO Groupe

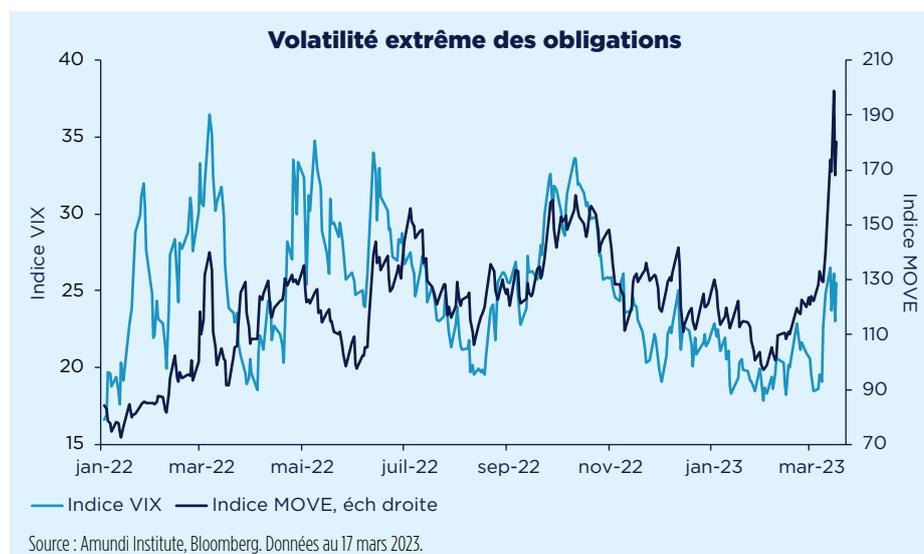


Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

Le mois de mars a ramené les marchés à la réalité après un début d'année complaisant. Le déclencheur a été la faillite de la Silicon Valley Bank et d'autres banques régionales américaines, auxquelles Credit Suisse a emboîté le pas en Europe. L'ajustement des rendements de référence et l'évolution des anticipations du marché quant à l'action des banques centrales ont été considérables, tant aux États-Unis qu'en Europe. La volatilité des obligations a atteint ses niveaux les plus élevés depuis la crise financière de 2008, tandis que celle des actions a également bondi, quoique dans une moindre mesure.

Les investisseurs doivent à présent être attentifs aux facteurs suivants :

- **Craintes de risques systémiques.** Nous ne pensons pas être confrontés à une crise systémique, car, grâce à une réglementation plus stricte, les banques aux États-Unis et en Europe sont en bien meilleure santé qu'en 2008. On notera l'affirmation des régulateurs européens selon laquelle ils s'abstiendront de modifier la hiérarchie du crédit (le cas de la Suisse étant idiosyncrasique), ce qui devrait rassurer les marchés.
- **Croissance économique sous pression.** Du fait des événements récents, l'atterrissage de l'économie pourrait être plus dur que prévu. La pénurie de crédit aura un impact sur la croissance et déterminera également l'ampleur de la récession. La réouverture de la Chine apportera un soutien au niveau mondial, mais ne suffira pas à compenser la récession américaine.
- **Action des BC alors que l'inflation élevée persiste.** L'action rapide des banques centrales pour stabiliser les marchés indique qu'elles prennent ces turbulences au sérieux, même si elles continuent à se concentrer sur l'inflation. Elles prendront désormais leurs décisions encore plus en fonction des données et donneront peu ou pas d'indications sur leurs prochains mouvements. Cela aura pour effet de maintenir la volatilité des obligations à un niveau élevé, l'inflation restant supérieure aux objectifs.
- **Impact sur les pays émergents.** L'univers des pays émergents n'a pas été épargné par le récent épisode de volatilité, mais leur avantage de croissance par rapport aux pays développés devrait subsister. La sélectivité sera essentielle dans un environnement de marché plus vulnérable.



“Nous nous dirigeons vers un environnement économique plus incertain, avec une visibilité moindre sur l'action des banques centrales. La prudence est donc de mise sur les actifs risqués.”

Au vu de cet environnement de plus en plus risqué, nous confirmons notre attitude prudente, avec les précisions ci-dessous :

- **D'un point de vue cross asset et afin de renforcer la protection, nous avons augmenté notre positionnement, déjà positif, sur la duration américaine avant le récent mouvement de baisse des rendements. Nous sommes de plus en plus prudents sur le crédit high yield.** En ce qui concerne les actifs risqués, nous restons défensifs sur les actions, où nous continuons à privilégier la Chine. Nous continuons à préférer les titres de qualité, qu'il s'agisse des actions ou des obligations d'entreprises. Nous pensons également qu'il convient de renforcer les couvertures sur les actions américaines et de rester bien diversifié via l'or. Sur le pétrole, nous sommes désormais tactiquement neutres compte tenu du ralentissement de la croissance économique.
- **Concernant les obligations, les mouvements sur les marchés ont été très importants, d'abord sous l'effet de la persistance de l'inflation élevée, puis en raison du mouvement de fuite vers les valeurs refuges provoqué par les turbulences bancaires.** Nous restons actifs et conservons un biais neutre à positif sur la duration américaine, mais une position légèrement défensive sur la duration européenne. Parmi les obligations d'entreprises, nous privilégions les titres de grande qualité et évitons les entreprises fortement endettées, tant dans l'UE qu'aux États-Unis, tout en restant prudents vis-à-vis du high yield. De manière générale, nous pensons que le système bancaire européen est robuste et que le réajustement actuel des prix pourrait offrir des opportunités sur les entreprises dont les fonds propres et les normes de gouvernance sont solides.
- **Concernant les actions, nous sommes prudents depuis un bon moment, car nous jugeons certaines valorisations excessives. La récente volatilité aux États-Unis et en Europe est en partie due à la complaisance des marchés.** Nous pensons qu'il est temps de profiter des bonnes performances enregistrées jusqu'à présent sur les segments cycliques et d'explorer maintenant les secteurs défensifs présentant des valorisations attractives et un fort potentiel de bénéfices. D'autre part, l'inflation se maintenant au-dessus des cibles, nous privilégions les actions versant des dividendes qui augmentent les revenus des investisseurs. Enfin, les récentes turbulences confortent notre orientation en faveur de la qualité, avec un biais « value » et une préférence pour les banques hors des États-Unis, avec une approche très sélective.
- **Sur les marchés émergents, l'aversion au risque a surtout affecté la dette en devises fortes, qui avait récemment bien performé. En revanche, la dette en devises locales semble résiliente.** Le différentiel de croissance entre émergents et développés et la faiblesse du dollar sont des atouts pour les émergents, sachant que nous restons sélectifs. Concernant la dette en devises locales, nous apprécions le Mexique, la Colombie, l'Afrique du Sud et l'Inde, ainsi que des pays comme la Thaïlande, où le cycle de hausse est presque terminé. Sur les actions, nous sommes positifs sur la Chine, mais avons revu en baisse notre opinion positive sur le Brésil. Enfin, certaines devises d'Amérique latine, dont le MXN, proposent un portage attractif.

Sentiment de risque global



Renforcer la protection des portefeuilles et rester diversifié, car les inquiétudes sur l'inflation, la croissance et les bénéfices subsistent et des risques supplémentaires pour la stabilité doivent désormais être pris en compte.

Changements par rapport au mois dernier

- Gestion cross asset : rester défensif sur le crédit, plus constructif sur les obligations du Trésor américain et rechercher les opportunités au-delà des courbes des taux européens de référence.
- Concernant les obligations, nous maintenons à présent une exposition globalement neutre à positive sur la duration américaine.
- Opportunités tactiques sur la dette des ME en devises locales et sur une sélection de devises des ME.

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. Que pensez-vous des banques européennes ?

Nous nous attendons à ce que les marges d'intérêt nettes et les volumes soient plus faibles que prévu, compte tenu du durcissement des conditions de crédit après les récentes turbulences. Ceci aura des conséquences sur la croissance des bénéfices des actions européennes, car les banques étaient censées être les principaux moteurs des bénéfices par action (BPA) en Europe à court-moyen terme. Les bénéfices des banques européennes resteront en hausse, mais seront moins élevés qu'initialement prévu. Les craintes d'assèchement du crédit semblent excessives compte tenu de la solidité des profils de liquidité et de la situation des fonds propres des banques européennes.

Conséquences en matière d'investissement :

- Prudence d'ensemble sur les actions européennes.
- Priorité à la qualité.

2. Que pensez-vous de la réforme institutionnelle et du remaniement gouvernemental en Chine ?

Les réformes institutionnelles du président Xi Jinping ont renforcé la concentration du pouvoir, tout en créant de nouveaux « super-ministères » directement rattachés au parti pour superviser les finances et la technologie. Ces réformes visent également à augmenter les dépenses consacrées à la défense et à renforcer la sécurité intérieure, compte tenu des inquiétudes croissantes d'instabilité régionale et de troubles internes. Sur le plan économique, la croissance pourrait encore surprendre à la hausse, en particulier dans le secteur du logement, tandis qu'à plus long terme l'objectif est de stabiliser le ratio dette/PIB.

Conséquences en matière d'investissement :

- Prudence sur les actions en général, optimisme sur la Chine et Hong Kong.
- Position défensive sur le haut rendement, mais constructive sur l'investissement grade, en particulier les durations courtes.

3. Que doit-on retenir de la saison de publication des résultats du T4 ?

La saison de publication des résultats du quatrième trimestre a été mitigée en termes de bénéfices par action aux États-Unis, mais meilleure que prévu en Europe. Les bénéfices par action de l'indice S&P 500 ont été en recul pour la première fois depuis 2020. Les résultats du quatrième trimestre publiés jusqu'à présent – quelque 96 % des entreprises ont communiqué leurs résultats – font état d'une baisse de 3,2 %, contre une hausse de 4,4 % au troisième trimestre, en raison, principalement, d'une révision à la baisse des marges. Les bénéfices du Stoxx 600 ont fortement décéléré, mais moins que prévu, avec une hausse de 16,9 %, contre 33,1 % au troisième trimestre.

Conséquences en matière d'investissement :

- Position défensive confirmée sur les actions américaines.
- Préférence pour les styles value, qualité et dividendes élevés.

“Nous abordons un environnement économique plus incertain avec une moindre visibilité sur l'action des banques centrales. Une récession se profile aux États-Unis.”



Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Institute

Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		Les marchés ayant eu à digérer les résultats médiocres du quatrième trimestre sur fond d'inflation élevée et de hausse des taux, il était inévitable que les valorisations s'en ressentent. Ces baisses, déclenchées par la faillite de banques régionales, montrent que les marchés avaient ignoré des risques significatifs. Nous restons prudents, tout en nous intéressant aux entreprises qui rémunèrent leurs actionnaires.
	Actions US value	+		Nous préférons les titres value dans le contexte actuel de légère hausse des rendements, mais restons concentrés sur la qualité, les bénéfiques et les entreprises fortement différenciées susceptibles de surperformer le cycle. Nous sommes sélectifs sur les banques.
	Actions US croissance	--		Les valorisations des géants du numérique et des grandes capitalisations sont encore excessives, malgré des résultats décevants pour les premiers. Nous évitons les entreprises non rentables et plus sensibles à la hausse des taux.
	Europe	-/=		Les incertitudes liées à la récession, à l'inflation et aux résultats nous incitent à la prudence, malgré quelques bonnes surprises récentes sur les résultats des valeurs cycliques. Côté banques, nous préférons celles présentant des fonds propres et des ratios de liquidité solides. La volatilité pourrait ouvrir des points d'entrée sur des valeurs à fort potentiel à long terme. Nous apprécions en général les titres décotés de qualité.
	Japon	-/=		L'élargissement (par la BoJ) de la fourchette des rendements obligataires et les anticipations concernant la politique de contrôle de la courbe des taux pourraient avoir un impact sur les mouvements du yen, ce qui incite à la prudence vis-à-vis des actions japonaises. Nous continuons de surveiller les bénéfiques et les répercussions du ralentissement de la croissance mondiale sur les marchés japonais tournés vers l'export.
	Chine	+		Nous considérons favorablement des secteurs comme celui de la consommation discrétionnaire, compte tenu du rebond post-Covid signalé également par les données réelles. Nous restons toutefois sélectifs et vigilants quant à l'évolution des risques géopolitiques (États-Unis, Russie) et du cadre de politique budgétaire.
	Marchés émergents hors Chine	=		La dynamique des bénéfices est généralement favorable, mais des facteurs spécifiques à certains pays, tels que l'environnement politique au Brésil (légèrement positif) et les valorisations en Inde et en Malaisie, nous incitent à la sélectivité.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Le travail de la Fed sur les taux d'intérêt est compliqué par les craintes d'instabilité financière, qui s'ajoutent à la difficile tâche de maintenir l'équilibre entre soutien à la croissance et lutte contre l'inflation. Nous pensons que la Fed maintiendra sa trajectoire de resserrement, mais qu'elle adoptera une attitude moins agressive. Nous sommes constructifs sur la durée, mais restons actifs, car la situation peut évoluer.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Les spreads n'intègrent pas totalement la volatilité des rendements et les pressions sur la consommation, qui finiront par affecter les flux de trésorerie des entreprises. Nous sommes légèrement positifs, mais privilégions les entreprises présentant un potentiel de portage élevé et capable de maintenir leurs bénéfices.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Le ralentissement de la croissance économique, la détérioration des perspectives de défaut et les pressions sur les coûts des entreprises nous incitent à rester prudents. Nous sommes attentifs à l'effet des taux réels et de la stabilité financière sur les spreads.
	Govies Europe	-/=		La BCE semble déterminée à combattre l'inflation, ce qui nous incite à être légèrement défensifs sur la durée. Nous sommes toutefois prêts à faire évoluer cette position en cas de changements d'attitude de la BCE et d'évolution des taux d'intérêt. Nous sommes vigilants sur la dette périphérique.
	Obligations d'entreprises euro IG	=		L'endettement reste stable par rapport au passé, mais le resserrement monétaire en Europe et les risques géopolitiques nous conduisent à rester proches de la neutralité. Nous surveillons les risques de stabilité et la façon dont le ralentissement affecte les flux de trésorerie et les besoins de liquidités des entreprises.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Du fait de la baisse de leurs réserves de liquidités, les entreprises HY pourraient augmenter leur endettement dans un contexte de bénéfices faibles, de taux élevés et de détérioration des perspectives de défaut. Nous restons prudents et attentifs aux facteurs susceptibles d'entraîner une volatilité des spreads.
	Govies Chine	=		Nous surveillons les politiques budgétaires et monétaires et la manière dont elles affectent collectivement les rendements chinois. Nous maintenons pour l'heure une exposition neutre, notre vue étant que cette classe d'actifs présente des avantages de diversification.
	Dette émergente en devise forte	=/+		Nous évaluons l'impact de la politique de la Fed sur la dette des pays émergents. Le portage et les valorisations de la dette en devises fortes sont attractifs, mais la fragmentation des politiques monétaires, le ralentissement de la croissance mondiale et les risques géopolitiques justifient une attitude sélective.
	Dette émergente en devise locale	=/+		Nous sommes prudemment optimistes sur la dette en devise locale dans le contexte d'affaiblissement du dollar, mais surveillons la croissance des ME. Nous jugeons attractives les émissions en monnaie locale de certains pays d'Amérique latine, comme la Colombie, car les banques centrales de la région ont vivement relevé leurs taux (pour contrôler l'inflation), ce qui devrait soutenir leurs devises.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole ont subi l'effet des inquiétudes sur la croissance, qui ont réduit les perspectives à très court terme. Toutefois, la discipline de production des producteurs de l'OPEP+ et des États-Unis, ainsi que l'augmentation de la demande chinoise, nous incitent à maintenir notre objectif à 12 mois à 100 dollars pour le Brent. Concernant l'once d'or, nous maintenons également notre objectif de cours à 12 mois à 2 000 dollars.
	Marché des changes			Nous avons réduit notre prudence sur la livre sterling par rapport au dollar en raison des anticipations d'affaiblissement du billet vert. Nous confirmons également notre objectif à 12 mois pour l'EUR/USD à 1,15. Certaines devises émergentes offrent la possibilité de tirer parti de la vigueur de l'Amérique latine et de l'Asie à mesure que la confiance se renforce.



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

Protéger davantage les portefeuilles

Notre choix de rester défensifs malgré le rallye des actifs risqués depuis le début de l'année a été validé par les récentes tensions sur les marchés. Celles-ci s'expliquent par les valorisations excessives, mais aussi par les craintes liées à l'économie, aux bénéfiques et à la contagion, des préoccupations qui restent présentes. De plus, les tensions géopolitiques suscitent de plus en plus d'incertitude. Cet environnement changeant incite à un positionnement défensif et au renforcement de la protection. En parallèle, il faut s'intéresser aux courbes des rendements des différents pays, notamment au-delà de ceux du cœur de la zone euro, et rester bien diversifié via des actifs tels que l'or.

Des idées à conviction forte

Les faibles marges, les valorisations élevées et le risque que les grands fonds de pension rééquilibrent leurs portefeuilles en réduisant leur allocation aux actions incitent à la prudence sur les actions des pays développés. **Le marché devrait rester l'otage des changements d'anticipations de taux terminaux aux États-Unis et en Europe.** Aux États-Unis, dans un contexte de volatilité accrue, nous mettons fin à notre préférence pour les petites capitalisations. En revanche, nous restons positifs à l'égard de la Chine du fait de l'amélioration de ses perspectives économiques, de valorisations intéressantes et du potentiel de croissance des flux entrants.

Concernant les obligations, nous relevons légèrement notre opinion constructive sur les titres du Trésor américain, qui devraient jouer leur rôle d'actifs refuges suite aux craintes de récession et d'instabilité financière. Plus généralement, les obligations d'État retrouvent leur rôle de diversification. Nous restons actifs sur l'ensemble des régions, notamment sur les courbes suédoise et canadienne, et légèrement positifs sur le spread BTP-Bund à 10 ans, mais prudents sur les obligations japonaises car la BoJ pourrait abandonner sa politique de contrôle de la courbe des taux.

Nous estimons que les valorisations actuelles des obligations d'entreprises ne sont pas justifiées, vu les risques sur les conditions financières. Nous sommes de plus en plus prudents sur les titres HY de l'UE en raison des signes de détérioration de l'environnement pour le haut rendement en général. Même si l'offre de titres a été bien absorbée par le marché, nous assistons à des prises de bénéfices. À l'avenir, les spreads seront donc moins bien soutenus par les flux entrants, une tendance que l'actualité récente ne fait que renforcer.

Sur le marché des changes, le dollar américain reste un élément clef. Nous pensons qu'il devrait s'affaiblir progressivement et cessons donc d'être négatifs sur la paire GBP/USD, davantage en raison de la situation du dollar que d'une éventuelle vigueur de la livre. Nous revoyons à la hausse la paire AUD/USD et restons positifs sur l'EUR/USD. Concernant les ME nous sommes désormais constructifs sur le MEX/EUR, en raison d'un portage attractif et parce que le peso mexicain devrait bénéficier du « nearshoring » (délocalisation proche, en l'occurrence par les États-Unis) et d'un cadre de politique monétaire solide. Nous sommes également positifs sur les parités BRL/USD et ZAR/USD.

Risques et couvertures.

Les risques pour la croissance et l'inflation toujours élevée soulignent l'importance de l'or. Par ailleurs, nous sommes tactiquement neutres sur le pétrole (tout en surveillant cette position) car l'affaiblissement de la demande aux États-Unis et en Europe, du fait du resserrement des conditions de prêt, pourrait peser sur ses cours. Il nous semble enfin pertinent de renforcer couvertures et protection, en particulier sur les actions américaines et le crédit.



Francesco SANDRINI
Responsable des
Stratégies Multi-Asset

“Les récents mouvements des marchés renforcent nos vues sur la durée et notre position prudente et diversifiée. Il convient maintenant de renforcer les couvertures en cette phase de faible croissance et de risques d'instabilité.”

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 = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales.

Tirer parti de la résilience de la qualité



Kasper ELMGREEN
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV
Responsable Marchés Émergents Monde



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US

Vue d'ensemble

La faillite de banques régionales américaines, les tensions en Europe et la volatilité qui en a résulté ont suscité des doutes quant à la durabilité de l'exubérance du marché. L'actualité récente nous incite à réévaluer nos vues, déjà prudentes, à la lumière des fondamentaux. Bien que soutenue par la baisse des prix de l'énergie, la consommation reste faible alors que l'inflation continue de peser sur les entreprises et les ménages. Aussi, il convient de privilégier les entreprises de style qualité et value présentant des bilans solides. Sur ces segments, nous sommes attentifs au potentiel de bénéfices des entreprises dont l'efficacité opérationnelle est avérée. **Il existe des opportunités dans les segments moins cycliques et il convient, tout en restant vigilant, de s'intéresser à des pays comme la Chine dont la corrélation avec les pays développés est réduite.**

Actions européennes

Même si les fondamentaux se détériorent, la saison de publication des résultats du T4 a été légèrement meilleure que prévu. Cependant, il est trop tôt pour commencer à se baser sur un meilleur scénario. **Il convient, au-delà des turbulences, d'être très attentif aux valorisations et de rester équilibré, en privilégiant les segments qualité et value.** Le moment est peut-être aussi venu d'opérer une rotation des principales convictions. **Nous privilégions, notamment, les banques de détail bien capitalisées du cœur de l'Europe.** Suivant une approche « barbell », nous nous intéressons aux valeurs cycliques de qualité et aux défensives, notamment dans les produits de base et la santé. Toutefois, dans certains secteurs cycliques excessivement valorisés (consommation, industrie), la prudence s'impose. Cela étant, nous continuons à privilégier les banques de détail de qualité, compte tenu des effets positifs des taux élevés sur leurs marges d'intérêt nettes.

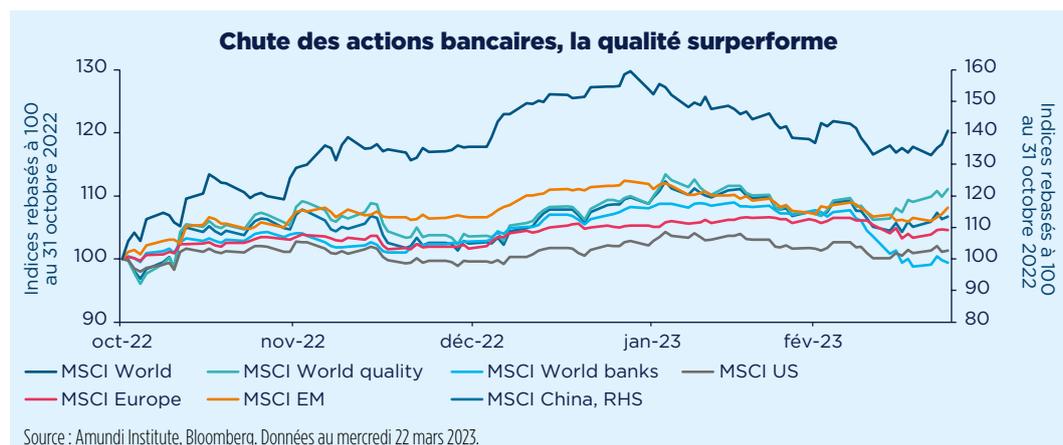
Actions américaines

Les valorisations actuelles ne semblent pas justifiées compte tenu du contexte inflationniste, des prévisions de hausse des taux et de la faiblesse des enquêtes de conjoncture. Les résultats du T4 ont montré une croissance des bénéfices inférieure à celle du T3 et une tendance à l'affaiblissement des prévisions des entreprises. **Nous examinons donc la qualité des bénéfices afin de déterminer si leur croissance est le résultat de modèles économiques solides et si elle peut être répétée.** Aussi, nous privilégions les entreprises efficaces du point de vue opérationnel et celles susceptibles de rémunérer leurs actionnaires. Nous apprécions les titres value de qualité des banques ou de l'énergie, mais évitons les valeurs de croissance non rentables et les méga-capitalisations. De plus, certaines entreprises des secteurs des biens d'équipement et de l'énergie devraient être capables de surperformer leur secteur. En revanche, les valorisations de la consommation discrétionnaire sont élevées et le secteur sera pénalisé par les pressions salariales. Les actions relativement défensives des équipements et services de santé et des instruments biomédicaux sont également attrayantes.

Actions émergentes

Les émergents présentent des risques géopolitiques et de politique intérieure, mais aussi des opportunités liées à la reprise en Chine, aux valorisations attractives et à la hausse des bénéfices. Nous sommes optimistes à l'égard de la Chine et du Brésil. Concernant ce dernier, bien que nous soyons moins positifs qu'auparavant, nous nous attendons à des politiques favorables au marché. Nous sommes constructifs sur les biens de consommation discrétionnaire, mais négatifs sur la santé. En termes relatifs, nous préférons l'énergie aux matériaux et le style value au style croissance.

“Il faut éviter les titres chers et s'orienter vers des entreprises de qualité présentant des bilans solides.”



Les obligations d'État retrouvent leur rôle diversificateur

Vue d'ensemble

La volatilité accrue et le resserrement des conditions financières sont à l'origine de fortes fluctuations des rendements aux États-Unis et en Europe, et de changements d'anticipations des taux terminaux. Les banques centrales et les régulateurs ont rapidement fourni des liquidités, mais leur tâche n'est pas encore terminée, car l'inflation reste élevée et les craintes d'instabilité subsistent. Ils doivent maintenir un équilibre délicat pour conserver leur crédibilité. **Les investisseurs doivent donc explorer activement les obligations, en particulier les obligations d'État américaines, afin d'apporter une certaine stabilité à leurs portefeuilles.** Ils doivent également intégrer des actifs de protection contre l'inflation et explorer sélectivement le crédit et les pays émergents, en mettant l'accent sur la qualité.

Obligations mondiales et européennes

Si l'inflation élevée nous incite à être légèrement prudents sur la durée en Europe et au Japon, nous sommes maintenant neutres, mais flexibles, sur les États-Unis suite aux récentes craintes pour la stabilité financière et la croissance. Concernant les points morts d'inflation, nous sommes désormais positifs sur l'Europe par le biais des BTP, mais les points morts américains à 2 ans sont chers. Les cours des actifs risqués n'intègrent pas pleinement des facteurs tels que les pressions haussières sur les salaires, qui pourraient affecter les bénéficiaires et éventuellement détériorer les indicateurs de crédit. Nous sommes légèrement positifs sur les obligations d'entreprises, mais prudents sur le HY et privilégions l'IG européen. Les bilans des entreprises IG sont solides, leur endettement est faible et généralement à taux fixe. Au niveau sectoriel, malgré la volatilité, nous pensons que le réajustement des prix peut offrir des opportunités sur les financières présentant des fonds propres solide. De plus, nous considérons favorablement les émetteurs d'obligations vertes avec lesquels nous pouvons dialoguer en vue d'une amélioration de leurs performances ESG.

Obligations américaines

La Fed doit prouver sa crédibilité alors même qu'elle est confrontée à la difficile tâche de maîtriser l'inflation. Nous restons légèrement constructifs sur la durée, tout en restant actifs. **Le risque lié aux spreads de crédit a augmenté, en particulier sur les segments faibles et très endettés.** Malgré l'écartement généralisé des spreads, les marchés n'ont pas encore bien intégré le ralentissement. Les investisseurs doivent donc profiter des rallyes pour sécuriser leurs gains. Nous préférons les valeurs financières aux non-financières telles que les industrielles, l'IG au HY, et les valeurs disposant de réserves de capital solides. Sur le marché des produits titrisés, nous pensons que la consommation est susceptible de fléchir quelque peu à mesure que le marché de l'emploi s'affaiblit, le resserrement des conditions de prêt des banques et l'augmentation des coûts d'emprunt aggravant la situation. Nous sommes donc très vigilants.

Obligations émergentes

Les récents mouvements des obligations en devises locales pourraient ouvrir des opportunités, notamment en Amérique latine, en Afrique du Sud et en Inde. Nous privilégions également les pays où le cycle de hausse des taux est presque terminé (Thaïlande, Colombie). La croissance et la stabilité des politiques sont des éléments favorables aux actifs émergents, y compris aux obligations en devises fortes. Nous surveillons l'environnement politique en Turquie, mais ne percevons pas de risque d'insolvabilité. La sélection est essentielle au vu du contexte de tensions géopolitiques entre la Chine et les États-Unis.

Devises

Notre exposition au dollar est presque neutre en raison de la dissipation de l'avantage de taux des États-Unis, mais nous sommes positifs sur les devises refuges (CHF, JPY). Nous privilégions le MXN et le BRL en Amérique latine et l'IDR et l'INR en Asie.



Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier
Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des
Investissements US

“Le resserrement des conditions financières et le ralentissement de la consommation pourraient peser sur les flux de trésorerie des entreprises, ce qui augmenterait les risques de défaut.”

Rendements du crédit attractifs, mais attention à la qualité



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au vendredi 17 mars 2023. L'indice Bloomberg des conditions financières aux États-Unis suit le niveau global des tensions financières sur les marchés monétaires, obligataires et actions des États-Unis afin d'évaluer la disponibilité et le coût du crédit. Une valeur positive reflète des conditions financières plus souples, tandis qu'une valeur négative suggère des conditions plus restrictives par rapport aux normes d'avant crise.



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 23 mars 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2,7	2023	2024	2022	2023	2024
Pays développés	2,1	0,6	0,6	7,4	4,8	2,5
États-Unis	3,5	0,5	0,1	8,0	4,2	2,4
Zone euro	1,9	0,3	0,7	8,4	6,0	3,0
<i>Allemagne</i>	2,6	0,0	0,7	8,7	6,2	2,9
<i>France</i>	3,8	0,3	0,8	5,9	5,6	3,0
<i>Italie</i>	5,5	0,4	0,8	8,7	6,8	2,3
<i>Espagne</i>	4,0	0,8	0,9	8,3	4,0	3,1
Royaume-Uni	1,0	-0,4	0,9	9,0	7,2	2,9
Japon	4,0	0,5	1,0	2,5	1,9	0,6
Pays émergents	3,0	3,9	3,9	8,7	6,5	5,6
Chine	7,0	5,6	4,7	2,0	1,5	2,5
Inde	5,3	5,4	6,0	6,7	6,0	6,0
Indonésie	2,9	5,2	4,8	4,2	4,3	4,1
Brésil	3,1	0,7	1,1	9,3	5,0	5,0
Mexique	-2,3	1,4	0,4	7,9	6,0	4,7
Russie	2,1	0,6	2,0	13,8	6,7	4,5
Afrique du Sud	5,5	0,3	0,5	6,9	5,9	4,8
Turquie	3,4	2,6	4,0	72,0	49,6	38,8
Monde	3,4	2,5	2,6	8,2	5,8	4,3

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	23 mars 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	5,00	5,25	4,50	4,75	3,90
Zone euro**	3,00	3,50	3,30	3,50	3,20
Royaume-Uni	4,25	4,50	4,40	4,25	4,10
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chine***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde***	6,50	6,50	6,70	6,25	6,50
Brésil	13,75	12,25	13,30	10,25	11,70
Russie	7,50	7,00	7,55	7,00	7,20

Source : Amundi Institute. Prévisions au vendredi 24 mars 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, %

	24 mars 2023	Amundi +6m	Forward +6m	Amundi +12m	Forward +12m
États-Unis	3,59	3,40-3,60	3,38	3,10-3,30	3,17
Allemagne	2,27	2,50-2,70	2,16	2,30-2,50	1,92
Royaume-Uni	3,07	3,20-3,40	3,05	3,20-3,40	3,00
Japon	-0,06	0,10-0,20	-0,06	0,10-0,20	-0,04

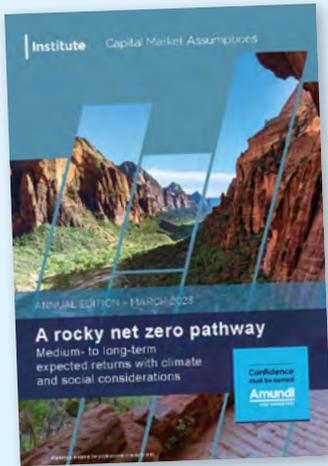
PRÉVISIONS SUR LES TAUX À 10 ANS, %

	24 mars 2023	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
États-Unis	3,29	3,30-3,50	3,36	3,30-3,50	3,37
Allemagne	2,02	2,40-2,60	2,11	2,30-2,50	2,09
Royaume-Uni	3,17	3,50-3,70	3,34	3,50-3,70	3,36
Japon	0,32	0,50-0,70	0,42	0,60-0,80	0,51

Cours de change

	22 mars 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
EUR/USD	1,09	1,05	1,08	1,15	1,12
EUR/JPY	143	136	140	136	139
EUR/GBP	0,88	0,90	0,89	0,90	0,90
EUR/CHF	1,00	0,96	1,00	1,04	1,01
EUR/NOK	11,36	11,09	10,70	10,78	10,35
EUR/SEK	11,19	11,24	11,00	10,86	10,65
USD/JPY	131	128	130	119	126
AUD/USD	0,67	0,67	0,70	0,76	0,72
NZD/USD	0,62	0,61	0,63	0,66	0,66
USD/CNY	6,87	6,70	6,80	6,40	6,70

Source : Amundi Institute. Prévisions au jeudi 23 mars 2023.



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.

**Article thématique :
un chemin difficile vers le
Net Zéro**

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Pas de risque systémique lié à la faillite de SVB, mais attention aux zones de vulnérabilité



Le secteur bancaire européen devrait résister à la fragilité du Credit Suisse



La BCE relève ses taux : elle n'en a pas fini avec l'inflation, mais il faut s'attendre à une trajectoire plus douce



France : La réforme des retraites met la sphère politique à rude épreuve, mais une instabilité majeure est peu probable



Secteur bancaire : analyse des conséquences des récents événements



Hausse accommodante de la Fed : le pic du cycle des taux pourrait être proche

Visit us on:



INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation : lundi 3 avril 2023.

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

Credits photos : © iStock - © Gettyimages - Radoslav Zilinsky

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BÉRARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

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