

Institute

#12
Decembre
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Le rebond des marchés traduit un optimisme excessif

AMUNDI INSTITUTE

Allocation d'actifs défensive prolongée jusqu'en 2023, augmentation progressive de l'exposition au risque plus tard dans l'année

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#12 - Decembre 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Le rebond des marchés traduit un optimisme excessif p. 3

Nous pensons que la Fed maintiendra les taux en territoire restrictif à court terme. Ceci, associé aux inquiétudes sur les bénéfiques, nous incite à rester prudents sur les actifs risqués, mais en saisissant des opportunités de manière sélective sur les actions américaines, les entreprises présentant un bilan solide et les valeurs de qualité, de style value et versant des dividendes. Côté crédit, certains titres IG américains et des pays émergents semblent attractifs. Cependant, les investisseurs doivent prévoir une protection dans leurs portefeuilles sous la forme de bons du Trésor américain, sur lesquels nous sommes désormais plus positifs. Cette approche doit être complétée par un positionnement globalement bien diversifié qui inclut les matières premières.

Amundi Institute

Inflation américaine: en décélération, mais toujours nettement au-dessus du seuil de tolérance de la Fed p. 5

Malgré un ralentissement des chiffres de l'inflation américaine, la Fed devrait maintenir sa politique monétaire « plus élevée pour plus longtemps ».

Gestion diversifiée

Rester bien diversifié, exploiter la valeur relative p. 7

Dans un contexte de visibilité limitée, nous restons bien diversifiés et confirmons notre position positive sur la durée, tout en procédant à quelques ajustements tactiques.

Marchés obligataires

Jouer le thème du « retour des obligations » en misant sur la qualité p. 9

Nous pensons qu'au lieu d'un ralentissement ponctuel de l'inflation, la Fed va probablement évaluer la tendance de l'inflation, les marchés du travail et le climat général de consommation avant de modifier sa ligne de conduite.

Actions

Des opportunités sur fond de dispersion élevée p. 11

Un déplacement vers les capitalisations boursières de plus petite taille pourrait permettre de découvrir des entreprises dont les valorisations et le potentiel de performance sont attractifs, mais nous restons très sélectifs.

Thématique Macro Policy

Quand la politique budgétaire met les institutions européennes sous pression p. 13

Après plusieurs mois de négociations informelles, la Commission européenne a présenté le 9 novembre une proposition de réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Seules les grandes lignes de la réforme ont été présentées. La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles. La réforme de la gouvernance budgétaire devra donc être adoptée l'année prochaine.

Le thème du mois

Allocation d'actifs défensive prolongée jusqu'en 2023, augmentation progressive de l'exposition au risque plus tard dans l'année p. 15

Le contexte économique attendu dans les 12 prochains mois confirme la poursuite de la phase de correction actuelle pendant le premier semestre de 2023, celle-ci étant caractérisée par une récession des bénéfiques et une inflation encore élevée (bien qu'en recul). Au second semestre, certains des facteurs défavorables devraient se dissiper (baisse de la pression sur les prix et maintien de la politique monétaire de la FED), ce qui favorisera le passage progressif du positionnement défensif actuel (biais pour l'or, le crédit de qualité et, à la marge, les emprunts d'État) à une exposition renforcée au risque (principalement via les actions des pays développés et le crédit de haute qualité)..

Thématiques

Obligations européennes : équation difficile en cas de poursuite de la crise énergétique p. 17

Au-delà de l'impact des variables économiques domestiques de chaque pays, les rendements des obligations d'Etat européennes dépendent également de la crise énergétique et des choix de politique monétaire et budgétaires. Des prix de l'énergie durablement élevés et le maintien de politique budgétaires expansionnistes pourraient entraîner à terme un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes.

L'actualité récente ne modifie pas nos prévisions sur la guerre Russie-Ukraine p. 19

La guerre en Ukraine continue de dicter les perspectives européennes pour 2023. Elle déterminera la politique locale et européenne, la sécurité énergétique, la politique industrielle et les relations internationales. Dans cet article, nous présentons nos prévisions pour la prochaine phase de la guerre et proposons une perspective optimiste faite de négociations de paix conduisant à une cessation des hostilités au cours du second semestre de l'année.

Politique immobilière chinoise: mieux vaut tard que jamais p. 21

Les dernières mesures de soutien au logement annoncées par le gouvernement chinois cherchent à redonner une bouffée d'oxygène aux promoteurs en difficulté, et précisent que les défauts de paiement n'équivaleront pas à franchir la ligne rouge. Après un fort désendettement ces 12 derniers mois, la stabilisation du marché est désormais la priorité.

Lula est de retour et marque déjà des buts p. 23

Lula a marqué un but en Égypte, lors de la COP27, dans la lutte contre le changement climatique. Il a, en revanche, marqué contre son camp sur le front des dépenses, déstabilisant les marchés et remettant en cause les attentes d'orientation politique prudemment populiste. Nous continuons de croire que la politique de Lula sera de centre gauche, avec l'appui des marchés, même si les risques sont plus élevés.

Scénarios de marché et risques

| | |
|---|-------|
| > Scénarios central & alternatifs | p. 25 |
| > Principaux risques | p. 27 |
| > Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés | p. 28 |
| > Points clés de la Recherche | p. 30 |
| > Allocation d'actifs Amundi | p. 32 |

Contexte macroéconomique

| | |
|--|-------|
| > Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs | p. 34 |
| > Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs | p. 36 |
| > Prévisions macroéconomiques et financières | p. 38 |
| > Publications récentes | p. 39 |

VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Sentiment de risque global



Malgré la reprise, il convient de rester vigilant sur les actifs risqués et de bien se diversifier sans modification du profil de risque à long terme.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Légèrement positif sur les bons du Trésor.
- ▶ Réduction de la prudence vis-à-vis des actions européennes.
- ▶ Diversification accrue et couverture contre l'inflation avec l'or, le CHF et le 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.

Le rebond des marchés traduit un optimisme excessif

Les marchés bénéficient d'un peu de répit au cours d'une année qui, dans l'ensemble, devrait rester dans les mémoires comme l'une des plus difficiles pour les investisseurs. La tendance négative s'est quelque peu inversée, permettant une progression du S&P 500 et de certains indices d'obligations souveraines. Cette évolution récente des marchés est due à l'alignement de plusieurs astres : **(1) le reflux de l'inflation américaine**, à l'origine d'un rallye et une exubérance excessifs à notre avis, car la Fed restera focalisée sur l'objectif d'inflation : il est donc trop tôt pour crier victoire sur ce point ; **(2) la saison des résultats**, qui a, certes, été mauvaise, mais moins que prévu ; **(3) l'assouplissement des restrictions anti-Covid en Chine**, qui a eu lieu plus tôt qu'anticipé, même si la réouverture complète ne se fera pas avant 2024 ; et **(4) l'incertitude géopolitique**, qui a marqué une **pause après les élections** — aux États-Unis, les élections de mi-mandat n'ont pas réservé de surprise majeure et le marché a bien réagi à l'avènement d'un gouvernement divisé, qui devrait éviter les politiques populistes. Sur le plan international, davantage peut être attendu sur le front des tensions entre les États-Unis et la Chine. Au Royaume-Uni, le nouveau Premier ministre modifie l'orientation de la politique budgétaire, l'accent étant désormais mis sur l'augmentation des impôts et la réduction des dépenses.

Ces développements nous incitent à rester prudents à l'approche de 2023, tout en exploitant tactiquement certaines opportunités de court terme dans le cadre d'une approche globale bien diversifiée. En détail :

- * **D'un point de vue cross-asset**, notre position sur les actions a évolué ces dernières semaines vers la neutralité. Nous avons notamment réduit notre position négative sur les actions européennes tout en restant globalement prudents et en maintenant nos couvertures. Nous avons équilibré cette évolution en augmentant les sources de diversification, en adoptant une approche favorable au pétrole et à l'or et en augmentant légèrement notre exposition à la durée sur les bons du Trésor américain. Nous nous tenons prêts à ajuster ces positions, les perspectives économiques restant très incertaines.
- * **Le thème du « retour des obligations »** a été soutenu par le chiffre d'inflation en baisse, qui a entraîné l'un des plus forts rebonds journaliers de l'histoire des obligations souveraines. Cependant, il est essentiel de conserver une approche active de la durée. Les marchés considèrent toute indication de hausse des prix plus faible que prévu comme annonciatrice d'un virage accommodant de la Fed. Toutefois, celle-ci attendra probablement, avant de changer d'attitude que l'inflation soit inférieure aux attentes pendant un certain temps. Nous restons donc très actifs sur la durée, avec en ce moment une vue favorable à l'égard des bons du Trésor américain et un œil attentif aux chiffres d'inflation et de croissance. L'inflation américaine s'est également répercutée sur les rendements obligataires européens de référence, sur lesquels nous conservons une position proche de la neutralité, en cherchant des opportunités sur l'ensemble des courbes.
- * **Le thème du « retour des obligations » concerne aussi le marché du crédit**, l'accent étant toujours sur la qualité. Les *spreads* de crédit se sont resserrés depuis la mi-octobre aux États-Unis et plus encore en Europe. Nous restons cependant prudents à l'égard de la dette risquée et de faible qualité d'entreprises qui ont tendance à augmenter leur endettement. Les défauts d'entreprises sont stables à ce stade et les fondamentaux solides des entreprises permettent une amélioration des notes de crédit, sachant toutefois que les notes et les défauts tendent à évoluer avec retard par rapport aux cycles économiques. Nous ne voyons donc aucune raison convaincante d'augmenter le risque. Le niveau de trésorerie des entreprises, bien qu'encore élevé, est déjà en baisse, en particulier chez les émetteurs mal notés qui pourraient avoir des difficultés à lever des capitaux au moment où ils en ont le plus besoin. Aussi, les besoins de refinancement des entreprises, leur capacité à satisfaire en interne leurs besoins en capitaux et l'attitude des banques centrales sont des facteurs clés à surveiller avant de modifier notre position. Au niveau régional, cependant, nous continuons à préférer les États-Unis à l'Europe.
- * **Notre position sur la dette des pays émergents** reste assez prudente, **mais nous percevons de la valeur dans la dette en devises fortes d'une sélection de pays**. Nous pensons qu'il n'est pas encore temps d'augmenter le risque sur l'ensemble de cette classe d'actifs, car le changement de cap de la Fed — un facteur clé pour les perspectives de la dette de ces pays — reste difficile à anticiper. Cela dit, des points d'entrée pourraient

VUES DES CIO

se présenter au début de l'année 2023. En ce qui concerne la Chine, nous prévoyons une réouverture progressive en 2023 dont le rythme sera déterminant pour la croissance. En Amérique latine, nous sommes prudemment optimistes concernant le Brésil, un pays émergent qui a enregistré de bonnes performances cette année. Nous suivons néanmoins de près dans quelle mesure les politiques de Lula affectent la situation financière du pays.

- * **Côté actions, nous essayons de saisir tactiquement des opportunités** tout en maintenant l'accent sur la sélection bottom-up. Nous voyons le mouvement actuel comme un simple rebond dans un marché baissier. Avant de conclure à un point bas cyclique pour les actions, il faudrait une amélioration des bénéfices et un changement de cap de la Fed, mais nous n'y sommes pas encore. Selon nous, les prévisions de bénéfices aux États-Unis pour l'année prochaine restent élevées, compte tenu du double effet du ralentissement de la croissance et de la vigueur persistante du dollar. En Europe, la situation est tout aussi délicate : certains signaux positifs apparaissent, mais il faudra que les marges des entreprises et la consommation progressent pour que nous soyons convaincus que nous sommes au bout de nos peines. Nous restons donc vigilants en Europe et aux États-Unis et recherchons des opportunités sur les titres sous-évalués, de qualité, à hauts dividendes et sur les petites capitalisations, en particulier aux États-Unis. Les actions chinoises sont très volatiles en ce moment et dépendent fortement de l'actualité de la politique zéro-covid et du redémarrage de l'économie, malgré des valorisations attractives. Nous conservons donc une position neutre et restons prêts à revenir sur ce marché lorsque les fondamentaux des bénéfices et la croissance économique seront plus faciles à évaluer.

AMUNDI INSTITUTE

Inflation américaine : en décélération, mais toujours nettement au-dessus du seuil de tolérance de la Fed



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA
Économiste senior, Amundi Institute

Les perspectives d'inflation aux États-Unis restent, à ce stade, le principal moteur du sentiment du marché. Les chiffres moins élevés qu'attendu de l'IPC américain en octobre, en hausse de 7,7 % sur douze mois (soit le rythme le plus faible en glissement annuel depuis février 2022), ont semblé confirmer que le pic était probablement passé, suscitant une forte réaction du marché. Ce dernier y a vu le déclencheur possible d'un changement de cap accommodant de la Fed, principale condition de sortie du marché baissier. Cependant, de notre point de vue, nous n'y sommes pas encore.

En variation mensuelle, l'IPC général a été conforme à nos attentes (0,44 % contre des prévisions de 0,48 %). En revanche, l'inflation sous-jacente a été plus faible que ce que nous attendions (0,3 % contre 0,49 %). La baisse de l'inflation sous-jacente est attribuable aux :

- * **Services sous-jacents** : la hausse des prix plus faible que prévu des services sous-jacents est due à un ralentissement significatif dans les services de santé, alors que les variations mensuelles des autres composantes n'ont pas affiché de baisses significatives. Ce ralentissement a notamment été provoqué par une baisse ponctuelle des coûts des services médicaux, liée aux prix des assurances maladie, qui pourrait ne pas se répéter.
- * **Biens sous-jacents** : la baisse plus forte que prévu des prix des biens sous-jacents (soit les biens hors énergie et alimentation) a été causée par l'habillement, les équipements et fournitures ménagers et la baisse des prix des voitures d'occasion. La dynamique des prix de ces biens décélère et va dans la bonne direction, mais il y a encore du chemin à parcourir pour retrouver les tendances d'avant-covid. À cet égard, il est important de surveiller la dynamique des prix des vêtements et des voitures d'occasion.

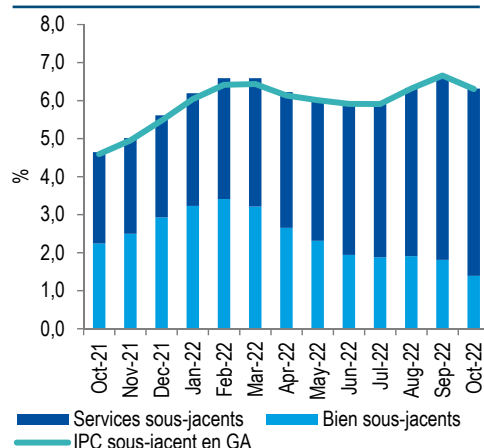
Conséquences sur les perspectives d'inflation

Au cours des prochains mois, nous nous attendons à une dynamique vigoureuse de l'inflation sous-jacente, tandis que celle de l'inflation générale devrait s'affaiblir sous l'effet de la baisse des prix de l'essence.

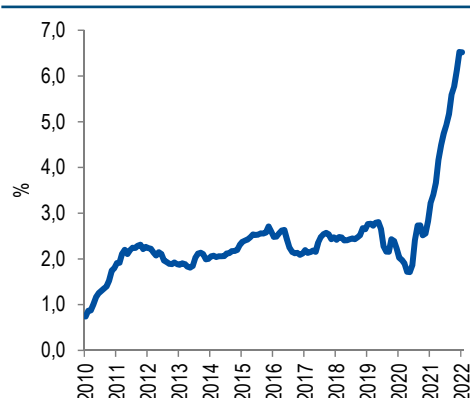
- * **Inflation générale** : nous confirmons que l'inflation générale a désormais passé son point haut aux États-Unis et que, en correspondance avec notre scénario central pour les matières premières et le pétrole, les chiffres en glissement annuel devraient nettement décélérer (nous attendons 7,6 % au quatrième trimestre 2022).
- * **Inflation sous-jacente** : la baisse de l'inflation sous-jacente pourrait être plus lente que celle de l'inflation générale (l'indice sous-jacent ayant plus d'inertie), étant donné que la dynamique de l'inflation des services, même si elle ralentit, reste assez élevée.
- * **Risques** : nous continuerons à surveiller l'effet de ralentissement lié aux biens essentiels, qui a commencé à se concrétiser plus rapidement que prévu dans certaines catégories, entraînant un affaiblissement général de la dynamique et de l'inflation des biens essentiels.

Malgré un ralentissement des chiffres de l'inflation américaine, la Fed devrait maintenir sa politique monétaire « plus élevée pour plus longtemps »

Contribution à l'IPC sous-jacent



Viscosité de l'inflation — Fed d'Atlanta



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au mardi 22 novembre 2022. Comparaison en glissement annuel des points de données mensuels.

AMUNDI INSTITUTE

Réaction de la Fed

Nous pensons qu'il existe une pression haussière sur le taux terminal, étant donné la vigueur des marchés du travail et la détermination de la Fed à lutter contre l'inflation. La Fed considère que le rapport risque/bénéfice d'un resserrement excessif de sa politique monétaire est favorable. En effet, un tel resserrement lui permettrait de maîtriser l'inflation dès maintenant, sachant qu'ultérieurement elle pourrait, si nécessaire, soutenir l'activité économique en recourant aux nombreux outils dont elle dispose. **À noter que la Fed entend se fonder sur les chiffres d'inflation tels qu'ils sont et sans chercher à élaborer de narratif, sa dernière interprétation de l'« inflation transitoire » s'étant avérée en décalage avec la réalité. Elle se concentre donc désormais sur le niveau auquel elle doit relever ses taux d'intérêt et sur la durée de leur maintien en territoire restrictif.**

Incidences en termes d'investissement

L'inflation persistante, même si elle est en voie de décélération, souligne la nécessité de maintenir une stratégie de diversification au-delà des classes d'actifs traditionnelles actions/obligations, pour inclure, entre autres, les actifs réels et les matières premières. Ceci permettrait aux investisseurs de se concentrer sur les performances corrigées de l'inflation et, en même temps, d'inclure une protection du portefeuille par le biais de l'or ou des bons du Trésor américain. Toutefois, étant donné que les pressions sur les performances s'exercent des deux côtés (ralentissement de la croissance et inflation élevée), il est crucial de maintenir une position globalement active.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rester bien diversifié, exploiter la valeur relative



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Dans un contexte de visibilité limitée, nous restons bien diversifiés et confirmons notre position positive sur la duration, tout en procédant à quelques ajustements tactiques

La récession des bénéfiques, le resserrement des banques centrales (avec des divergences en termes de communication prospective) et l'inflation toujours élevée constituent les principales préoccupations du marché. La modération de l'inflation américaine a récemment été un développement positif, mais il faudra que cette baisse soit durable pour infléchir le positionnement de la Fed, condition clé pour nous permettre d'adopter un positionnement constructif sur les actifs risqués. Pour le moment, l'actualité du Covid en Chine, les tensions géopolitiques et les inquiétudes relatives aux bénéfiques ne nous permettent pas de revenir sur notre attitude prudente. Cependant, nous voyons des opportunités tactiques sur les actions, surtout en termes de valeur relative. **Cette approche doit être complétée par une meilleure diversification et une protection du portefeuille au moyen des matières premières (pétrole) et de l'or**, sur lesquels nous sommes constructifs afin d'améliorer les performances réelles et la couverture.

Des idées à conviction forte

Concernant les actions, nous avons modifié notre position tactique à neutre, en réduisant notre prudence vis-à-vis de l'Europe et en explorant la valeur relative aux États-Unis, avec une préférence pour les petites capitalisations par rapport aux valeurs de croissance chères. Nous nous tenons toutefois prêts à ajuster cette vue dans une direction plus prudente compte tenu de l'évolution des bénéfiques. La décote des petites capitalisations par rapport aux grandes capitalisations est à des niveaux extrêmes et leurs performances relatives commencent à s'améliorer. Cependant, l'Europe est confrontée à des risques stagflationnistes plus

élevés, de sorte que nous conservons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe, à l'égard de laquelle nous restons défensifs. Sur les marchés émergents, nous maintenons une exposition neutre aux actions chinoises, avant une possible amélioration des perspectives en 2023. **En ce qui concerne les obligations, nous confirmons notre positionnement constructif sur la duration américaine.** En effet, les marchés intègrent désormais un taux final plus élevé tandis que le resserrement abrupt de la Fed augmente le risque d'atterrissage brutal aux États-Unis, de sorte que les valorisations des obligations du Trésor américain semblent attractives. La Fed pourrait ralentir le rythme de ses hausses pour évaluer l'effet de celles qui ont déjà été réalisées. Quoi qu'il en soit, nous surveillons activement notre position afin de nous prémunir contre tout mouvement des rendements contraire à nos attentes. De manière générale, nous nous intéressons à toutes les zones géographiques, y compris le Royaume-Uni, où nous évaluons les opportunités liées aux dernières annonces budgétaires.

Concernant les marchés périphériques, nous avons ajusté notre position sur la courbe des taux italienne dans le contexte de la communication plus accommodante de la BCE. Nous conservons une opinion légèrement positive sur le *spread* BTP-Bund à 10 ans, le nouveau gouvernement italien assurant qu'il poursuivra sur la voie de la discipline budgétaire.

Nous maintenons notre opinion légèrement optimiste sur l'IG américain. Les fondamentaux et les bilans des entreprises sont robustes, leur liquidité est élevée avec un bon niveau de couverture des intérêts et le risque de refinancement de la dette est faible

Convictions Amundi

| | Variation 1 mois | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
|----------|------------------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| Actions | ↗ | | | | ■ | | | |
| Crédit | | | | | ■ | | | |
| Duration | ↗ | | | | | ■ | | |
| Pétrole | ↗ | | | | ■ | | | |
| Or | ↗ | | | | | ■ | | |

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/**/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes. *Nous avons adopté une exposition tactique neutre aux actions, tout en conservant une approche prudente dans un contexte économique fragile et en nous tenant prêts à réduire notre exposition globale. **Nous avons légèrement revu à la hausse notre exposition, sans impact significatif sur le niveau de conviction global.

GESTION
DIVERSIFIÉE

à court terme. Nous continuons également à penser que l'IG européen devrait surperformer le HY. Ce dernier serait plus vulnérable en cas de récession, notamment dans les segments de faible qualité si les taux de défaut (sous contrôle pour l'instant) augmentent. **Le dollar reste le pilier de notre stratégie en matière de devises des pays développés, mais nous constatons aujourd'hui certaines vulnérabilités dans l'équilibre risque/rendement du dollar.** Par conséquent, tout en restant positifs sur le billet vert, nous pensons qu'il convient de se diversifier en s'intéressant au yen et au franc suisse. La prudence reste en revanche de mise sur l'euro. Nous sommes actuellement défensifs sur la livre sterling par rapport au dollar et au franc suisse, en raison de l'affaiblissement de l'économie britannique. En revanche, nous maintenons nos positions sur les paires USD/EUR et NOK/CAD, car les économies cycliques et leurs devises respectives devraient rester sous pression à court terme. Dans les pays

émergents, nous ne sommes plus positifs sur la paire IDR/CNH, les aléas de la réouverture post-confinement en Chine pouvant générer de la volatilité. En Amérique latine, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire BRL/USD. Les marchés intègrent déjà beaucoup d'incertitude concernant l'action du nouveau gouvernement brésilien à un moment où le pays devrait bénéficier de l'amélioration de sa situation macro-économique.

Risques et couvertures

La couverture et la diversification sont des piliers essentiels de notre stratégie cross asset. Nous sommes à présent positifs sur le pétrole, compte tenu des difficultés pesant sur l'offre et de l'éventuelle interdiction du brut russe par l'UE. Par ailleurs, l'or pourrait offrir une protection efficace des portefeuilles, étant donné ses caractéristiques de valeur refuge et de couverture contre l'inflation. Il convient également de maintenir les couvertures sur le HY et les actions américaines.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Jouer le thème du « retour des obligations » en misant sur la qualité



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Avant de modifier son attitude, la Fed attendra d'observer des signes concrets de modération de l'inflation, sans se contenter d'un chiffre montrant ponctuellement une baisse. **Cela implique le maintien d'une trajectoire de resserrement (même si la Fed a décidé de ralentir ses hausses de taux) et augmente les risques de récession à l'approche de l'année prochaine.** C'est pourquoi la communication prospective de la Fed et de la BCE est de plus en plus importante pour les anticipations d'inflation et les actifs risqués. Sur ce dernier point, si les taux restent en territoire restrictif et que la situation économique se dégrade, la volatilité des *spreads* pourrait augmenter malgré le récent resserrement. **Il est donc préférable de ne pas renforcer le risque et de saisir les opportunités dans les segments résilients du marché IG américain et de la dette émergente en devises fortes avec une sélection bottom-up rigoureuse.** À cet égard, nous surveillons la liquidité et les perspectives de défaut sur les marchés du crédit.

Obligations mondiales et européennes

Nous avons réduit notre exposition légèrement prudente sur la durée, qui intègre des positions défensives en Europe, au Royaume-Uni et au Japon. Toutefois, étant donné que l'approche de la BCE se construit de « réunion en réunion », nous restons flexibles pour nous y adapter et recherchons des opportunités sur l'ensemble des courbes. La dette chinoise continue d'offrir des atouts en termes de diversification. En ce qui concerne les points morts d'inflation, bien que nous soyons positifs aux États-Unis et

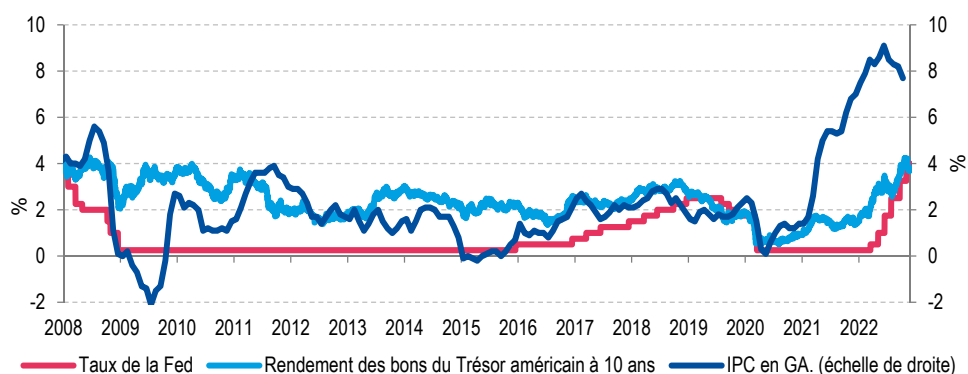
en Europe, nous avons légèrement réduit notre position aux États-Unis. **Les *spreads* de crédit se sont contractés récemment, mais il convient de conserver une exposition neutre/légèrement positive,** car la volatilité des *spreads* peut augmenter si la politique monétaire et les bénéfices deviennent défavorables. Ceci vaut en particulier pour les entreprises excessivement endettées. Nous continuons à privilégier le crédit de qualité supérieure (IG), à maturité courte avec de bonnes réserves de liquidités. Nous voyons d'un bon œil le secteur de l'automobile, mais surveillons la façon dont la hausse des taux pourrait affecter le secteur de l'immobilier.

Obligations américaines

Les récents mouvements du marché montrent de l'exubérance après la publication des chiffres d'inflation et les déclarations de la Fed, mais nous pensons que même si celle-ci ralentit le rythme de ses hausses de taux, cela n'implique pas un assouplissement de la politique monétaire ou des conditions financières. D'un autre côté, le climat de consommation se fragilise, comme le montrent les enquêtes auprès des consommateurs et les impayés de cartes de crédit. **Nous maintenons donc notre exposition neutre/légèrement constructive sur la durée dans le cadre d'une approche active,** avec un biais haussier en cas de remontée des rendements des obligations du Trésor américain. Il est important de ne pas négliger les risques de liquidité et de refinancement de la dette des entreprises. Nous recommandons donc de conserver une exposition au risque stable, avec une **préférence pour le crédit IG de**

Nous pensons qu'au lieu d'un ralentissement ponctuel de l'inflation, la Fed va probablement évaluer la tendance de l'inflation, les marchés du travail et le climat général de consommation avant de modifier sa ligne de conduite

La Fed continuera à surveiller la tendance de l'inflation



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 15 novembre 2022.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

qualité supérieure par rapport au HY. Dans la catégorie IG, nous privilégions les valeurs financières par rapport aux valeurs non financières, compte tenu de la valorisation relative des *spreads* et du niveau satisfaisant des fonds propres réglementaires des premières. Les produits de titrisation sont soutenus par les revenus des consommateurs qui restent bons, mais nous sommes sélectifs, car la volatilité reste élevée et la liquidité faible. Nous accordons une importance particulière aux collatéraux afin de minimiser les risques liés aux MBS.

Obligations des marchés émergents

Nous restons légèrement défensifs sur la durée, mais sommes attentifs à la stabilisation potentielle des taux américains. Nous **privilégions les obligations en devises**

fortes, car leurs *spreads* offrent un portage attractif mais, concernant les obligations en devises locales, nous sommes très sélectifs en raison des divergences régionales d'inflation. Au niveau des pays, l'Indonésie et le Brésil (tendance baissière de l'inflation) semblent attractifs. Nous sommes également constructifs sur les pays exportateurs de pétrole.

Devises

Nos vues stratégiques privilégiant l'USD et la prudence sur l'EUR et le GBP restent inchangées. En revanche, nous percevons des opportunités sur le BRL pour exploiter toute hausse de l'appétit pour le risque ou un éventuel changement de tendance du dollar américain. De plus, nous sommes positifs sur le MXN et le CLP, mais prudents sur l'EUR.

ACTIONS

Des opportunités sur fond de dispersion élevée



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Un déplacement vers les capitalisations boursières de plus petite taille pourrait permettre de découvrir des entreprises dont les valorisations et le potentiel de performance sont attractifs, mais nous restons très sélectifs

Évaluation globale

La hausse des taux et le ralentissement de la croissance mettent sous pression les bénéfiques des entreprises. Les résultats du troisième trimestre, en grande partie déjà publiés, ont en général montré une certaine résilience, mais les perspectives pour 2023 ne sont pas favorables. Nous anticipons une poursuite des révisions baissières des prévisions, déjà prise en compte dans les valorisations de nombreuses entreprises, mais avec une dispersion élevée jouant en faveur de la sélection de titres. Par ailleurs, les tensions sur l'approvisionnement, qui provoquaient jusqu'ici des pénuries, se manifestent désormais sur le front de la consommation. Au Royaume-Uni, par exemple, la hausse des prix de l'énergie affecte les dépenses discrétionnaires. **Nous privilégions donc l'analyse fondamentale, avec une préférence pour les valeurs décotées, la qualité et les entreprises à hauts dividendes.**

Actions européennes

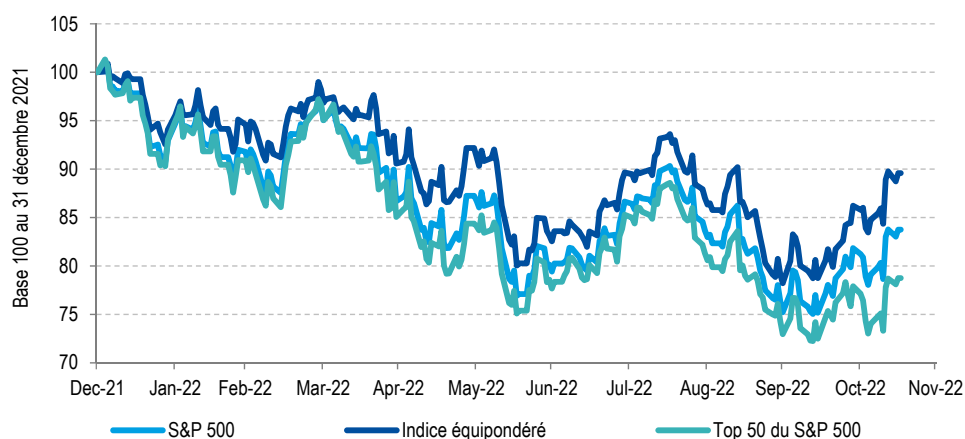
Nous maintenons notre approche équilibrée privilégiant, d'une part, la consommation non cyclique défensive, d'autre part, les cycliques de qualité. Nous continuons de nous intéresser aux entreprises présentant des bilans solides, un pouvoir de fixation des prix et une capacité à générer des flux de trésorerie. La robustesse face à la dégradation de la situation économique et au défi de l'inflation sera déterminante. De telles opportunités existent dans les secteurs défensifs et cycliques.

Nous considérons favorablement les banques de détail, car, contrairement à certaines autres valeurs cycliques, leurs marges nettes d'intérêts et leurs bénéfices profiteront de la hausse des taux. En outre, leurs prix actuels n'intègrent que des perspectives très faibles. Inversement, nous sommes relativement prudents sur les services aux collectivités, en raison du risque réglementaire, et sur le secteur technologique, car les valorisations sont excessives au vu du contexte macroéconomique. De manière générale, nous restons à l'affût d'opportunités titre par titre dans tous les secteurs

Actions américaines

Nous observons des zones de fragilité sur le marché et des écarts de valorisation dans les différents secteurs, les indices équipondérés surperformant le S&P 500 dont les plus grosses capitalisations ont un poids très important. **De plus, les prévisions de bénéfices pour 2023 restent insuffisamment prudentes et sont incompatibles avec notre vision d'un ralentissement de la croissance. Cet ensemble d'éléments forme une toile de fond intéressante pour la sélection de valeurs.** Nous sommes, en particulier, réservés à l'égard des entreprises de croissance coûteuses et non rentables, mais positifs vis-à-vis des entreprises décotées de qualité qui ont corrigé et conservent un potentiel de croissance des bénéfiques. Nous complétons cette démarche par une approche fondée sur les valorisations, qui nous permet d'être prudents à l'égard des valeurs défensives chères, des produits

Actions des É.-U. : Sous-performance des mégacapitalisations, opportunités dans les capitalisations de plus petite taille



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au mercredi 16 novembre 2022.

ACTIONS

de base, des services aux collectivités, de l'immobilier et des grandes capitalisations. Nous sommes également défensifs concernant les méga-capitalisations. En revanche, les prix de certaines entreprises cycliques de qualité, deviennent attractifs après qu'elles ont été malmenées. Au niveau sectoriel, nous privilégions les banques, la santé et certains produits de consommation. Les banques présentent un bon potentiel de performance, mais, en cohérence avec notre approche *bottom-up*, nous sommes convaincus que le risque de crédit est un facteur de différenciation important dans ce segment.

Actions émergentes

Les valorisations des marchés émergents sont attractives et les prévisions de bénéfices s'améliorent, mais nous restons sélectifs dans cet univers fragmenté. Nos principales convictions pays sont le Brésil (révision à la hausse) et les Émirats arabes unis. En Asie, l'économie chinoise devrait rebondir après le réajustement de la politique zéro-Covid, mais davantage de visibilité est nécessaire sur ce front. Nous restons neutres et flexibles pour l'instant. Au niveau sectoriel, nous préférons la consommation discrétionnaire et l'immobilier, mais sommes prudents sur la santé et les valeurs financières chinoises.

THÉMATIQUE
MACRO POLICY

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

*La nouvelle gouvernance
proposée par la
Commission va dans la
bonne direction, mais elle
risque d'échouer*

Quand la politique budgétaire met les institutions européennes sous pression

Après plusieurs mois de négociations informelles, la Commission européenne a présenté le 9 novembre une proposition de réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Seules les grandes lignes de la réforme ont été présentées. La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles. La réforme de la gouvernance budgétaire devra donc être adoptée l'année prochaine.

Alors que les yeux des investisseurs restent rivés sur le calendrier et l'ampleur de la normalisation de la politique monétaire de la BCE (taux directeurs et bilan), c'est du côté de la politique budgétaire que les tensions sont les plus vives entre Européens.

La « clause de sauvegarde » a permis de suspendre les règles budgétaires du PSC pendant la crise du Covid-19. Cette clause dérogatoire a ensuite été prolongée jusqu'en 2024 en raison de la guerre en Ukraine, pour donner aux États européens la flexibilité nécessaire pour mettre en œuvre des mesures de stabilisation ou de protection pour les ménages et les entreprises.

Parallèlement, un consensus s'est dégagé sur la nécessité de revoir les règles du PSC. De nombreuses propositions ont été envisagées. Après plusieurs mois de négociations informelles, **le 9 novembre, la Commission européenne a présenté une proposition de réforme du PSC qui doit être débattue.** La Commission préconise « une architecture plus simple et intégrée pour la surveillance macrobudgétaire afin de garantir la soutenabilité de la dette et promouvoir une croissance durable et inclusive ».

Seules les grandes lignes de la réforme sont présentées. Les deux piliers fondamentaux du pacte sont maintenus (un déficit public limité à 3 % du PIB et un ratio dette/PIB inférieur à 60 %). En revanche, ces objectifs numériques ne sont plus contraignants : l'accent porte désormais sur l'ajustement à moyen terme et l'approche « taille unique » (avec des règles uniformes pour tous) est de facto abandonnée. L'objectif est d'éviter les politiques budgétaires pro-cycliques, ce qui va dans le sens souhaité par tous.

En pratique, il appartiendrait à chaque pays de définir sa propre trajectoire de réduction de la dette et du déficit, au lieu de la réglementation uniforme actuelle. L'idée est de responsabiliser et de donner davantage de pouvoir de décision aux États membres. La Commission présenterait à chaque État membre une trajectoire d'ajustement de la dette sur une période de quatre ans. Mais un délai supplémentaire de trois ans serait octroyé

aux pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB, à condition toutefois qu'ils s'engagent à réaliser des réformes structurelles et des investissements stratégiques favorisant la croissance.

Ce nouveau cadre devrait permettre de relever le défis actuels et contribuer ainsi à rendre l'Europe plus résiliente, en réduisant les ratios de la dette publique de manière réaliste sans sacrifier les dépenses d'investissement stratégiques. **La Commission propose de jouer un rôle plus important dans l'évaluation des plans budgétaires nationaux.** Deux difficultés se posent ici : tout d'abord, ce processus présuppose des négociations sereines entre chaque État et la Commission. Que se passera-t-il en pratique en cas de désaccord ? La deuxième difficulté, liée à la première, réside dans la typologie qui sera adoptée. Quels seront les critères utilisés pour différencier les pays ? **La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles.** Le problème posé est tout sauf nouveau : comment rassurer les pays du Nord quant à la soutenabilité de la dette des pays endettés du Sud tout en leur laissant des marges de manœuvre suffisantes pour éviter des politiques pro cycliques ou de sacrifier des dépenses nécessaires ?

Les clivages concernant cette réforme persistent. La période d'ajustement de quatre à sept ans accordée aux pays qui « enfreignent » les règles pour engager leur dette sur une trajectoire descendante durable est jugée trop laxiste par les Allemands. L'Allemagne a proposé qu'un organisme de surveillance budgétaire indépendant remplace la Commission pour analyser de manière indépendante la soutenabilité de la dette et formuler des recommandations. Cette proposition a toutefois peu de chance d'être acceptée par les autres États membres.

En attendant, c'est le manque de coordination des politiques budgétaires qui préoccupe la BCE. Les gouvernements doivent certes continuer de lutter contre l'inflation, mais il leur faut prendre garde à ne pas stimuler la demande. C'est la « règle des 3T » présentée par Christine Lagarde : les



THÉMATIQUE
MACRO POLICY

La Commission a délibérément laissé en suspens les détails politiquement les plus sensibles

mesures budgétaires doivent être temporaires, ciblées et adaptées (*temporary, targeted, tailored*). Or, la réalité est qu'elles ne sont pas suffisamment ciblées. Les pays doivent mieux aligner leurs politiques budgétaires et leurs mesures de soutien énergétique sur l'orientation de la politique monétaire. À défaut, la BCE pourrait être amenée à relever davantage ses taux directeurs (c'est-à-dire plus que prévu actuellement) pour ancrer les anticipations d'inflation.

Pour l'heure, les divisions entre États prévalent et un échec des négociations n'est pas totalement exclu. Ces dernières vont durer des mois. La Commission attend les observations des États membres d'ici le début de l'année 2023. Il est peu probable que les Européens parviennent rapidement à un accord définitif. Ils doivent toutefois se mettre d'accord dès que possible sur les grands principes et les bonnes pratiques en matière de soutien budgétaire, car, en définitive, l'approche actuelle risque non seulement d'avoir des conséquences indésirables sur l'inflation, mais aussi de compromettre la soutenabilité de la dette à moyen terme de certains d'entre eux. **Les discussions sur l'orientation de la politique budgétaire dans la zone euro devraient commencer** dans le cadre des débats sur la réforme du

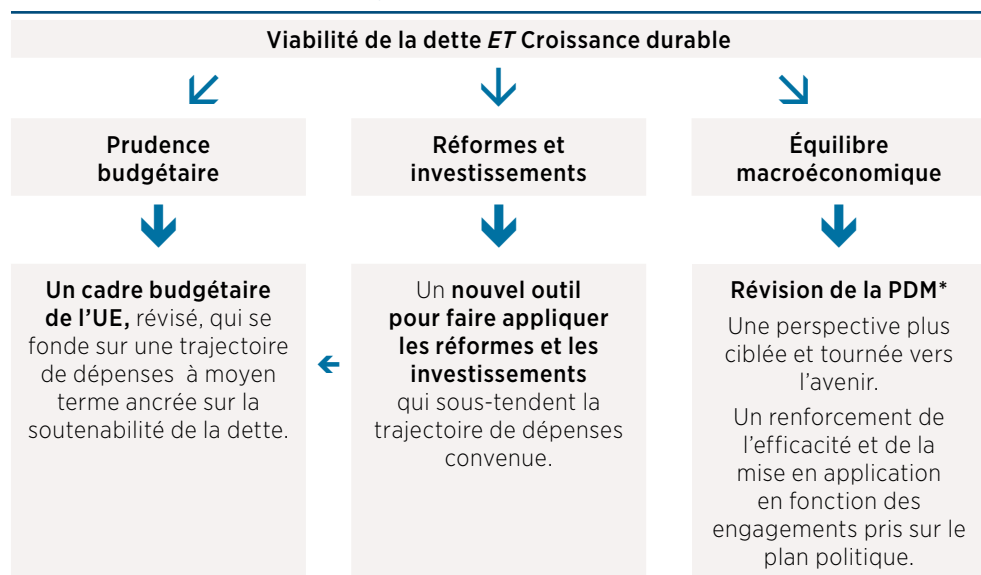
PSC de l'UE lors de la réunion Ecofin des 5 et 6 décembre.

La clause de sauvegarde sera maintenue jusqu'à la fin de l'année 2023. La réforme des règles budgétaires doit donc impérativement être adoptée l'année prochaine, avant l'été. Une façon de sortir de l'impasse serait, peut-être, pour les États de s'entendre pour ne pas tout préciser et accorder une certaine souplesse à la Commission quant à la manière dont elle applique les règles. Cela aurait le mérite d'éviter de rendre plus complexe encore une réforme qui est destinée, entre autres, à simplifier le PSC existant.

Un accord sur la nouvelle architecture de gouvernance budgétaire pourrait ensuite ouvrir la voie à un débat sur l'opportunité d'émettre à nouveau des titres de dette européens communs (pour des prêts) afin d'atténuer la crise énergétique. L'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) pourrait servir de modèle. Mis en place en 2020 pour éviter le chômage de masse suite aux confinements, il a rencontré un grand succès auprès des investisseurs et s'est avéré très efficace. À noter : il a notamment bénéficié aux États périphériques les plus endettés de la zone euro.

Achévé de rédiger le 24 novembre 2022

Une nouvelle architecture de gouvernance



**Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques.*

Source : Amundi Institute, Commission européenne, au 24 novembre 2022.

LE THÈME DU MOIS



Lorenzo PORTELLI
Responsable de la Recherche
Cross Asset, Amundi Institute



Silvia Di SILVIO
Macrostratégiste, Recherche
Cross Asset, Amundi Institute

*Ralentissement mondial
sur fond d'inflation
encore élevée pendant
la plus grande partie
de 2023*

Allocation d'actifs défensive prolongée jusqu'en 2023, augmentation progressive de l'exposition au risque plus tard dans l'année

Le contexte économique attendu dans les 12 prochains mois confirme la poursuite de la phase de correction actuelle pendant le premier semestre de 2023, celle-ci étant caractérisée par une récession des bénéfices et une inflation encore élevée (bien qu'en recul). Au second semestre, certains des facteurs défavorables devraient se dissiper (baisse de la pression sur les prix et maintien de la politique monétaire de la FED), ce qui favorisera le passage progressif du positionnement défensif actuel (biais pour l'or, le crédit de qualité et, à la marge, les emprunts d'État) à une exposition renforcée au risque (principalement via les actions des pays développés et le crédit de haute qualité).

En 2023, le cycle économique sera principalement influencé par deux facteurs interconnectés : un **ralentissement mondial** important, caractérisé par une inflation toujours supérieure à l'objectif — et ses répercussions sur la politique monétaire — et une **récession des bénéfices** qui en découle. La croissance devrait ralentir dans les pays développés, allant de niveaux médiocres aux États-Unis à quelques trimestres de contraction dans la zone euro et au Royaume-Uni. La crise du coût de la vie générée par le rythme exceptionnellement élevé de la hausse de l'inflation mondiale au cours des 18 derniers mois et sa persistance en 2023 — bien qu'à un rythme décroissant — touchera durement les dépenses de consommation et le moral des ménages. Les banques centrales (BC), qui ont été contraintes de réagir de manière agressive à la flambée de la dynamique des prix en 2022, garderont un ton restrictif au moins jusqu'au deuxième trimestre de 2023, afin d'atténuer davantage les pressions inflationnistes par le biais d'une réduction de la demande et pour éviter tout assouplissement indésirable des conditions financières.

Cette toile de fond économique est en train de causer une récession des bénéfices, que nous attendons au premier et deuxième trimestre 2023, avec une **contraction de respectivement 10 % et 15 % des bénéfices par action aux États-Unis** sur les douze derniers mois. Les bénéfices et les marges seront sous pression, les premiers étant affectés par la baisse des chiffres d'affaires provoquée par la force du dollar et la croissance plus faible du PIB nominal, les seconds souffrant de l'augmentation des coûts des principaux facteurs de production : production, capital et travail. Une croissance inférieure à la tendance et des bénéfices très faibles, voire négatifs, sont les principales caractéristiques de la phase de correction, qui, selon l'Investment Phazer d'Amundi

Institute, est le régime économique qui prévaudra à partir du troisième trimestre 2022 et qui devrait se prolonger pendant le premier semestre 2023.

Durant cette période, l'allocation d'actifs qui en résulte est fondée sur une **position défensive**, avec un biais pour l'or et les obligations d'entreprise de qualité (IG). En ce qui concerne la position sur les emprunts d'État — *en principe* privilégiés durant une phase de correction — nous pensons que la duration doit être gérée de manière plus active que ce qui a pu être fait dans le passé dans des conditions similaires. En effet, les récentes surprises à la baisse des chiffres de l'inflation américaine (à savoir l'indice des prix à la consommation — ou IPC — américain d'octobre) ne sont pas susceptibles de déclencher un virage clairement accommodant de la Fed, dont le ton restrictif est susceptible de persister pendant une bonne partie du premier semestre 2023, ce qui ajouterait un risque haussier et de volatilité sur les rendements des obligations d'État au premier semestre.

Au second semestre de 2023, la correction importante de la dynamique de l'inflation qui est attendue sera un facteur crucial d'amélioration du cycle économique et de **passage de la phase de correction à une phase de fin de cycle**. Malgré le ralentissement économique en cours, les pressions sur les prix devraient s'atténuer, tout en restant supérieures aux moyennes d'avant la pandémie et aux objectifs de la BC en glissement annuel. Aux États-Unis, la dynamique de l'inflation globale devrait continuer à s'affaiblir. Après un pic à 9 % au deuxième trimestre 2022, l'IPC global américain devrait afficher un rythme plus modéré tout au long de 2023, sous l'effet notamment d'une baisse des prix de l'essence, se stabilisant à une moyenne en glissement annuel de 4,1 %, contre 8,1 %

LE THÈME DU MOIS

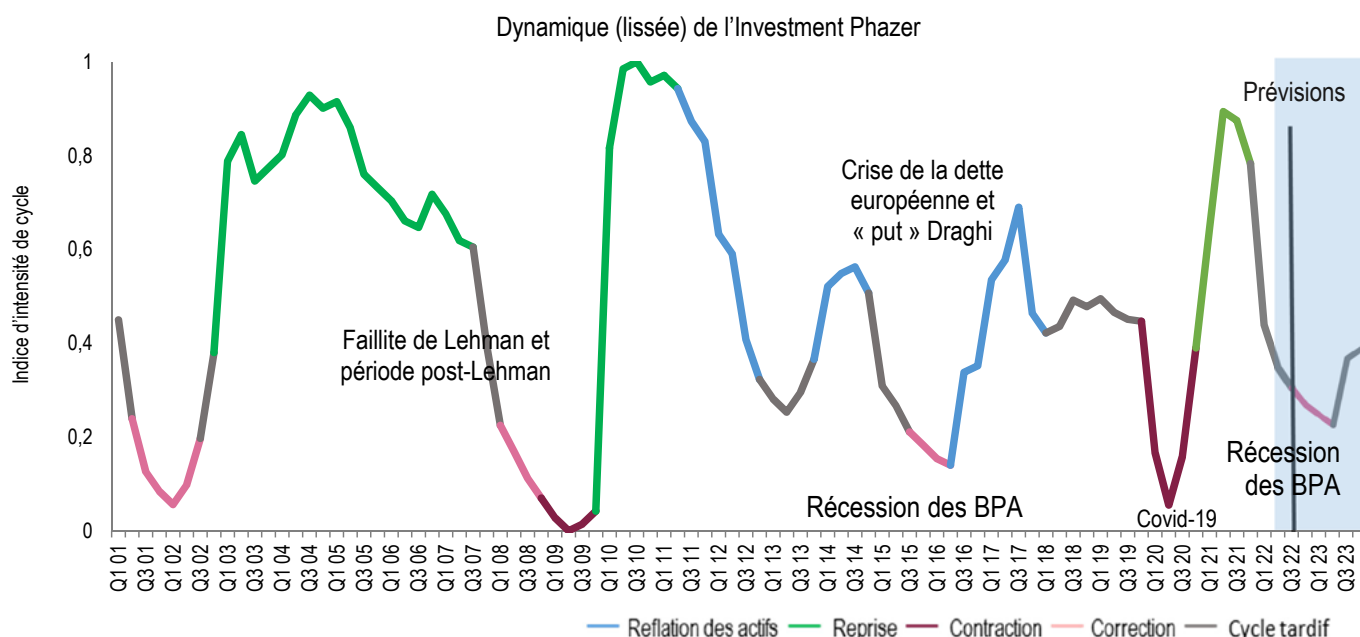
en 2022. Toutefois, la principale source de viscosité des prix proviendra de l'**inflation sous-jacente**, puisque l'indice des dépenses personnelles de consommation est attendu en moyenne à 3,5 % en glissement annuel en 2023, contre 5,0 % en 2022. Sur ce point, alors que la dynamique s'estompe dans la composante des biens essentiels, le contraire se produit dans celle des services de base. En effet, la dynamique des prix des services repose sur les loyers, où la décélération qui se matérialise actuellement dans les prix réels des loyers ne devrait se répercuter sur les chiffres officiels de l'IPC qu'à un stade ultérieur, probablement à partir du deuxième trimestre 2023. Pour résumer, le pic pluridécennal de l'indice des prix à la production observé en 2022 devrait diminuer de plus de la moitié — en glissement annuel — l'année prochaine, en raison d'un effet de base plus faible et de perspectives plus favorables pour les matières premières. Enfin, l'évolution du coût de la main-d'œuvre sera également cruciale pour mesurer les risques de spirale salaires-prix et ses conséquences sur l'orientation de la politique monétaire, qui devrait davantage se resserrer si les anticipations d'inflation élevée s'installent.

Le scénario d'inflation ci-dessus constitue la toile de fond de l'Inflation Phazer d'Amundi Institute, qui signale en effet une transition du régime **hyperinflationniste** qui a prévalu en 2022 — et qui devrait très probablement persister jusqu'au premier trimestre 2023 — vers un régime **inflationniste** plus modéré, qui s'est historiquement caractérisé par des pressions sur les prix en glissement annuel de l'ordre de 3 à 6 %. Bien qu'elles restent supérieures à l'objectif, les pressions en baisse sur les prix devraient atténuer le poids de l'augmentation du coût de la vie sur les consommateurs, permettant ainsi une reprise économique après les creux du premier semestre et amenant la Fed à interrompre son cycle de hausse des taux d'intérêt.

Du point de vue de l'allocation d'actifs, le maintien du *statu quo* de la politique monétaire — la prochaine étape devant être une réduction — devrait entraîner une **pentification des courbes de rendement et des conditions favorables aux actifs risqués**, avec une préférence pour les actions des pays développés et le crédit de haute qualité.

Achévé de rédiger le 21 novembre 2022

Advanced Investment Phazer : occurrence des régimes depuis 2001



Source : Amundi Institute. Données à novembre 2022.

THÉMATIQUE

Obligations européennes : équation difficile en cas de poursuite de la crise énergétique



Valentine AINOUIZ,
Responsable de la stratégie Taux,
CFA, Amundi Institute



Sergio BERTONCINI
Stratège Senior Taux, Amundi
Institute

Au-delà de l'impact des variables économiques domestiques de chaque pays, le rendement des obligations d'Etat européennes dépend également de la crise énergétique et des choix de politique monétaire et budgétaires. Des prix de l'énergie durablement élevés et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes pourraient entraîner à terme un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes.

La crise énergétique sera le principal déterminant économique en Europe

- **La croissance économique ralentit.** Ce ralentissement s'accroîtra en 2023 avec la fin de l'effet de rattrapage post-Covid-19, l'impact de la hausse des coûts de production et l'effet cumulé du resserrement monétaire. Les indicateurs avancés annoncent déjà une récession au Royaume-Uni et dans la zone euro.
- **La grande question pour les investisseurs reste celle de l'impact du ralentissement de l'activité économique sur l'inflation.** L'économie est en meilleure posture aux États-Unis qu'en Europe, car l'inflation américaine est principalement tirée par la demande, tandis que dans la zone euro elle est tirée par les coûts. De fait, dans la zone euro, l'inflation des prix de l'énergie, qui atteint 41,5 %, est restée le principal déterminant de l'inflation globale.
- **Le prix de l'énergie en Europe pourrait rester élevé et volatil plus longtemps si les pipelines russes ne reprennent pas leurs livraisons.** Au cours des dernières semaines, les prix du gaz ont reculé dans un contexte de stocks élevés et de températures clémentes. Les sites de stockage de gaz de l'UE sont désormais remplis à 95 %, ce qui est supérieur à leur moyenne sur cinq ans. Même les prix à moyen terme sont en baisse, mais les perspectives pour l'année prochaine restent préoccupantes. Le remplissage des sites de stockage de l'UE au cours de l'été 2022 a bénéficié de deux facteurs sur lesquels elle

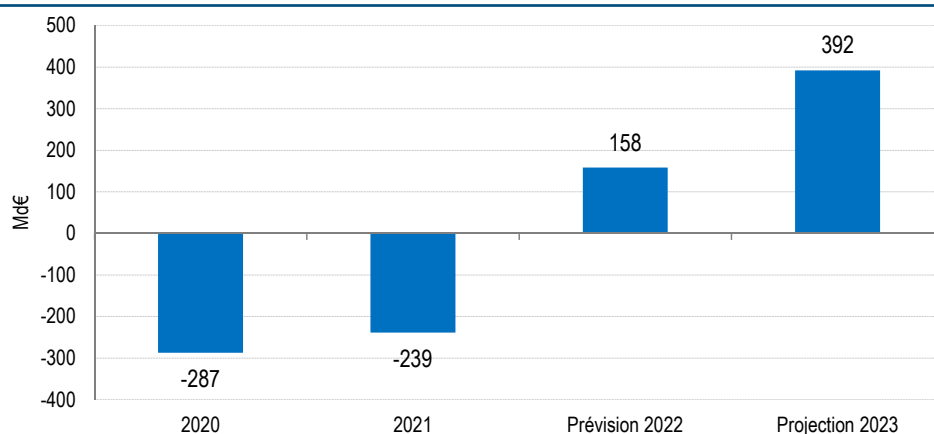
ne pourra peut-être pas compter en 2023 : (1) les flux des gazoducs russes pendant l'été et (2) la baisse des importations de gaz naturel liquéfié par la Chine en raison du ralentissement économique auquel elle est confrontée et des restrictions sanitaires déployées pour faire face au Covid-19. Soulignons ici que les fournisseurs de pipelines non russes n'ont qu'un potentiel limité de hausse de leurs capacités. Ainsi, si les flux gaziers russes ne reprennent pas, l'Europe sera en concurrence avec l'Asie pour ses approvisionnements en gaz naturel liquéfié. Si la Chine revient sur le marché de manière plus agressive, l'Europe pourrait avoir beaucoup plus de mal à combler son déficit d'approvisionnement.

À moyen terme, la combinaison du nouveau régime énergétique et de la persistance des politiques budgétaires expansionnistes pourrait entraîner un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes

- L'UE a mis en place des politiques budgétaires expansionnistes pour limiter l'impact de la crise énergétique. Depuis le début de la crise énergétique, 573 milliards d'euros ont été alloués dans l'UE, dont 264 milliards pour la seule Allemagne, selon Bruegel. Le soutien budgétaire limite les répercussions baissières sur l'activité économique en préservant le pouvoir d'achat des ménages et en limitant la hausse des coûts de production pour les entreprises.

Des prix de l'énergie durablement élevés et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes pourraient entraîner à terme un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes

Émissions nettes des pays de l'UEM-10, hors QE de la BCE, en milliards d'euros



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 25 novembre 2022.

THÉMATIQUE

Les émissions nettes de dette hors flux de la BCE bondiront à 390 milliards d'euros en 2023, contre 160 milliards d'euros en 2022

Les dépôts des États auprès des banques centrales nationales sont toujours supérieurs à 500 milliards d'euros, soit plus du double des niveaux d'avant la pandémie

- Toutefois, si le choc énergétique n'est pas temporaire, ces politiques budgétaires expansionnistes présenteraient deux inconvénients:
 1. Les politiques budgétaires expansionnistes encourageraient les pressions inflationnistes en favorisant des effets de second tour sur les prix hors énergie.
 2. Les gouvernements européens auront des difficultés à financer leurs mesures, notamment dans un contexte où les banques centrales commencent à réduire leurs dispositifs de soutien.
- On notera que la BCE a mis fin à son soutien des marchés de taux de l'euro à la mi-2022.

Entre 2015 et 2022, la BCE a absorbé tous les nouveaux besoins de financement des pays de la zone euro. Le risque est limité à court terme. Les gouvernements de la zone euro ont accumulé des liquidités depuis fin 2019. Les dépôts de liquidités des administrations publiques auprès de la BCE s'élevaient à 578 milliards d'euros en octobre 2022 (contre environ 250 à 300 milliards d'euros avant la crise du Covid-19). À moyen terme, on peut s'interroger quant à la capacité du marché des taux de la zone euro à financer les besoins des gouvernements si la crise persiste et si leurs dispositifs de soutien budgétaire sont maintenus.

Dans un tel scénario, la BCE serait dans une position délicate

Une banque centrale dispose de peu d'outils pour lutter contre l'inflation par les coûts, car les hausses de taux n'ont pas d'impact direct sur les prix de l'énergie. Le resserrement de la politique monétaire de la BCE vise à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation et à éviter une dépréciation de l'euro, qui alimenterait les pressions inflationnistes. En cas d'inflation élevée persistante, la BCE pourrait devoir

trouver un compromis entre l'inflation et la stabilité financière. Cependant, les banques centrales ne seront crédibles dans la mise en œuvre des surprises accommodantes que si les taux d'inflation progressent de manière satisfaisante vers les objectifs fixés. Sinon, le risque est qu'un ton plus accommodant s'accompagne de pressions accrues sur la monnaie et les anticipations d'inflation.

Au-delà de l'impact des variables économiques internes de chaque pays, les taux de l'euro sont impactés par la crise énergétique, la politique monétaire de la Fed et les choix de politique monétaire

Le risque de grave récession fait peser certains risques baissiers sur les rendements. Toutefois, l'impact de la persistance des prix élevés de l'énergie devrait entraîner à la fois des pressions inflationnistes persistantes et un relâchement considérable des politiques budgétaires. Ainsi, au-delà des variables économiques, le marché obligataire de l'euro dépend de :

- Variables exogènes : pression des hausses de taux de la Fed sur l'euro et les prix de l'énergie.
- Choix politiques : le soutien budgétaire de l'UE et l'éventuel compromis de la BCE entre l'inflation et la stabilité financière.

Nous anticipons un taux terminal de 2,5 % et une hausse du rendement du Bund à dix ans dans une fourchette de 2,3 à 2,5 %.

Achévé de rédiger le 24 novembre 2022

Hausse des émissions obligataires nettes de la BCE en 2023 à 390 milliards d'euros, contre 160 milliards d'euros en 2022 :

Nos premières projections pour l'année prochaine annoncent un volume global d'émissions obligataires nettes des pays de l'UEM-10 proche de 390 milliards d'euros. Cela représente une augmentation d'environ 30 milliards d'euros par rapport aux émissions obligataires nettes prévues en 2022, qui devraient avoisiner un niveau cumulé de 360 milliards d'euros à la fin de l'année. Une ventilation par zones des pays de l'UEM-10 fait apparaître une augmentation du financement pour l'ensemble des pays du cœur de la zone et des niveaux légèrement inférieurs pour les pays périphériques.

La dynamique du financement net, déduction faite des flux de la BCE, est au centre de l'attention. Le QE apportait jusqu'ici un soutien important, puisqu'entre 2015 et 2022, les achats de la BCE ont couvert bien plus que les émissions nettes d'obligations souveraines des pays de l'UEM-10. Cette année, malgré la fin des achats au premier semestre, l'absorption nette par la BCE des financements devrait avoisiner 56 % des émissions nettes annuelles d'obligations souveraines européennes (soit 200 milliards d'euros) et une part plus importante du volume global de la dette supplémentaire du marché, compte tenu des volumes négatifs d'émissions nettes d'obligations depuis le début de l'année.

Le degré d'incertitude des prévisions de l'offre pour l'année prochaine semble plus élevé que les années précédentes. Les risques de révisions à la baisse comme à la hausse sont élevés en raison des facteurs suivants : (1) risque d'augmentation des besoins de soutien budgétaire au niveau national, (2) début possible du resserrement quantitatif (3) utilisation par le Trésor des liquidités accumulées, (4) émission de bons du Trésor.

THÉMATIQUE



Anna ROSENBERG
Responsable Géopolitique,
Amundi Institute

Malgré les pressions à la baisse, notre scénario central — avec une probabilité de 35 % — reste celui d'un cessez-le-feu au second semestre 2023 qui pourrait conduire à la fin de la guerre

L'actualité récente ne modifie pas nos prévisions sur la guerre Russie-Ukraine

La guerre en Ukraine continue de dicter les perspectives européennes pour 2023. Elle déterminera la politique locale et européenne, la sécurité énergétique, la politique industrielle et les relations internationales. Dans cet article, nous présentons nos prévisions pour la prochaine phase de la guerre et proposons une perspective optimiste faite de négociations de paix conduisant à une cessation des hostilités au cours du second semestre de l'année.

L'actualité du conflit russo-ukrainien a été riche ces dernières semaines. Les États-Unis ont évoqué la possibilité de négociations, l'armée russe a quitté Kherson, galvanisant les Ukrainiens, tandis qu'un missile a tué deux personnes en Pologne, soulignant le risque d'escalade de la guerre au-delà de l'Ukraine. Enfin, compte tenu du changement de discours des États-Unis et de la destruction par la Russie d'infrastructures essentielles à la veille des mois d'hiver, l'Ukraine pourrait être davantage disposée à s'asseoir à la table des négociations.

Malgré ces évolutions, nous ne changeons pas nos prévisions concernant la guerre.

Les risques restent orientés à la baisse, car la plupart des scénarios conduisent à une issue négative pour l'Europe (probabilité cumulée de 60 %). **Malgré ces pressions à la baisse, notre scénario central — avec une probabilité de 35 % — reste celui d'un cessez-le-feu en 2023 (sans doute vers la fin de l'année) qui pourrait conduire à la fin de la guerre. Nous pensons, en effet, que :**

- Le soutien occidental devrait faiblir, car les populations d'Europe et des États-Unis subiront une pression économique plus forte l'année prochaine, ce qui incitera les décideurs politiques à faire pression sur l'Ukraine pour qu'elle cherche à négocier. Ces pressions s'accroîtront tout au long de l'année 2023.
- L'Ukraine se battra pour reconquérir son territoire aussi longtemps que possible et ne s'arrêtera pas avant que le soutien occidental ne commence réellement à diminuer ou avant qu'elle ne soit épuisée militairement.
- L'Ukraine n'acceptera de négocier que si l'OTAN offre des garanties de sécurité suffisantes pour dissuader la Russie de lancer une nouvelle attaque après avoir renouvelé ses forces après un cessez-le-feu. L'Occident étant soucieux de voir le conflit prendre fin, nous pensons qu'il sera disposé à accorder à l'Ukraine des garanties suffisantes. Du côté russe, la Russie devra avoir conquis et défendu un certain nombre de territoires au-delà de la ligne de bataille du 24 février pour pouvoir revendiquer la victoire sur le plan intérieur, mais elle est

militairement trop épuisée pour gagner davantage de territoires.

Le deuxième scénario le plus probable est celui d'un conflit qui dure plusieurs années.

Les derniers indices en provenance de Russie laissent penser que le président russe Vladimir Poutine se prépare à une guerre de longue durée. Les programmes scolaires et universitaires ont été modifiés pour inclure une formation militaire et pour créer un narratif pro-russe autour de la nécessité de la guerre et de son objectif :

- Pour que ce scénario se réalise, il faudrait que les deux parties soient capables de maintenir l'effort de guerre dans le temps avec des niveaux d'intensité différents.
- Même si le soutien militaire à l'Ukraine s'affaiblit, le pays peut faire face à une insurrection, car les combattants ukrainiens sont mieux entraînés que les recrues russes moins motivées.
- La Russie dispose encore d'importantes ressources à mobiliser et peut repositionner des troupes depuis d'autres régions (par exemple, la Syrie ou l'Azerbaïdjan). La Russie peut décider d'« attendre » que l'Occident se lasse de soutenir l'Ukraine pour affaiblir les défenses de ce pays.

L'autre scénario probable, selon nous, est celui d'un risque d'escalade directe avec l'Occident, que ce soit en Ukraine ou au-delà.

À ce jour, le déclencheur le plus plausible d'une guerre directe avec l'Occident serait une attaque nucléaire ciblée en Ukraine. Toutefois, l'actualité récente en Pologne laisse entrevoir la possibilité d'une guerre directe avec l'Occident en raison d'autres circonstances. Pour l'heure, il semble que le missile qui a tué deux personnes en Pologne ait été un accident provoqué par un tir des forces ukrainiennes en défense contre une attaque russe. Cependant, une enquête est en cours et son résultat est important. Vu la manière dont la Russie mène la guerre, il n'est pas invraisemblable que ces missiles aient été programmés par la Russie en guise d'avertissement. Même si nous ne pensons pas que cela soit le cas, cet incident nous rappelle combien la situation peut s'aggraver rapidement.

THÉMATIQUE

Le deuxième scénario le plus probable est celui d'un conflit qui dure plusieurs années

Globalement, **nous considérons que le risque nucléaire est sous-estimé.** Le principal risque nucléaire résulte d'un « accident » autour de la centrale nucléaire de Zaporojie, qui est exposée à de fréquents bombardements. Le fait que les dirigeants allemands, américains et français se soient sentis obligés d'amener le dirigeant chinois Xi Jinping à exprimer publiquement son opposition à l'escalade nucléaire montre à quel point les États-Unis et l'UE considèrent ce risque comme élevé. Le changement de ton des États-Unis (appelant à des négociations) est aussi vraisemblablement le résultat d'inquiétudes quant aux mesures que pourrait prendre la Russie à mesure qu'elle est humiliée militairement. Il faut également garder à l'esprit que la doctrine militaire de la Russie rend une escalade nucléaire plus probable.

Il existe plusieurs autres scénarios dont la probabilité est faible, notamment une « victoire » russe, une « victoire » ukrainienne ou un changement de pouvoir en Russie conduisant à la fin de la guerre. Quoi qu'il en soit, un transfert du pouvoir en Russie conduirait plus probablement à l'arrivée d'un dirigeant plus belliqueux qu'à celle d'une personnalité pacifique, ce qui augmenterait les risques d'escalade. **Enfin, la possibilité d'une « victoire » ukrainienne est illusoire, car elle serait synonyme d'humiliation d'une puissance nucléaire au cœur de l'Europe, faisant de celle-ci une menace constante pour l'Europe occidentale. De même, une « victoire » russe augmenterait le risque de voir la Russie progresser au-delà de l'Ukraine.**

Achévé de rédiger le 24 novembre 2022

THÉMATIQUE

Politique immobilière chinoise : mieux vaut tard que jamais



Ethan ZHAO
Analyste crédit



Claire HUANG
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents, Amundi Institute

Les dernières mesures de soutien au logement annoncées par le gouvernement chinois cherchent à redonner une bouffée d'oxygène aux promoteurs en difficulté, et précisent que les défauts de paiement n'équivaudront pas à franchir la ligne rouge. Après un fort désendettement ces 12 derniers mois, la stabilisation du marché est désormais la priorité.

Le 11 novembre, la banque centrale de Chine et la commission de supervision des banques et des assurances **ont publié** conjointement une **Note sur la mise en œuvre du soutien financier actuel en vue du développement stable et sain du marché immobilier**, laquelle contient **16 mesures** visant à aider les établissements financiers à soutenir le marché immobilier.

Ce premier plan d'action global de haut niveau mis en place depuis l'éclatement de la crise du secteur immobilier fournit des instructions spécifiques sans précédent au marché bancaire et financier pour traiter un certain nombre de sujets brûlants, **notamment le financement des sociétés immobilières, le soutien à la réalisation de projets, des solutions pour les entreprises et les projets en difficulté, la protection des emprunteurs et le soutien au marché locatif.**

Nous constatons que bon nombre des mesures mentionnées dans la note ont déjà été mises en œuvre, mais cette dernière les renforce avec des orientations plus normalisées et détaillées concernant leur application. Dans le même temps, plusieurs des politiques mentionnées dans la note sont nouvelles et visent à apporter des solutions à certains des problèmes les plus urgents.

Selon nous, cette note envoie un signal positif fort du côté financier indiquant que le gouvernement change sa position 1) d'un soutien dispersé à des mesures plus complètes et pratiques; 2) d'une relance stimulée par la demande à un soutien également stimulé par l'offre; 3) d'un soutien au niveau des projets à des solutions également au niveau des entreprises. La note tente de consolider les politiques et d'impliquer l'ensemble des parties prenantes associées, et donne des

Le nouveau paquet de mesures réduit encore le risque extrême d'une crise systémique

| Catégorie | Politique |
|---|--|
| Maintien d'un financement stable et ordonné du secteur immobilier | <ol style="list-style-type: none"> 1. Stabiliser le crédit à la construction pour les promoteurs 2. Soutenir une demande raisonnable de crédits immobiliers 3. Stabiliser le financement des entreprises de BTP 4. Soutenir l'extension des prêts existants 5. Maintenir un financement obligatoire stable, aider les promoteurs de qualité à émettre des obligations 6. Maintenir le financement stable des prêts de fiducies |
| Services financiers pour la réalisation de projets | <ol style="list-style-type: none"> 7. Aider les « policy banks » à accorder des prêts spéciaux pour la réalisation de projets 8. Encourager les financements complémentaires de la part d'établissements financiers pour faciliter la réalisation |
| Atténuation des risques des promoteurs en difficulté | <ol style="list-style-type: none"> 9. Soutien au financement des projets de fusion-acquisition 10. Examen de mesures de soutien orientées sur le marché |
| Protection des droits emprunteurs | <ol style="list-style-type: none"> 11. Encourager la négociation bilatérale de l'extension de crédits immobiliers 12. Protéger la cote de crédit des particuliers |
| Ajustement progressif de certaines réglementations en matière de gestion financière | <ol style="list-style-type: none"> 13. Prolongation de la période de transition de la réglementation relative à la limite d'exposition au crédit immobilier 14. Optimisation progressive de la politique de financement des fusions-acquisitions |
| Soutien au financement du logement locatif | <ol style="list-style-type: none"> 15. Optimisation des services de financement de logements locatifs 16. Élargissement des canaux de financement pour le marché du logement locatif |

THÉMATIQUE

orientations plus claires pour encourager les établissements financiers à mettre en œuvre les politiques existantes/nouvelles de manière plus pragmatique. **Cela étant, ce qui compte est leur mise en œuvre par les établissements financiers et nous devons conserver une approche au cas par cas en termes d'analyse des différentes entreprises.** La note confirme que la cible porte sur les entreprises « dont la situation financière est globalement saine mais qui sont confrontées à des difficultés de liquidité à court terme ».

Pour le marché dans son ensemble, la note du 11 novembre réduit encore le risque extrême d'une crise systémique. De fait, le gouvernement chinois a assoupli sa position du côté de la demande depuis un an. Les conditions de financement des ménages ont été considérablement assouplies. Rassurés par ces nouvelles mesures de soutien de la part du gouvernement, la confiance des ménages devrait se redresser et nous restons d'avis que les ventes de logements devraient se stabiliser vers la fin de l'année (voir [Vers où la Chine se dirige-t-elle ?](#)).

Achévé de rédiger le 23 novembre 2022

THÉMATIQUE



Patryk DROZDZIK
Macrostratège Senior, Marchés émergents, Amundi Institute

Conscient des contraintes budgétaires, économiques et financières, il est également très attaché à son programme ESG qui n'est pas vraiment compatible avec les objectifs de stabilité macroéconomique du pays

Lula est de retour et marque déjà des buts

Lula a marqué un but en Égypte, lors de la COP27, dans la lutte contre le changement climatique. Il a, en revanche, marqué contre son camp sur le front des dépenses, déstabilisant les marchés et remettant en cause les attentes d'orientation politique prudemment populiste. Nous continuons de croire que la politique de Lula sera de centre gauche, avec l'appui des marchés, même si les risques sont plus élevés.

Une semaine jour pour jour après le début de la troisième mandature du président chinois Xi Jinping, Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) a lui-même été élu à la tête de l'État brésilien pour la troisième fois. Contrairement à ce qui s'est passé en Chine, l'élection présidentielle du représentant des BRIC d'Amérique latine a été très serrée. Lula, comme globalement anticipé, a battu le président sortant (51-49 %), mais par la marge la plus étroite de l'histoire électorale du pays (1,7 pp).

La victoire de Lula constitue également un record au niveau régional, les quatre élections présidentielles des 18 derniers mois (Pérou, Chili, Colombie et maintenant Brésil) ayant été remportées par un candidat de gauche. Toutefois, la tendance politique ne s'est pas totalement déplacée vers la gauche au Brésil et certains signes penchent dans la direction opposée dans le reste de la région, les Chiliens ayant notamment massivement rejeté la nouvelle Constitution de gauche. Cela corrobore l'idée que la région a voté contre l'*establishment* plutôt que pour la gauche. Au Brésil, si le président sortant a perdu la course à la présidence, le *bolsonarisme* est lui bien vivant et les candidats soutenus par Bolsonaro ont remporté la moitié des élections aux postes de gouverneur, notamment dans trois des États les plus peuplés ainsi que de nombreux sièges dans les deux chambres du Congrès — le parti de Bolsonaro est même plus grand en termes de représentation que le parti des travailleurs (Partido dos Trabalhadores — PT) de Lula. De fait, le Congrès penche désormais vers le centre droit et joue un rôle d'équilibre des pouvoirs.

Dans un contexte de polarisation extrême, il n'est pas surprenant que l'émotion ait vite pris le dessus, malgré l'appel à l'unité lancé par Lula et la reconnaissance du résultat des élections par la quasi-totalité des acteurs politiques. Après être resté sur la touche pendant quelques jours, Bolsonaro a fini par « concéder » et a globalement surpris en optant pour la retenue plutôt que la provocation. Bien que perturbatrices, les manifestations n'ont pas pris une tournure aussi anarchique, prolongée et économiquement néfaste que les grèves des camionneurs en 2018 ou celles observées dans le reste de la région plus récemment.

La procédure de transition a été confiée à un vice-président très respecté, Geraldo Alckmin. En revanche, la formation de l'équipe économique a été confiée à Aloizio Mercadante, un membre nettement moins orthodoxe du PT. En l'absence d'un ministre des Finances — Lula ne nommera quelqu'un à ce poste clé que dans les semaines à venir — l'équipe de transition a adopté une position nettement plus ambitieuse et conflictuelle en vue de s'assurer une marge budgétaire supplémentaire pour répondre aux promesses immédiates de la campagne du PT. Elle a ainsi proposé un amendement constitutionnel (PEC) visant à retirer l'intégralité du dispositif de la Bourse de la famille (Bolsa Família 2.0) du plafond de dépenses ce qui, avec d'autres ajouts, représente environ 2 % du PIB par an, et ce pendant quatre ans, soit la totalité du mandat présidentiel. Les marchés s'attendaient à un écart bien plus modeste en taille (un peu plus de 1 % du PIB) et en durée (un an), et non à une dépense totale équivalente à l'ensemble des économies réalisées dans le cadre de la réforme des retraites sur une décennie. En termes footballistiques c'est un vrai but contre son camp, et pas besoin d'assistance vidéo.

Toutefois, les signaux envoyés depuis l'annonce de cette proposition d'amendement ont été plus constructifs. D'autres PEC ont été proposés depuis, de nature beaucoup plus prudente en termes de durée et de taille, mais nous doutons qu'une telle dilution soit réaliste. Lula, de son côté, a insisté sur l'importance de la responsabilité budgétaire, sans toutefois cocher toutes les cases des marchés. Un bon changement de dynamique, cette fois.

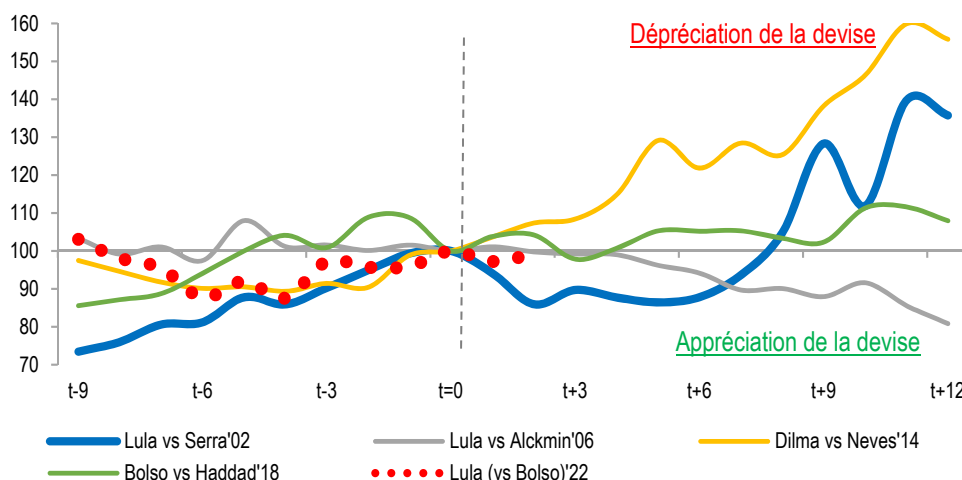
Les derniers événements montrent bien les courants contradictoires mutuellement exclusifs actuellement en présence au Brésil, avec des marchés focalisés sur le maintien de l'ancrage budgétaire, et un PT de Lula qui affiche clairement sa volonté de dépenser plus librement. Pour ce qui est de Lula, il se montre plutôt pragmatique sans vraiment être attaché à une idéologie de gauche comme pouvait l'être Dilma Rousseff et, en l'absence de soutien social et politique clair (contrairement au passé) souhaite gouverner avec un consensus plus large. **Conscient des contraintes budgétaires, économiques et**

THÉMATIQUE

Lula sera un populiste pragmatique, malgré une action plus populiste que pragmatique ces derniers temps

Lors de la COP27 en Égypte, Lula a proclamé que le Brésil était de retour dans la lutte contre le changement climatique et la déforestation

Indécision au Brésil face aux messages contradictoires de Lula



Source : Amundi Institute, CEIC. Données au 20 novembre 2022.

financières, il est également très attaché à son programme ESG qui n'est pas vraiment compatible avec les objectifs de stabilité macroéconomique du pays. Un véritable casse-tête.

Nous restons convaincus que Lula sera un populiste pragmatique, malgré une action plus populiste que pragmatique ces derniers temps. Les marchés devront jouer le rôle d'arbitre en s'appuyant sur le congrès qui penche vers le centre droit, bien que ce dernier ne soit qu'une condition nécessaire et non suffisante et devront s'abstenir de réévaluer le réal comme si c'était un vainqueur de Coupe du monde. Mais le dispositif de sécurité n'est pas contraignant et la position politique de Lula pourrait commencer à ressembler à celle de Gustavo Petro plutôt qu'à celle de Gabriel Boric. Le risque d'évolutions moins favorables a également augmenté avec les propos conflictuels de Lula à l'égard des marchés.

À l'extérieur, les nouvelles ont été bien plus encourageantes. **Lors de la COP27 en**

Égypte, Lula a proclamé que le Brésil était de retour dans la lutte contre le changement climatique et la déforestation. Il entend également créer un ministère spécial pour les populations autochtones et organiser la COP30 au Brésil/en Amazonie. Cette nouvelle met en exergue la crédibilité ESG de Lula, comme l'anticipaient les investisseurs.

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution du réal brésilien pendant les cycles électoraux et détaille la dynamique du marché des changes de six mois avant à douze mois après les élections. Il montre à quel point le réal, comme les marchés financiers, est indécis quant à la question de savoir si le gouvernement de Lula ressemblera davantage à celui de Dilma ou à son propre mandat de 2003. Si la première hypothèse se vérifie, la devise n'intègre pas une prime de risque suffisante, alors qu'elle dispose d'une grande marge d'appréciation si la deuxième hypothèse prévaut.

Achévé de rédiger le 22 novembre 2022

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons les probabilités de nos scénarios. À noter : certains des facteurs de risque identifiés peuvent se concrétiser dans le cadre de notre scénario central, qui n'est probablement pas encore totalement intégré par les marchés. Les risques baissiers sont plus importants à court terme. Il faudrait toutefois une combinaison de plusieurs facteurs de risque pour déclencher le scénario baissier à l'horizon 12-18 mois. À cette échéance, nous pensons que les risques baissiers sont contrebalancés par les risques haussiers, ceux d'une baisse plus rapide qu'attendu de l'inflation due à une détente des prix du gaz, d'un cessez-le-feu en Ukraine, et/ou au resserrement combiné des politiques monétaires mondiales, dont l'impact est peut-être sous-estimé.

| SCÉNARIO BAISSIER 15 % | SCÉNARIO CENTRAL 70 % | SCÉNARIO HAUSSIER 15 % |
|---------------------------|--|--|
| Récession mondiale sévère | Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes | Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste |

Analyse

- 🌐 Aggravation/expansion de la **guerre en Ukraine**.
- 🌐 Crise énergétique et **profonde récession en Europe**.
- 🔥 **Retour en force du Covid-19**.
- ✳️ **Désancrage des anticipations d'inflation**, ajustements désordonnés par les BC.
- **Récession en Chine**.
- **Récession mondiale** avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes.
- **Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME**.
- 🕒 **Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques**. Une crise financière ouvrirait possiblement la voie à des mesures de répression financière.
- 🌱 **Report des mesures de transition climatique**.

Analyse

- 🌐 **Enlèvement dans la guerre en Ukraine**. Nous tablons sur un cessez-le-feu d'ici fin 2023. Mais d'ici là, la situation pourrait continuer à se détériorer.
- 🌐 **La crise énergétique va durer**. Les prix du gaz devraient augmenter au cours de la phase de reconstitution des stocks, sans plafond crédible dans l'UE.
- 🔥 **Le Covid-19** devient endémique.
- ✳️ **L'inflation ne parvient pas** à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.
- ✳️ **Fort ralentissement économique mondial en 2023**: récession en Europe, augmentation du risque de récession aux États-Unis et en Chine. Reprise lente avec croissance inférieure à son potentiel en 2024.
- ✳️ **La croissance du PIB nominal mondial** atténue l'impact du ralentissement sur les bénéficiaires.
- 🕒 **Divergences entre BC**: la Fed poursuit sa normalisation, mais réduit l'ampleur des hausses; la BCE relève ses taux, adopte un QT passif et active le TPI; la PBoC conserve un biais accommodant.
- 🕒 **Policy mix incohérent dans l'UE**: politiques budgétaires accommodantes, mais non coordonnées et mal ciblées. À l'inverse, impulsion budgétaire négative aux États-Unis en 2022, mais qui devrait être plus neutre en 2023-2024.
- 🌱 **Le changement climatique** perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste.

Analyse

- 🌐 **Cessez-le-feu en Ukraine** ouvrant la voie à des pourparlers de paix.
- 🌐 **La Russie reprend partiellement ses exportations de gaz vers l'Europe**, le marché des matières premières se normalise.
- 🔥 **Le Covid-19** recule.
- ✳️ **L'inflation retombe rapidement**, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent.
- ✳️ **Les craintes de récession mondiale se dissipent** et l'inflation revient progressivement à un niveau plus normal, ce qui allège la pression sur les BC.
- **Diminution de l'incertitude**: l'excès d'épargne et le rebond du pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises.
- 🕒 **Rétablissement progressif** de la discipline budgétaire. En Europe, un nouveau plan (dette commune) est mis en place pour soutenir la transition énergétique.
- 🌱 Les politiques de **lutte contre le changement climatique** et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.

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

SCÉNARIO BAISSIER
15 %

Effondrement global

Répercussions sur les marchés

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

SCÉNARIO CENTRAL
70 %

Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes

Répercussions sur les marchés

- Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification limitée de la courbe de rendement des taux, les emprunts d'Etat retrouvent leur fonction de couverture contre une récession plus profonde
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

SCÉNARIO HAUSSIER
15 %

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

Répercussions sur les marchés

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

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les probabilités pour les trois familles de risques sont inchangées. Les risques augmentent sur tous les fronts et sont étroitement liés les uns aux autres. Les fondamentaux économiques se détériorent à l'échelle mondiale, ce qui est pris en compte dans le scénario central. L'évolution de la guerre en Ukraine et ses implications potentielles peuvent faire basculer le scénario dans l'une ou l'autre direction, mais les risques sont orientés à la baisse à court terme. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (y compris les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont répartis en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés entre eux

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

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

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

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

RISQUE FINANCIER 30 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine** :
 - **Les risques sont orientés à la baisse. Il existe une probabilité de 60 % d'une évolution négative de la guerre, avec une probabilité de 25 % de confrontation directe avec l'Occident.** Ce risque s'accroît chaque fois que la Russie subit des défaites militaires.
 - Malgré notre anticipation d'une aggravation du conflit dans l'intervalle, **notre scénario de base table sur une fin des hostilités en 2023** (probablement au S2) avec une probabilité de **35 %**.
- Après les élections de mi-mandat, **les États-Unis se concentreront sur les batailles politiques intérieures, qui accentueront les tensions avec la Chine**, les républicains et les démocrates étant partisans de l'adoption d'une ligne dure, **ce qui contribuera à accroître le risque lié à « Taïwan » en 2023.**
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix de produits alimentaires et de l'énergie entraînant une vague de troubles sociaux.
- Regain d'inquiétude et nouvelles sanctions liés aux **programmes nucléaires** de l'Iran et de la Corée.
- Hausse du risque de **cyberattaques ou de violations de données** perturbant les systèmes informatiques dans les domaines de la sécurité, de l'énergie et des services de santé, la Russie cherchant à saper le soutien de l'Occident en faveur de l'Ukraine.

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

- Crédit et actions, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Retournement effectué

Retournement imminent

Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La dynamique économique ralentit sous l'effet de pressions inflationnistes toujours élevées et d'un affaiblissement de la demande intérieure. Nous confirmons nos prévisions de détérioration des perspectives macroéconomiques aux États-Unis en raison du resserrement progressif des conditions financières; les risques de récession restent importants pour la mi-2023. En ce qui concerne l'Europe, nous confirmons nos anticipations d'une récession liée au coût de la vie et à l'inflation au cours de la prochaine saison hivernale.
- Sur le plan de l'inflation, nous avons observé le pic aux États-Unis. Nous tablons sur une décélération progressive des indices globaux et sous-jacents, même si des signes de persistance supérieure à la normale demeurent. Dans la zone euro, l'inflation pourrait être proche de son pic, mais devrait rester proche d'un taux à deux chiffres et demeurer à des niveaux tendus pendant quelques mois.
- Les tensions persistantes sur le front géopolitique et le bras de fer entre politiques budgétaire et monétaire rendent la situation économique finale incertaine, ce qui exacerbe la volatilité des données.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les actions semblent plus chères après le récent rebond; il est encore difficile d'identifier des catalyseurs solides pour les points d'entrée.
- Les multiples des actions semblent alignés sur l'environnement inflationniste actuel et le durcissement de la politique monétaire, mais ne tiennent pas encore compte d'un risque de récession. En valeur relative, compte tenu des taux élevés, ils ne sont pas favorables aux actifs risqués.
- Les fondamentaux se sont encore détériorés; un repli des bénéfiques constitue le scénario central.



FACTEURS TECHNIQUES

- Les conditions techniques, bien qu'elles restent très volatiles dans le contexte actuel du marché, sont très favorables aux actifs risqués au mois de novembre 2022. Nos indicateurs de suivi des tendances continuent d'identifier de la valeur en étant longs sur les actifs risqués, car la tendance est essentiellement passée de fragmentée à solide fin octobre. D'un autre côté, les indicateurs contrariens, bien que loin des signaux de vente, se sont nettement redressés, incitant ainsi à la prudence vers la fin de l'année.

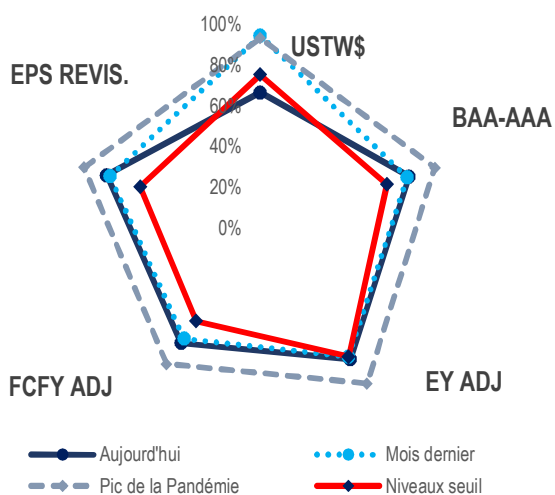
SENTIMENT

- Le relâchement des pressions inflationnistes aux États-Unis a modéré la volatilité des taux d'intérêt et contribué à l'assouplissement des conditions financières. Les indicateurs d'appétit pour le risque restent fragiles, mais ils se sont rapidement améliorés en novembre. Les conditions financières restent tendues, mais se sont nettement assouplies. La forte correction du dollar américain a été intégrée à notre modèle CAST, qui anticipe désormais une probabilité d'aversion au risque beaucoup plus faible qu'en octobre. MoMo est le seul modèle à déjà intégrer l'appétit pour le risque, en raison de flux d'investisseurs moins défensifs et de l'amélioration des indicateurs à court terme sensibles au risque.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds)

- La correction de l'USD a constitué un facteur de soutien solide en novembre. Le caractère défensif de CAST se modère.



Source : Amundi Institute, Données au 18 novembre 2022

La perception du risque de CAST n'a pas montré d'augmentation structurelle au T1, mais elle est devenue moins favorable depuis le T2. Les révisions des BPA restent négatives et la prime de risque du crédit reste élevée et supérieure aux niveaux d'alerte. Toutefois, l'évolution du dollar plaide en faveur d'un positionnement moins défensif. La probabilité CAST OFF n'est plus située aux points hauts et pénètre dans une zone neutre.

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

MÉTHODOLOGIE

— Scénarios

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

— Risques

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

POINTS CLÉS

1 La BCE s'inquiète des risques de récession

- Lors de sa réunion d'octobre, la BCE a insisté sur le fait que la lutte contre l'inflation pourrait devenir difficile, l'économie étant attendue en récession à la fin de 2022, ce qui laisse entrevoir une dynamique de hausse des taux moins énergique.
- Toutefois, ce revirement accommodant n'est pas acquis, car l'inflation reste dangereusement élevée.
- Nous avons ramené notre projection pour le taux de dépôt final de la BCE de 2,75 % à 2,50 %.
- Le grand défi de l'année prochaine, pour toutes les banques centrales, sera de maintenir leur crédibilité : toute surprise accommodante devra s'accompagner d'une progression satisfaisante de l'inflation vers l'objectif.

Conséquences en matière d'investissement

- Objectif à douze mois pour le taux du Bund à dix ans inchangé à 2,3-2,5 %.
- L'objectif de cours pour l'EUR/USD reste également inchangé, à 0,92 à six mois et 1,02 à douze mois.

2 La Fed reste déterminée à lutter contre l'inflation

- Le communiqué de la Fed en novembre était plutôt accommodant, mais la conférence de presse du président Powell plutôt restrictive. En effet, la Fed voulait éviter que le marché interprète une éventuelle réduction de la taille des hausses de taux comme un pivot accommodant ou comme un manque de détermination dans la lutte contre l'inflation.
- Nous pensons que la Fed a plutôt intérêt à se montrer trop restrictive, car, comme elle l'a démontré pendant la pandémie, elle dispose des outils nécessaires pour soutenir fortement l'activité économique si nécessaire.
- L'accent devrait être mis sur le taux terminal et sur la durée pendant laquelle les taux d'intérêt resteront en territoire restrictif.
- Nous confirmons notre projection pour le taux terminal des Fed Funds à 5,25 %.

Conséquences en matière d'investissement

- Objectif à douze mois du rendement des bons du Trésor américain à dix ans inchangé à 3,9-4,1 %.

3 Tendances inflationnistes dans les MD

- L'inflation sous-jacente aux États-Unis s'est avérée persistante, tandis que l'inflation globale devrait faiblir au cours des prochains mois, avec la baisse des prix de l'essence.
- La dynamique de l'IPP américain a atteint un sommet et l'écart entre l'IPC et l'IPP s'est réduit, bien qu'il reste supérieur à la moyenne ; la transmission de la baisse de l'IPP à la baisse de l'IPC pourrait être retardée, mais les indicateurs pointent dans la bonne direction.
- L'inflation dans la zone euro — tant globale que sous-jacente — devrait atteindre un pic au quatrième trimestre 2022, mais le prochain cycle de négociations salariales sera crucial, car il pourrait renforcer la persistance de l'inflation.
- Les pressions inflationnistes dans la zone euro restent fortes et ne se sont pas encore complètement répercutées. L'IPP donne de timides signes de modération et l'écart entre l'IPC et l'IPP reste important.

Conséquences en matière d'investissement

- Confirmation de la sous-pondération des actions.
- Taux core : confirmation de la sous-pondération/position neutre sur la duration, hausse des taux réels, aplatissement de la courbe des taux américains.
- Taux périphériques : maintien d'une approche prudente.
- Marchés du crédit : préférence pour l'IG au HY aux États-Unis

4 Mise à jour politique et géopolitique

- **Élections de mi-mandat** : les démocrates ont fait mieux que prévu, conservant le contrôle du Sénat, mais perdant la Chambre. Aucun projet de loi important ne devrait être adopté au cours des deux prochaines années, mais les tensions entre les États-Unis et la Chine devraient perdurer ; les financements accordés à l'Ukraine devraient faire l'objet d'un examen plus approfondi.
- **Budget du Royaume-Uni** : le nouveau budget vise à regagner la confiance du marché, tout en soutenant la base électorale conservatrice. Toutefois, l'augmentation des dépenses pour le « nivellement par le haut » et l'augmentation des impôts sur les hauts revenus montrent également que les conservateurs continuent de cibler les anciens sièges travaillistes du « mur rouge » dans les secteurs défavorisés de gauche passés dans le camp des conservateurs lors des dernières élections et qui se montrent de plus en plus mécontents.
- **Élections présidentielles du Brésil** : victoire de Lula au second tour. Ce dernier semble vouloir dépenser sans retenue, mais pourrait modérer sa position face aux pressions du marché.

Conséquences en matière d'investissement

- Les marchés apprécient les gouvernements divisés entre des partis qui ont ainsi moins de chance de s'entendre sur des politiques populistes»

POINTS CLÉS

5 Le ralentissement structurel de la Chine se fait déjà sentir

- Deux sources contribuent au ralentissement du potentiel de croissance : le vieillissement rapide de la population et la baisse du rendement du capital.
- La levée complète des restrictions sanitaires ne devrait avoir lieu qu'en 2024.
- Le frein exercé par le marché du logement devrait se réduire en 2023.
- Nos perspectives de croissance pour 2022 ont été revues à la hausse, de 2,9 % à 3,2 %, en raison de données supérieures aux attentes pour le troisième trimestre, mais les prévisions pour 2023 ont été ramenées de 5,2 % à 4,5 % du fait de l'assombrissement des perspectives en matière de politique de lutte contre le Covid-19. La croissance pourrait atteindre 4,0 % au cours des trois prochaines années, avant de revenir vers 3,0 %.

Conséquences en matière d'investissement

- Position longue sur le HSCEI, renforcer le MSCI China et le CSI 300 dividend.
- Crédit : rester neutre, le HY à six mois/deux ans est relativement bon marché.
- Taux : passer de neutre à short.
- Matières premières : rester neutre.

6 Saison des publications du T3 : des résultats en retrait, mais pas d'effondrement

- Les révisions à la baisse des BPA et les résultats ont été supérieurs aux attentes. Malgré des résultats meilleurs qu'anticipés, les entreprises réduisent leurs orientations prospectives.
- Le ralentissement de la croissance et l'impact de l'inflation se traduisent par une forte croissance du secteur de l'énergie, qui reste le principal moteur des BPA. Hors énergie, les BPA du troisième trimestre aux États-Unis sont à -3,4 % et à 9,6 % en Europe.
- Certains secteurs de consommation ont connu des difficultés, surtout en Europe. Le secteur de l'immobilier aussi.

Conséquences en matière d'investissement

- Rester prudent sur les actions, tout en préférant les États-Unis à l'Europe.
- Privilégier les facteurs qualité, value, dividendes, et volatilité minimum.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|--|---------|------------------|--|
| PLATEFORME ACTIONS | États-Unis | =/+ | | Nous observons un rebond des actions dans un marché à tendance baissière. Les investisseurs essaient d'anticiper un changement de cap de la Fed, qui dépend des perspectives d'inflation et de la vigueur de la consommation. Nous abordons cette phase avec une approche sélective, en faisant preuve de prudence vis-à-vis des méga-capitalisations et en nous concentrant sur les entreprises disposant de modèles économiques solides et capables de rémunérer leurs actionnaires minoritaires par le versement de dividendes. |
| | Actions US Value | + | | Les actions décotées mais de bonne qualité sont à privilégier en période de ralentissement de la croissance économique. Cependant, dans notre recherche d'opportunités, nous évaluons toujours la résilience des bénéfiques au regard des valorisations actuelles des actions. |
| | Actions US Croissance | - | | Les valeurs de croissance ont continué à sous-performer cette année dans un contexte de resserrement de la politique monétaire. Nous nous intéressons toutefois à certaines valeurs technologiques qui ont corrigé cette année, tout en restant prudents sur les valeurs de croissance en tant que catégorie. |
| | Europe | - | ▲ | En Europe, les bénéfiques des entreprises et les marchés d'actions seront affectés par la crise du coût de la vie. Un rebond à court terme est toutefois possible, un discours plus accommodant de la BC pouvant stimuler temporairement les marchés, même si nous maintenons un positionnement prudent. Des mesures concrètes de la BC et des révisions à la hausse des bénéfiques seront nécessaires avant que nous soyons convaincus d'une évolution cyclique. |
| | Japon | = | | Le marché japonais, orienté vers l'exportation, est tiré par les valeurs cycliques, notamment l'industrie et la consommation discrétionnaire qui pourraient être pénalisées par un ralentissement de la croissance économique mondiale. Cependant, les fluctuations du yen peuvent avoir une incidence sur ce point, et nous restons neutres. |
| | Chine | = | | Les marchés évoluent en fonction de l'actualité du Covid. Nous attendons néanmoins davantage de précisions concernant la mise en œuvre de la politique sanitaire par le gouvernement à moyen terme. Pour l'heure, notre position reste neutre et nous évaluons l'évolution du pays vers un modèle de croissance axé sur la « prospérité commune » et la consommation intérieure ainsi que les risques géopolitiques. |
| | Marchés émergents hors Chine | = | | Les tensions géopolitiques, les risques idiosyncrasiques et la demande intérieure sont déterminants pour nos vues sur les pays émergents, qui restent un terrain propice à la sélection de titres. Nous considérons favorablement les pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et les Émirats arabes unis, mais restons prudents vis-à-vis de Taïwan et de certains pays d'Asie du Sud-Est, dont les Philippines et la Malaisie. |
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies États-Unis | =/+ | ▲ | La prise en compte par les marchés d'un taux terminal plus élevé qu'auparavant, les valorisations attractives des obligations du Trésor américaines et le risque de ralentissement de la croissance économique dressent un tableau constructif. Cependant, même si les derniers chiffres de l'inflation ont été inférieurs aux attentes, nous pensons que la Fed évaluera la tendance de l'inflation avant de modifier sa politique de resserrement. Nous restons très actifs. Les rendements réels deviennent également attractifs, notamment sur les maturités intermédiaires. |
| | États-Unis Obligations d'entreprise IG | =/+ | | Les <i>spreads</i> IG seront probablement déterminés par les fondamentaux des entreprises, les rendements américains et les anticipations d'inflation. Les derniers mouvements de taux ont soutenu le resserrement des <i>spreads</i> , mais nous restons légèrement positifs sur le marché IG de haute qualité. Toutefois, nous pensons que la sélectivité reste de mise, les investisseurs devant être attentifs à d'éventuelles tensions sur le refinancement et la liquidité. |
| | États-Unis Obligations d'entreprise HY | - | | Face aux inquiétudes liées à la détérioration du contexte économique et des bénéfiques, nous restons prudents sur le haut rendement, car les entreprises dont les bilans sont fragiles et les niveaux de trésorerie faibles seront plus durement touchés. Nous sommes attentifs au risque de liquidité. |

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

| | Classe d'actifs | Opinion | Variation 1 mois | Fondement |
|------------------------|----------------------------------|---------|------------------|--|
| PLATEFORME OBLIGATAIRE | Govies Europe | = | | Les dernières hausses de taux de la BCE, bien que conformes à nos prévisions, ont été accompagnées par une communication plutôt accommodante. Cependant, une récession économique semble probable en Europe. Nous conservons donc une exposition quasi neutre sur la duration des pays du cœur de la zone euro. Sur les marchés périphériques comme l'Italie, l'engagement du nouveau gouvernement à respecter la discipline budgétaire est positif, mais nous restons vigilants. |
| | Euro Obligations d'entreprise IG | = | | Le ralentissement de la croissance économique et les tensions géopolitiques ne sont pas favorables au crédit et pourraient accroître la volatilité des <i>spreads</i> , même si les récents messages de la BCE ont soutenu les marchés IG. Pour nous, la soutenabilité des flux de trésorerie et la capacité des entreprises à gérer d'éventuelles difficultés de refinancement sont des points essentiels dans l'environnement économique actuel. |
| | Euro Obligations d'entreprise HY | - | | Les <i>spreads</i> du HY résistent bien, en raison de l'offre limitée et des bénéfices encore solides des entreprises, mais les risques de détérioration des fondamentaux demeurent. Nous sommes donc prudents vis-à-vis du HY, avec une attention particulière au coût du capital à la liquidité. |
| | Govies Chine | =/+ | | Nous nous attendons à ce que les obligations chinoises continuent à bénéficier du soutien de la politique monétaire et qu'elles conservent leur avantage en termes de diversification pour les investisseurs internationaux. Cette classe d'actifs devrait en outre bénéficier d'un éventuel ralentissement de la croissance en Chine. |
| | Émergents Dette en devise forte | =/+ | | Malgré le resserrement récent des <i>spreads</i> , les valorisations des obligations émergentes en devises fortes sont attractives d'un point de vue historique. La stabilisation des obligations du Trésor américaines, les prix élevés du pétrole et les différentiels de croissance favorables aux pays émergents par rapport aux pays développés devraient être positifs pour les obligations en devises fortes, parmi lesquelles nous préférons le segment HY au segment IG. Nous sommes prudemment optimistes concernant le Brésil (économie saine, inflation en baisse) et vigilants quant au risque de défaut. |
| | Émergents Dette en devise locale | = | | Dans un contexte de divergences en matière d'inflation et, par conséquent, de différences dans le rythme de resserrement des politiques monétaires, nous restons très sélectifs en ce qui concerne la dette en devises locales et maintenons une position prudente sur les devises des pays émergents. À cet égard, nous surveillons les mouvements du dollar et tout signe de changement d'orientation de la Fed. |
| AUTRES | Matières premières | | | Les pressions sur l'offre et les tensions géopolitiques (Iran/Arabie saoudite, UE/Russie) devraient soutenir le pétrole, qui pourrait faire office de diversificateur à court terme. Nous sommes toutefois attentifs aux risques liés à un ralentissement économique. L'or a souffert cette année de la hausse des taux réels, mais nous pensons qu'il jouera désormais son rôle de valeur refuge si l'économie se dégrade. À l'horizon 2023, un éventuel changement de cap de la Fed sera également positif. |
| | Devises | | | Nous restons constructifs sur le dollar, mais pensons que les marchés vont maintenant tester la Fed en prévision d'un revirement accommodant. Nous maintenons notre vue négative sur la livre sterling. |

LÉGENDE



Source : Amundi, au vendredi 27 novembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

| Moyennes annuelles (%) | au 22/11/2022 | | | | | |
|------------------------|---------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| | Croissance du PIB réel, % | | | Inflation (IPC, a/a, %) | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Monde | 3,4 | 2,1 | 2,7 | 8,3 | 6,3 | 4,0 |
| Pays développés | 2,6 | 0,3 | 1,0 | 7,6 | 5,0 | 2,5 |
| États-Unis | 1,9 | 0,8 | 0,6 | 8,1 | 4,1 | 2,3 |
| Japon | 1,6 | 0,5 | 1,2 | 2,4 | 0,5 | 0,4 |
| Royaume-Uni | 4,4 | -0,6 | 1,1 | 9,1 | 7,7 | 3,8 |
| Zone euro | 3,2 | -0,7 | 1,1 | 8,7 | 7,5 | 3,2 |
| Allemagne | 1,7 | -0,7 | 1,0 | 9,0 | 7,6 | 3,1 |
| France | 2,5 | 0,0 | 1,0 | 6,1 | 5,3 | 3,0 |
| Italie | 3,7 | -0,4 | 0,8 | 8,9 | 8,1 | 3,2 |
| Espagne | 4,5 | 0,3 | 1,3 | 8,6 | 4,3 | 3,4 |

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** le PIB du troisième trimestre a surpris à la hausse, entraînant une augmentation des projections moyennes pour 2022. Toutefois, nos prévisions pour 2023-2024 n'ont pas changé de manière significative, la politique monétaire restrictive entraînant une croissance bien inférieure au potentiel. Nous anticipons un risque accru de récession au second semestre 2023, quand la tendance de la croissance et la demande intérieure seront les plus faibles et que les risques de récession s'aggraveront. Bien que l'inflation semble avoir atteint son pic, la viscosité de l'inflation pourrait rester une caractéristique essentielle dans les mois à venir, l'inflation sous-jacente diminuant lentement et restant au-dessus de l'objectif.
- Zone euro :** le PIB du troisième trimestre a surpris à la hausse, entraînant une augmentation du report de croissance pour 2022. Quoi qu'il en soit, nous nous attendons à une contraction du PIB au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023, suivie d'une faible reprise, favorisée par le recul de l'inflation, qui soulagera les consommateurs (l'inflation sera le principal moteur de la récession). La dynamique moyenne en 2023 sera plus faible qu'initialement prévu, ce qui se traduira par des prévisions de croissance un peu plus faibles pour 2023-2024. Nous avons revu à la hausse nos prévisions d'inflation pour la fin de l'année 2022 et le début de l'année 2023, en raison d'une dynamique solide et de pressions inflationnistes généralisées. Les risques liés à la composante énergétique restent importants, tant pour l'inflation que pour les perspectives de croissance.
- Royaume-Uni :** nous anticipons une récession qui se prolongera pendant quelques trimestres, sous l'effet de l'augmentation du coût de la vie et du resserrement des conditions financières. L'économie devrait se contracter d'environ 0,6 % en 2023, avant de se redresser et de progresser de 1,1 % en 2024. Les risques sont orientés à la baisse, car nos prévisions ne tiennent pas compte des dernières annonces budgétaires. Nous nous attendons à ce que l'inflation reste élevée et supérieure à 10 % jusqu'au premier trimestre 2023 après un pic au quatrième trimestre 2022, tout en restant au-dessus de la cible pendant longtemps encore.
- Japon :** les chiffres du PIB pour le troisième trimestre ont été plus faibles que prévu, avec une contraction de 0,3 % en variation trimestrielle corrigée des variations saisonnières. Après la réouverture des frontières, le nombre de visiteurs a doublé en octobre pour revenir à 18,8 % du niveau de 2019. Cependant, le coup de pouce lié à la réouverture ne sera pas suffisant pour compenser entièrement les obstacles extérieurs en 2023. L'inflation sous-jacente a augmenté sous l'effet de la réduction de l'écart de production et des attentes élevées en matière d'inflation. Nous nous attendons à ce que l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais et énergie) reste au-dessus de 2 % au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 avant de revenir lentement en dessous de 1 % au quatrième trimestre 2023.

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

| | 30-11 2022 | Amundi + 6m. | Consensus + 6m. | Amundi + 12m. | Consensus + 12m. |
|-------------------|---------------|-----------------|--------------------|------------------|---------------------|
| États-Unis | 4,00 | 5,25 | 5,10 | 5,25 | 4,77 |
| Zone euro | 1,50 | 2,50 | 2,90 | 2,50 | 2,90 |
| Japon | -0,10 | -0,10 | 0,02 | -0,10 | 0,09 |
| RU | 3,00 | 4,50 | 4,60 | 4,50 | 4,60 |

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

| Banques centrales | Prochaines réunions |
|------------------------------------|---------------------|
| Réserve fédérale FOMC | 14 décembre |
| BCE Conseil des gouverneurs | 15 décembre |
| Banque d'Angleterre MPC | 15 décembre |
| Banque du Japon MPM | 20 décembre |

Source : Amundi Institute

- Fed** : La porte est ouverte à une réduction de l'amplitude des relèvements de taux. La Réserve fédérale américaine (Fed) prendra notamment en considération : « le resserrement cumulé de la politique monétaire » et « le décalage avec lequel la politique monétaire affecte l'activité économique ». Toutefois, pour la Fed, tout est encore question d'inflation. La Fed souhaite éviter que le marché n'interprète la réduction de la taille des relèvements de taux comme un pivot accommodant ou comme le signe d'un manque de détermination dans la lutte contre l'inflation. Le taux terminal et la durée pendant laquelle la Fed devrait maintenir les taux d'intérêt en territoire restrictif restent les principaux problèmes. Notre scénario anticipe un taux terminal des fonds fédéraux à 5,25 %.
- BCE** : lors de sa réunion d'octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs de 75 pb, le taux de dépôt s'établissant désormais à 1,5 %. L'institution a également annoncé des modifications des modalités des opérations de refinancement à long terme ciblées. En reconnaissant les progrès considérables réalisés jusqu'à présent dans la normalisation de sa politique, la BCE a envoyé un message important en adoptant un ton plus accommodant, principalement en raison de la détérioration des perspectives économiques. Dans la continuité des derniers comptes rendus, nous pensons que la BCE ralentira le rythme des relèvements de taux et que nous tablons sur un taux de dépôt terminal à 2,50 %.
- BoJ** : Les marchés spéculent sur un resserrement de la politique de la Banque du Japon (BoJ) le 28 avril 2023, juste après le départ à la retraite du gouverneur Kuroda. Nous attribuons une probabilité de 30 % à un tel événement, sachant que la BoJ a déjà raté le cap du resserrement monétaire. La banque centrale japonaise est restée résolument accommodante alors que l'inflation augmente et que la croissance est bonne, à l'heure où toutes les autres banques ont entrepris de resserrer leur politique monétaire. Nous ne voyons pas pourquoi elle modifierait sa politique début 2023, lorsque l'économie mondiale devrait entrer en récession. Les marchés accordent trop d'importance à un seul événement et sous-estiment le ton accommodant des agences gouvernementales.
- BoE** : Lors de sa dernière réunion, la Banque d'Angleterre (BoE) a rejoint le mouvement d'autres banques centrales en relevant ses taux de 75 pb. Bien que le relèvement ait été plus important que les précédents, le communiqué était accommodant. En ce qui concerne les indications prospectives, la BoE a explicitement abaissé ses anticipations de taux terminaux du marché, précédemment supérieures à 5 %, et la nouvelle série de prévisions macroéconomiques est conforme à ce message sur les indications prospectives. Dans le même temps, elle a clairement indiqué que les risques restaient orientés à la hausse. Nous prévoyons un relèvement de 50 pb en décembre et un pic des taux à 4,5 %.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

| Moyennes annuelles (%) | au 22/11/2022 | | | | | |
|------------------------|---------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| | Croissance du PIB réel, % | | | Inflation (IPC, a/a, %) | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Monde | 3,4 | 2,1 | 2,7 | 8,3 | 6,3 | 4,0 |
| Pays émergents | 4,0 | 3,4 | 3,9 | 8,8 | 7,1 | 5,1 |
| Chine | 3,2 | 4,5 | 4,3 | 2,0 | 2,2 | 2,1 |
| Brésil | 3,1 | 0,8 | 1,7 | 9,4 | 4,6 | 4,3 |
| Mexique | 2,7 | 0,7 | 0,6 | 7,9 | 5,8 | 4,5 |
| Russie | -3,3 | -1,5 | 2,0 | 13,8 | 7,5 | 4,5 |
| Inde | 7,3 | 5,6 | 6,0 | 6,8 | 6,0 | 6,0 |
| Indonésie | 5,2 | 4,5 | 4,8 | 4,3 | 5,0 | 4,1 |
| Afrique de Sud | 1,7 | 1,2 | 1,5 | 6,8 | 5,9 | 4,9 |
| Turquie | 5,3 | 3,1 | 4,4 | 72,9 | 56,7 | 29,9 |

Source : Amundi Institute

- Chine :** confrontés à la plus grande épidémie de Covid-19 depuis avril, les gouvernements locaux mettent en place davantage de restrictions pour aplanir la courbe des nouveaux cas. Le nombre record de personnes sous surveillance médicale (plus d'un million), y compris les cas asymptomatiques et les contacts étroits, laisse présager une recrudescence des cas graves. L'activité économique déprimée d'octobre et de novembre laisse penser que la croissance séquentielle du quatrième trimestre sera proche de la contraction, ce qui remet en cause nos projections de timide reprise. Côté inflation, nous maintenons notre opinion selon laquelle l'approche de réouverture progressive de la Chine sera très probablement désinflationniste.
- Indonésie :** malgré la légère inflexion de l'inflation en octobre (5,7 % contre 6,0 %) et conformément aux dernières réunions, la Banque d'Indonésie (BI) a relevé ses taux directeurs de 50 points de base pour les porter à 5,25 %. En effet, l'inflation globale devrait rester bien au-dessus de l'objectif pendant la majeure partie de 2023, tandis que l'inflation sous-jacente (à 3,3 % en octobre 2022) devrait se rapprocher de la limite supérieure de la fourchette cible et probablement la dépasser en début 2023. Dans ce contexte, la BI maintiendra une position relativement restrictive et continuera de relever ses taux directeurs compte tenu des préoccupations liées à l'inflation, tant intérieure qu'extérieure (inflation importée).
- Turquie :** malgré le niveau extrêmement élevé de l'inflation (85,5 % en glissement annuel en octobre), la Banque centrale de Turquie (CBRT) a procédé à une quatrième baisse de taux consécutive, abaissant son taux directeur de 150 points de base, de 10,5 % à 9,0 %, ce qui a entraîné une nouvelle dépréciation temporaire de la lire. Dans son communiqué, le comité a indiqué « que le taux directeur actuel lui paraît approprié et qu'elle a décidé de mettre fin au cycle de réduction des taux commencé en août ». Malgré les prévisions de ralentissement de la croissance mondiale, la Turquie pourrait connaître une croissance honorable de 3,1 % en 2023, grâce à son dosage macroéconomique peu orthodoxe.
- Brésil :** l'activité économique s'est ralentie après une performance solide depuis le début de l'année, car la politique monétaire restrictive commence à peser sur la dynamique du crédit tandis que les avantages immédiats liés à la réouverture, qui avaient porté le secteur des services, se sont désormais dissipés. Pour autant, l'économie progressera d'environ 3 % cette année, avant de retomber en dessous de 1 % en 2023. L'inflation a atteint un pic en avril après un cycle de hausse mené tambour battant par la BCB et clôturé sur note restrictive. L'élection présidentielle n'a pas réservé de surprise, Lula l'emportant comme prévu, malgré une marge bien plus étroite qu'anticipé. La transition elle-même a surpris par son caractère plutôt apaisé, mais la proposition budgétaire initiale de Lula est loin d'être constructive.

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

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

| | 23-11 2022 | Amundi + 6m. | Consensus + 6m. | Amundi + 12m. | Consensus + 12m. |
|---------------|---------------|-----------------|--------------------|------------------|---------------------|
| Chine | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 |
| Inde | 5,90 | 6,40 | 6,40 | 6,15 | 6,25 |
| Brésil | 13,75 | 13,50 | 13,3 | 11,50 | 11,05 |
| Russie | 7,50 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 6,75 |

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

| Banques centrales | Prochaine communication |
|---------------------|-------------------------|
| BCB (Brésil) | 7 décembre |
| RBI (Inde) | 7 décembre |
| CBR (Russie) | 16 décembre |
| PBoC (Chine) | 20 décembre |

Source : Amundi Institute

- BPC (Chine) :** Suite aux « pivots » en matière de politique immobilière et de stratégie zéro-Covid-19, la Banque populaire de Chine (BPC) a tenté de réduire son orientation accommodante en mettant en garde contre les risques d'inflation. Cette situation, conjuguée à deux semaines continues de retrait de liquidités, a entraîné une forte hausse des taux du marché monétaire et un mouvement de rachats panique des produits de gestion de patrimoine. Afin de contenir les hausses de taux d'intérêt, la BPC a rapidement renoué avec ses injections de liquidités et les taux ont baissé. Toutefois, cet incident laisse entrevoir une plus faible probabilité de baisse des taux généralisée. Des mesures d'assouplissement sélectives et la restructuration du crédit devraient rester de mise.
- RBI (Inde) :** Les indices de prix se sont légèrement repliés en octobre. En particulier, l'inflation globale a ralenti, passant de 7,4 % à 6,8 % en glissement annuel (GA), tandis que le recul de l'inflation sous-jacente a été beaucoup plus modéré, passant de 6,1 % à 6,0 % en GA. Dans la mesure où une baisse de l'inflation au sein de l'objectif de la Banque de Réserve de l'Inde (RBI) devrait intervenir d'ici la fin du T1 2023, l'ajustement de la politique monétaire devrait se poursuivre jusqu'au début 2023. Nous anticipons des hausses plus modestes à l'avenir. Avec deux relèvements de 25 pb d'ici février 2023, la RBI devrait achever son cycle de relèvement des taux, ramenant le taux directeur réel à un niveau neutre.
- BCB (Brésil) : Des taux élevés plus longtemps sans relèvements supplémentaires** Bien que la Fed semble s'orienter vers un rythme de relèvement plus lent, la Banque centrale du Brésil (BCB) ne donne pas l'impression de vouloir démarrer un cycle d'assouplissement après avoir conclu son cycle de relèvements intensifs d'une valeur de 12 % en août. D'autre part, les récentes évolutions budgétaires - la proposition agressive de révision de la constitution PEC par la nouvelle administration - et l'agitation politique devraient rendre le Comité de politique monétaire (COPOM) plus prudent et même l'inciter à envisager de nouveaux relèvements dans un avenir proche. Nous pensons que la BCB devra maintenir un niveau élevé pendant plus longtemps, sans pour autant recourir à de nouveaux relèvements, à mesure que l'ancrage budgétaire s'affaiblit, et n'envisagera de réduire ses taux d'intérêt qu'au milieu de 2023.
- CBR (Russie) :** La Banque centrale de Russie (CBR) a laissé son taux directeur inchangé à 7,5 % lors de sa réunion du 28 octobre. Bien qu'elle considère que les risques pro-inflationnistes et désinflationnistes à court terme sont équilibrés, elle juge à moyen terme que les risques pro-inflationnistes dominent. Malgré la baisse progressive de l'inflation, l'impact amplifié des sanctions, les pénuries résultant de la mobilisation partielle et la faiblesse potentielle du rouble ont été cités parmi les risques pro-inflationnistes, ce qui a incité la CBR à maintenir le statu quo. Nous anticipons un ton moins accommodant et plus prudent de la part de la CBR. Bien que les perspectives restent très incertaines, nous tablons désormais sur une baisse de 50 pb au cours des six prochains mois, probablement pas avant le T2 2023.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

22 novembre 2022

| Moyennes annuelles (%) | Croissance du PIB réel, % | | | Inflation (IPC, a/a, %) | | |
|------------------------|---------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| États-Unis | 1,9 | 0,8 | 0,6 | 8,1 | 4,1 | 2,3 |
| Japon | 1,6 | 0,5 | 1,2 | 2,4 | 0,5 | 0,4 |
| Zone euro | 3,2 | -0,7 | 1,1 | 8,7 | 7,5 | 3,2 |
| Allemagne | 1,7 | -0,7 | 1,0 | 9,0 | 7,6 | 3,1 |
| France | 2,5 | 0,0 | 1,0 | 6,1 | 5,3 | 3,0 |
| Italie | 3,7 | -0,4 | 0,8 | 8,9 | 8,1 | 3,2 |
| Espagne | 4,5 | 0,3 | 1,3 | 8,6 | 4,3 | 3,4 |
| Royaume-Uni | 4,4 | -0,6 | 1,1 | 9,1 | 7,7 | 3,8 |
| Chine | 3,2 | 4,5 | 4,3 | 2,0 | 2,2 | 2,1 |
| Brésil | 3,1 | 0,8 | 1,7 | 9,4 | 4,6 | 4,3 |
| Mexique | 2,7 | 0,7 | 0,6 | 7,9 | 5,8 | 4,5 |
| Russie | -3,3 | -1,5 | 2,0 | 13,8 | 7,5 | 4,5 |
| Inde | 7,3 | 5,6 | 6,0 | 6,8 | 6,0 | 6,0 |
| Indonésie | 5,2 | 4,5 | 4,8 | 4,3 | 5,0 | 4,1 |
| Afrique du Sud | 1,7 | 1,2 | 1,5 | 6,8 | 5,9 | 4,9 |
| Turquie | 5,3 | 3,1 | 4,4 | 72,9 | 56,7 | 29,9 |
| Pays développés | 2,6 | 0,3 | 1,0 | 7,6 | 5,0 | 2,5 |
| Pays émergents | 4,0 | 3,4 | 3,9 | 8,8 | 7,1 | 5,1 |
| Monde | 3,4 | 2,1 | 2,7 | 8,3 | 6,3 | 4,0 |

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

| | 30 nov 2022 | Amundi +6M | Consensus +6M | Amundi +12M | Consensus +12M |
|-------------|-------------|------------|---------------|-------------|----------------|
| États-Unis | 4,00 | 5,25 | 5,10 | 5,25 | 4,77 |
| Zone euro | 1,50 | 2,50 | 2,90 | 2,50 | 2,90 |
| Japon | -0,10 | -0,10 | 0,02 | -0,10 | 0,09 |
| Royaume-Uni | 3,00 | 4,50 | 4,60 | 4,50 | 4,60 |

Pays émergents

| | 23 nov 2022 | Amundi +6M | Consensus +6M | Amundi +12M | Consensus +12M |
|--------|-------------|------------|---------------|-------------|----------------|
| Chine | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 | 3,65 |
| Inde | 5,90 | 6,40 | 6,40 | 6,15 | 6,25 |
| Brésil | 13,75 | 13,50 | 13,30 | 11,50 | 11,05 |
| Russie | 7,50 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 6,75 |

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

| | 30 nov 2022 | Amundi +6M | Forward +6M | Amundi +12M | Forward +12M |
|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| États-Unis | 4,54 | 4/4,20 | 4,22 | 3,4/3,60 | 3,92 |
| Allemagne | 2,14 | 1,80/2,00 | 2,06 | 1,80/2,00 | 1,87 |
| Japon | -0,02 | -0,10/0 | 0,01 | -0,10/0 | 0,04 |
| Royaume-Uni | 3,31 | 3,10/3,30 | 3,00 | 3,20/3,40 | 3,17 |

Taux 10 ans

| | 30 nov 2022 | Amundi +6M | Forward +6M | Amundi +12M | Forward +12M |
|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| États-Unis | 3,79 | 3,60/3,80 | 3,69 | 3,50/3,70 | 3,65 |
| Allemagne | 1,96 | 2,30/2,50 | 1,95 | 2,30/2,50 | 1,92 |
| Japon | 0,25 | 0,10/0,30 | 0,38 | 0,10/0,30 | 0,48 |
| Royaume-Uni | 3,17 | 3,40/3,60 | 3,16 | 3,40/3,60 | 3,24 |

Prévisions de change

| | 30 nov 2022 | Amundi T2 2023 | Consensus T2 2023 | Amundi T4 2023 | Consensus T4 2023 |
|---------|-------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| EUR/USD | 1,04 | 1,00 | 1,02 | 1,10 | 1,06 |
| USD/JPY | 138 | 135 | 139 | 125 | 131 |
| EUR/GBP | 0,86 | 0,89 | 0,88 | 0,90 | 0,89 |
| EUR/CHF | 0,98 | 0,93 | 0,99 | 1,03 | 1,01 |
| EUR/NOK | 10,24 | 10,23 | 10,00 | 9,73 | 9,75 |
| EUR/SEK | 10,92 | 10,80 | 10,71 | 10,20 | 10,50 |
| USD/CAD | 1,34 | 1,37 | 1,33 | 1,28 | 1,29 |
| AUD/USD | 0,68 | 0,65 | 0,67 | 0,75 | 0,70 |
| NZD/USD | 0,63 | 0,60 | 0,61 | 0,65 | 0,64 |
| USD/CNY | 7,09 | 7,10 | 7,15 | 6,80 | 7,00 |

Source: Amundi Institute

PUBLICATIONS RÉCENTES

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



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

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

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

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

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

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

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - Tazé-Bernard Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



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

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

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

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

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



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

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

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

US mid-term election: no red tide (10-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

1-2 November FOMC meeting: debating a downshift, not a pivot (04-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

A dovish pivot from the ECB: Euro bonds back in focus (28-10-2022)

AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

WORKING PAPERS



The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

Capital Commitment (10-10-2022)

GOURIER Elise, ESSEC Business School and CEPR - PHALIPPOU Ludovic, University of Oxford, Said Business School - WESTERFIELD Mark M., University of Washington, Foster Business School

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ASSET CLASS VIEWS



COP 27: not a lost COP after all (22-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

ESG Thema #11 - EU Sustainable Finance Action Plan: State of play (14-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - DEIXONNE Florent, Head of ESG Regulatory Strategy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Policies
Sovereign Bonds High Forecasts
Fixed Income Yield Real Estate

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 30 novembre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 2 décembre 2022.

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

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Charles O'Rear

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, C/O Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur Plateformes d'investissement

ZHAO Ethan, Analyste crédit

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier