



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

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

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

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

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

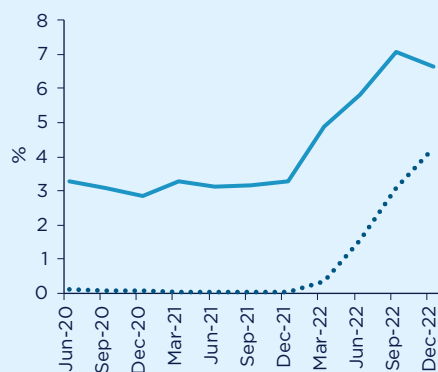
En conclusion, les conditions financières restent tendues pour l'économie réelle. L'impact de ce resserrement justifie nos prévisions de croissance modeste (inférieure au potentiel) pour 2023 et 2024. Nous percevons une possibilité d'atterrissage en douceur ou moins brutal, qui se traduirait par une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



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie -
Amundi Institute

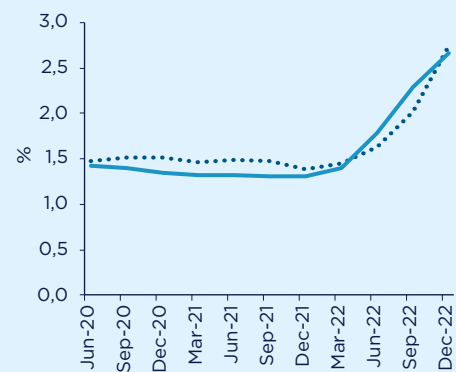
“Les conditions financières restent tendues pour l'économie réelle.”

Taux moyen des prêts - États-Unis



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

Taux moyen des prêts - Zone euro



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

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



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

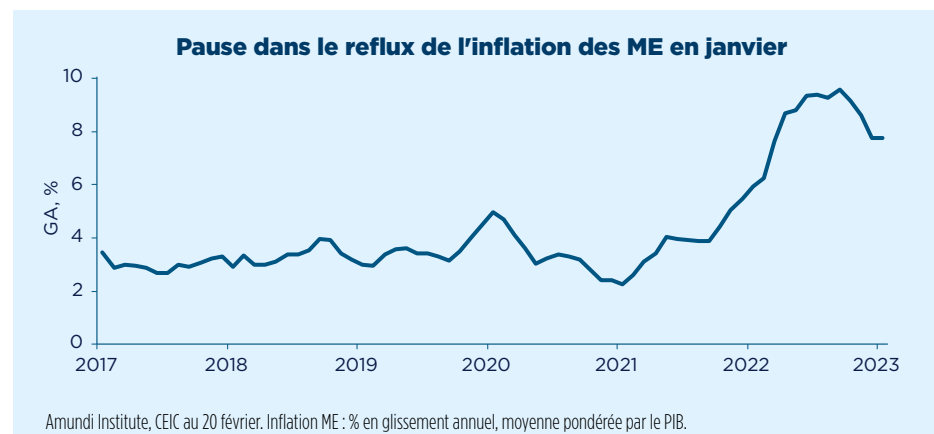
Malgré le rebond de janvier, un ralentissement de l'inflation dans les marchés émergents reste possible

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

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

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

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





Aperçus macroéconomiques



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



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



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



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



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



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



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



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

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

Marchés développés

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

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

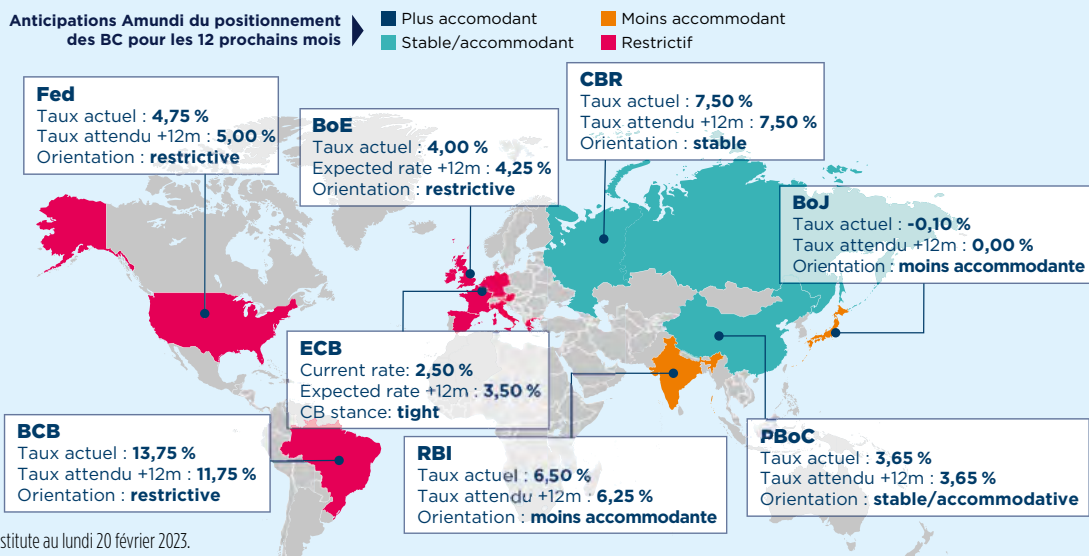
La présidente de la BCE, Mme Lagarde, a indiqué que la BCE avait l'intention de relever de nouveau ses taux directeurs de 50 points de base (pb) en mars, mais sa détermination à procéder à une hausse significative au-delà de mars a diminué. « L'inflation globale a davantage reculé que ce que nous et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

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

Marchés émergents

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

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



DATES CLÉS

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

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

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



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



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

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

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

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



Union européenne : le grand marchandage a commencé



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute

relatives aux aides d'État, notamment en autorisant les crédits d'impôt. L'objectif est non seulement de simplifier les procédures de déploiement des énergies renouvelables, mais aussi d'autoriser les subventions, sans lesquelles les entreprises de l'UE sont susceptibles de délocaliser aux États-Unis pour profiter des avantages qui y sont offerts. Les petits pays étant désavantagés, la création d'un fonds a été proposée pour éviter d'accroître la fragmentation économique. Cette proposition est loin de faire l'unanimité. Le seul compromis qui a été trouvé jusqu'à présent est une flexibilité accrue dans l'utilisation des ressources existantes de la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR).

Deux questions majeures nécessiteront des compromis cette année. La première, et la plus importante, est de **s'accorder sur une réponse à l'IRA américain**. Adopté en août 2022, l'IRA a eu un effet de choc sur l'Europe. Les gouvernements s'accordent sur la nécessité d'y répondre, mais divergent sur la manière de procéder. Des divergences marquées sont apparues lors du sommet du 9 février. Pour l'instant, **la riposte européenne à l'IRA se focalise sur l'assouplissement des règles**

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

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

Scénario central et scénarios alternatifs



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

Risques pesant sur le scénario central

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

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



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



Lorenzo PORTELLI

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

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

Qu'est-ce que l'Inflation Phazer ?

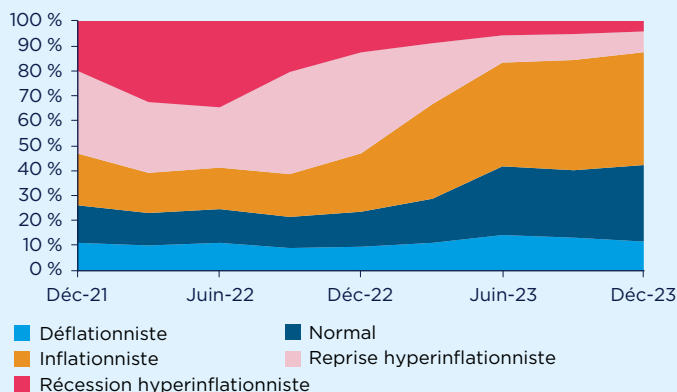
- **Le principe :** les tendances de l'inflation suivent généralement la croissance économique. Elles orientent à la fois la politique monétaire et les marchés financiers et déterminent la soutenabilité de la dette. De plus, les marchés financiers comme les instruments liés à l'inflation intègrent des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

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

Quels sont les signaux actuels :

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

Probabilité du régime d'inflation



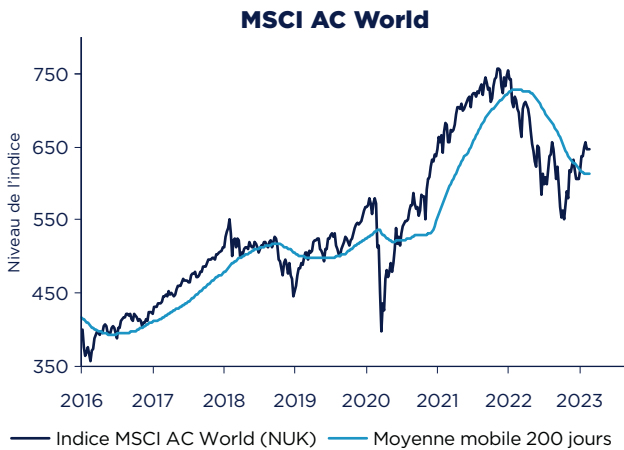
Source : Amundi Institute, février 2023.

Les marchés actions en graphiques

Marchés développés

MSCI AC World : percée !

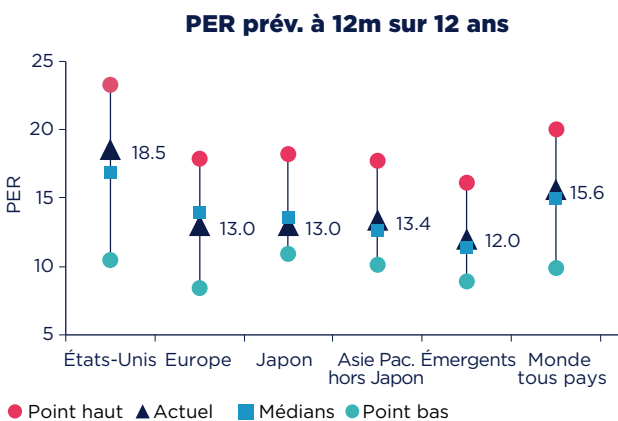
Le MSCI ACWI a fait une percée au-dessus de sa moyenne mobile 200 jours pour la première fois depuis 2022, un signal technique positif.



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

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

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



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



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

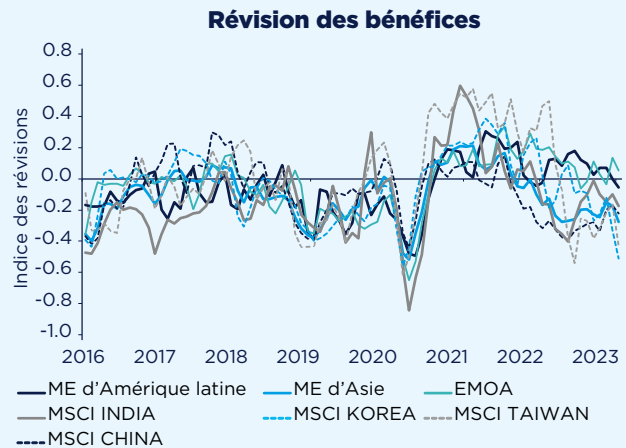
Éric MIJOT

Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Actions des ME : les révisions des bénéfices restent négatives

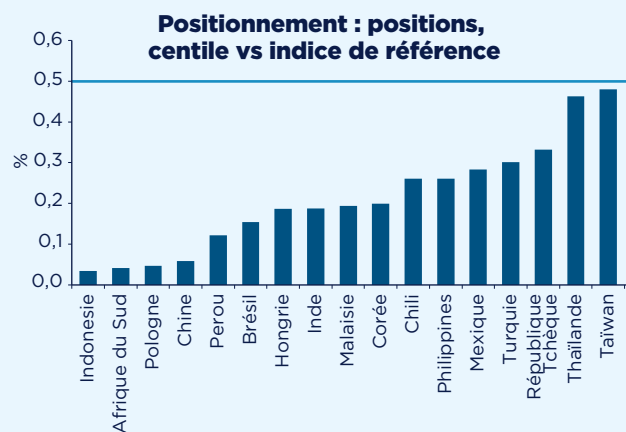
Les révisions de bénéfices ont été pratiquement neutres en Amérique latine et dans la région EMOA, mais elles restent négatives en Chine, en Corée et à Taïwan, pénalisées par leur forte exposition au secteur des technologies. On peut s'attendre à un certain retournement.



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

Positionnement encore faible sur les actions des ME

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



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

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



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

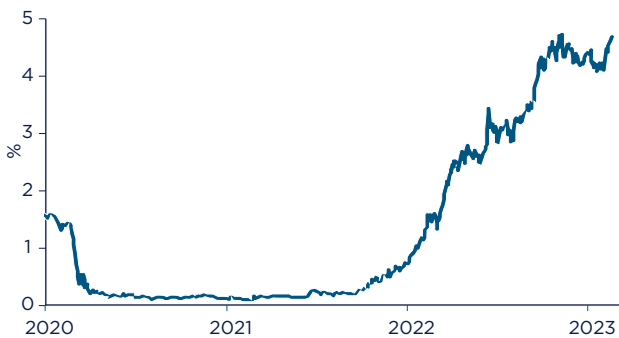
Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

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

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

Rendement à 2 ans, États-Unis

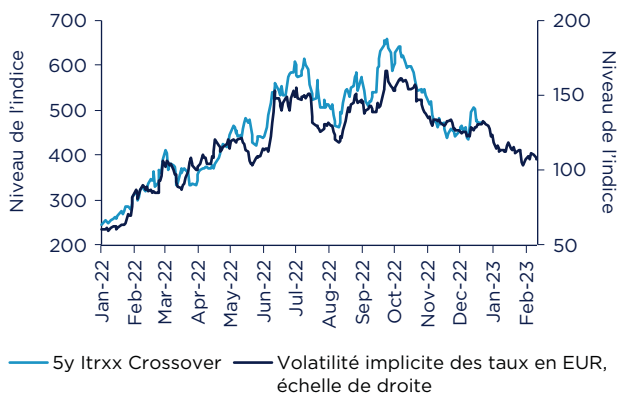


Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 20 février 2023.

La baisse de la volatilité dynamise le marché du crédit

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

Spreads Itrxx Crossover et volatilité des taux EUR



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



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

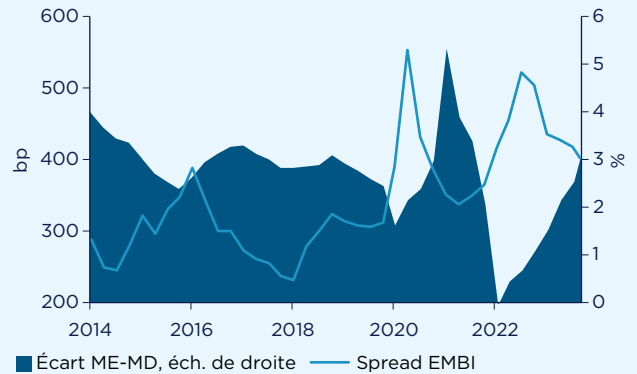
Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux - Amundi Institute

Marchés émergents

Vers un resserrement du spread EMBI

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

Spread EMBI vs. écart de croissance ME-MD

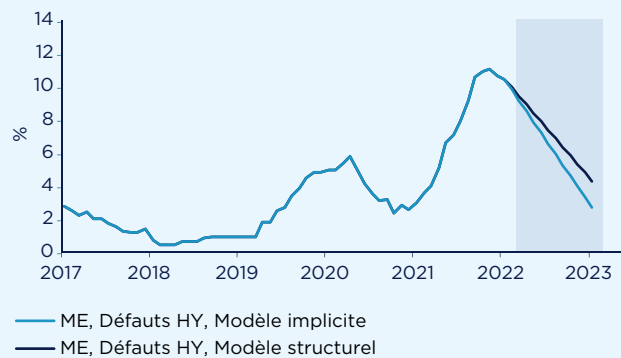


Source : Amundi Institute au 20 février 2023

Modération des défauts du High Yield des ME en 2023

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

ME, défauts HY, décompte

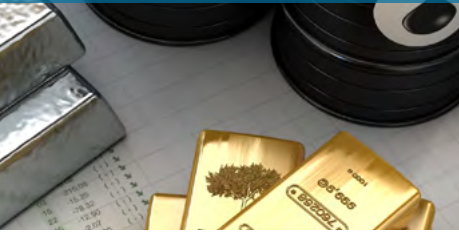


Source : calculs Amundi Institute à partir de données BofA, au 20 février 2023.

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



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



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

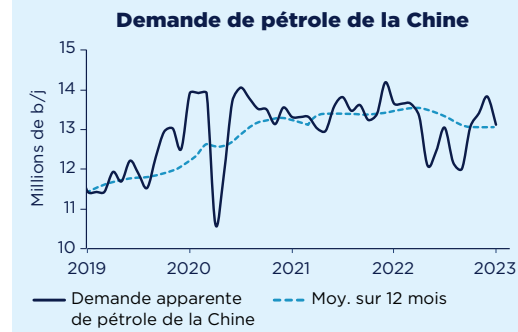


Jean-Baptiste BERTHON
Macro Stratégiste Senior, Recherche Cross Asset - Amundi Institute

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

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

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



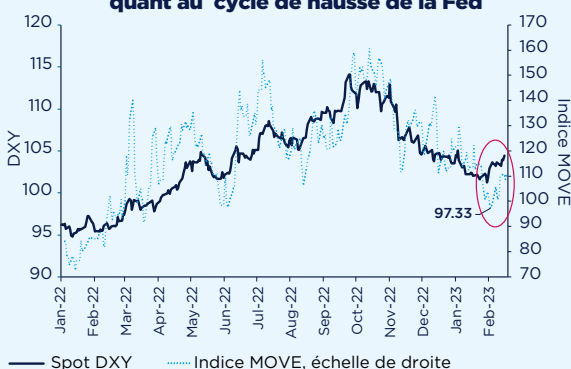
Source : Amundi Institute, Administration générale des douanes de Chine au 20 février 2023. Demande visible de la Chine = demande intérieure + import-export.

DEVISES

Un dollar plus faible au S2 2023

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

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



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

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

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



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

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

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation : 2 mars 2023.

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

Credits photos : ©iStock - Charles O'Rear

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BÉRARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition