

Institute

#11
Novembre
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Le « pivot » de la Fed n'est pas pour tout de suite

AMUNDI INSTITUTE

Vers où la Chine se dirige-t-elle ?

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#11 - Novembre 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Le « pivot » de la Fed n'est pas pour tout de suite p. 3

Le resserrement des politiques monétaires et le ralentissement de la croissance économique nous conduisent à privilégier une attitude prudente vis-à-vis des actifs risqués, compte tenu des risques de liquidité et de refinancement, notamment pour le crédit de faible qualité. Nous préférons les segments IG américains (par rapport au HY) et nous nous intéressons de manière sélective à la dette en devises fortes des pays émergents. Les rendements core des bons du Trésor américain sont à des niveaux attractifs, ce qui nous autorise un positionnement neutre mais agile sur la duration. Côté actions, nous continuons de miser sur la résilience des États-Unis par rapport à l'Europe, mais nous sommes attentifs à l'impact de la force du dollar sur les bénéfices réalisés à l'étranger par les entreprises américaines. De manière générale, il convient de conserver une approche diversifiée avec un biais pour les actifs de qualité.

Amundi Institute

Stabilisation de la Chine: attendre la reprise avec patience p. 5

Nous revoyons à la hausse nos prévisions de croissance de la Chine pour 2022, mais abaissons celles pour l'année prochaine en raison de l'impact de la politique de « zéro Covid dynamique » malgré un certain assouplissement en termes d'exécution.

Gestion diversifiée

Défensif, mais ouvert à un réajustement tactique p. 7

Nous restons globalement défensifs, mais vigilants quant aux opportunités permettant de tirer parti d'éventuels mouvements tactiques du marché, sans altérer nos convictions à moyen terme.

Marchés obligataires

Vigilance sur l'évolution de la liquidité du crédit p. 9

Lorsque les revenus nominaux augmentent en raison de l'inflation, les entreprises ne font généralement pas défaut. En revanche, si les conditions financières se resserrent, la situation peut se détériorer (*spreads*, dette *distressed*), notamment pour les signatures de moins bonne qualité.

Actions

De plus en plus sélectif, avec une forte attention aux marges p. 11

Nous pensons que les anticipations de bénéfices sont encore trop élevées, ce qui nous amène à nous concentrer sur la sélection bottom-up et à privilégier les risques idiosyncrasiques.

Le thème du mois

Vers où la Chine se dirige-t-elle? p. 13

Les perspectives de reprise cyclique de la Chine dépendent fondamentalement de l'évolution de la politique vis-à-vis du Covid-19. Le logement représentera un frein moins important à mesure que le secteur effectuera un atterrissage en forme de « L ». À long terme, la Chine devra faire face à de multiples obstacles structurels. Il sera difficile pour le pays de maintenir la croissance miraculeusement élevée des années passées.

Thématiques

Le QT impossible de la Fed p. 16

La Fed, dans le cadre de sa lutte contre l'inflation élevée, a commencé à réduire son bilan. Toutefois, le QT est confronté au fait que la Fed joue désormais le rôle de contrepartie des fonds du marché monétaire. Le processus serait considérablement facilité si le Trésor annonçait un rachat de dette de long terme financé par l'émission de T-bills.

Fausse impression de sécurité avec la baisse des prix de l'énergie p. 19

Les prix du gaz ont chuté depuis leur pic estival, soutenus par l'abondance des stocks et par les mesures d'urgence prises par l'UE. Les tensions à court terme se sont estompées, mais l'offre et la demande restent tendues à plus long terme, ce qui exige une prime de risque plus élevée. À mesure que la Russie perd de son influence, l'élasticité de la demande et les conditions météorologiques pourraient devenir les nouveaux déterminants du gaz.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 22
> Principaux risques	p. 24
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 25
> Points clés de la Recherche	p. 27
> Allocation d'actifs Amundi	p. 28

Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 30
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 32
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 34
> Publications récentes	p. 35

VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Le « pivot » de la Fed n'est pas pour tout de suite

Les banques centrales (BC) s'efforcent de déterminer jusqu'où aller dans leurs annonces de resserrement. Il y a, selon nous quatre grands facteurs à prendre en compte pour déterminer si un « pivot » des BC est à l'ordre du jour : **(1) La vigueur persistante du marché de l'emploi** ne plaide pas pour un changement d'attitude de la part de la Fed. La croissance des salaires donne des signes de modération, mais reste supérieure aux tendances d'avant la crise malgré ce ralentissement graduel. **(2) L'inflation persiste et pose problème.** Alors que le pic d'inflation est probablement passé aux États-Unis, les chiffres les plus récents confirment la persistance de l'inflation sous-jacente. L'inflation des biens est en recul, mais celle des services a atteint un plus haut de 40 ans. **(3) La soutenabilité des dettes souveraines et le bon fonctionnement des marchés sont sous surveillance.** Le ralentissement de la croissance économique justifierait un coup de pouce budgétaire, notamment en Europe, alors même que les taux d'intérêt augmentent. La question de la soutenabilité de la dette à long terme se pose dans un contexte où les marchés sont devenus dépendants de la liquidité des BC. Ceci est devenu un élément clé du fonctionnement des marchés. Le Royaume-Uni nous a récemment montré comment un mauvais calibrage des politiques budgétaires et monétaires pouvait affecter ce fonctionnement et obliger une banque centrale à agir. **(4) Les conditions financières sont tendues, mais pourraient encore se resserrer,** car le risque que la Fed soit forcée d'en faire beaucoup plus reste élevé.

Le contexte d'inflation élevée et de faible croissance, avec des BC en plein cycle de resserrement, signifie qu'une récession des bénéfices est en train de se concrétiser, non seulement en Europe mais aussi aux États-Unis, et que la probabilité que cela se traduise par une récession économique à l'horizon 2023 augmente. Après la correction de septembre, les actifs risqués sont moins chers mais n'intègrent toujours pas cette récession des bénéfices. Il est également difficile de voir quel catalyseur pourrait précéder un « pivot » de la Fed et une baisse des taux, bien qu'un répit à court terme soit possible après la récente correction. Nous confirmons donc un positionnement globalement prudent autour de cinq convictions d'investissement :

- **Nous maintenons une position prudente sur le risque au vu des défis de la stagflation,** des craintes de récession et de la crise énergétique. Nous pensons que des révisions à la baisse des bénéfices sont à prévoir, tant aux États-Unis qu'en Europe. Nous surveillons en particulier les points d'inflexion et les signaux relatifs à la hausse des coûts d'intrants et à son effet sur les marges, le renforcement du dollar, qui réduit les bénéfices réalisés à l'international par les entreprises américaines, et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Enfin, les investisseurs doivent rester attentifs aux signes de capitulation des actions et aux révisions à la baisse des BPA qui pourraient déboucher sur un environnement plus favorable aux actions. Pour l'heure, nous sommes convaincus que les États-Unis sont en meilleure posture que l'Europe en termes d'inflation, de croissance économique et de consommation, ce qui devrait permettre aux entreprises américaines de rester plus résilientes que leurs homologues européennes, d'où notre préférence pour les premières. Nous reconnaissons également qu'il pourrait y avoir un rebond à court terme après la récente correction.
- **Sur le marché obligataire, les rendements actuels rendent attractives les valorisations des Treasuries américaines,** ce qui nous permet de rester neutres sur la durée aux États-Unis. Nous restons néanmoins actifs et conservons une vision tactique afin d'ajuster notre positionnement en fonction de l'évolution du discours de la Fed et de la croissance économique. Pour ce qui est de l'Europe core, nous sommes proches de la neutralité et pensons que le resserrement de la BCE pourrait faire bouger les rendements à court terme au sein des courbes de la zone euro.
- **Le refinancement des entreprises est un facteur important à surveiller.** Nous conservons une préférence pour l'IG américain, mais sommes prudents sur le HY car les risques augmentent. Si les fondamentaux des entreprises sont actuellement solides, l'avenir proche est incertain, surtout au vu du ralentissement de la demande et des pressions sur les marges. Quoi qu'il en soit, l'effet du resserrement monétaire sur les *spreads* IG et HY aux États-Unis et en Europe a été limité jusqu'à présent, car les entreprises ont peu de besoins de refinancement et ont pu puiser dans leurs réserves. Cela a toutefois entraîné une baisse des niveaux de trésorerie dans la plupart des secteurs, ce qui nous incite à la prudence quant à l'évolution des liquidités, aux besoins en fonds de roulement des entreprises et aux perspectives de défaut dans les segments de faible qualité. En Europe, les politiques

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Nous restons défensifs sur les actifs risqués en maintenant les couvertures existantes, compte tenu des inquiétudes en matière de bénéfices et des problèmes de liquidité/stabilité.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Jouer la préférence pour l'EUR IG vs HY.
- ▶ Un peu moins prudent tactiquement sur les actions en multi-actifs, mais en restant prêt à s'adapter.
- ▶ Attention accrue à la liquidité.

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

VUES DES CIO

budgétaires pourraient être bénéfiques aux entreprises, limitant légèrement les pressions sur leur liquidité, mais nous n'excluons pas une plus grande volatilité des *spreads*.

- **La neutralité sur les pays émergents reste de mise dans un contexte de faible croissance mondiale** qui impose d'être de plus en plus sélectif. En Chine, malgré les défis de court terme, un rebond de la demande est possible l'année prochaine dans un contexte de politiques accommodantes et de soutien budgétaire aux administrations locales. Parmi les actifs des pays émergents, notre préférence va toujours à la dette en devises fortes, tandis que nous sommes défensifs sur les dettes en devises locales en raison de la vigueur persistante du dollar. Les banques centrales des pays exportateurs d'Amérique latine, comme le Brésil, ont pris de l'avance dans leurs politiques de resserrement pour maîtriser l'inflation, ce qui crée un environnement favorable compte tenu du portage attractif.
- **Les investisseurs doivent accorder une attention accrue à la liquidité**, car toute augmentation des tensions sur les marchés pourrait compliquer leur sortie des actifs plus volatils.

AMUNDI INSTITUTE

Stabilisation de la Chine : attendre la reprise avec patience



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



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



Claire HUANG
Stratège macro ME Senior Amundi Institute

Nous revoyons à la hausse nos prévisions de croissance de la Chine pour 2022, mais abaissons celles pour l'année prochaine en raison de l'impact de la politique de « zéro Covid dynamique » malgré un certain assouplissement en termes d'exécution

Si la reprise de la croissance économique de la Chine en 2023 dépend de sa politique en matière de Covid, son environnement intérieur reste désinflationniste. La croissance a été plus forte que prévu au troisième trimestre, à 3,9 % en variation annuelle (prévisions d'Amundi : 3,4 %). Ce chiffre assez solide, attribuable en grande partie au rebond de l'excédent commercial, a masqué la reprise inégale de la demande interne. La consommation a été généralement faible, à l'exception des ventes d'automobiles, tandis que la croissance des investissements a été soutenue par les programmes publics. **Compte tenu des résultats meilleurs que prévu du troisième trimestre, nous revoyons nos prévisions de croissance pour 2022 à la hausse, de 2,9 % à 3,2 %. En revanche, nous avons réduit nos prévisions de croissance pour 2023 de 5,2 % à 4,5 % en raison d'une détérioration des perspectives concernant les mesures anti-COVID.** Voici, ci-dessous, les principaux facteurs susceptibles d'affecter la croissance.

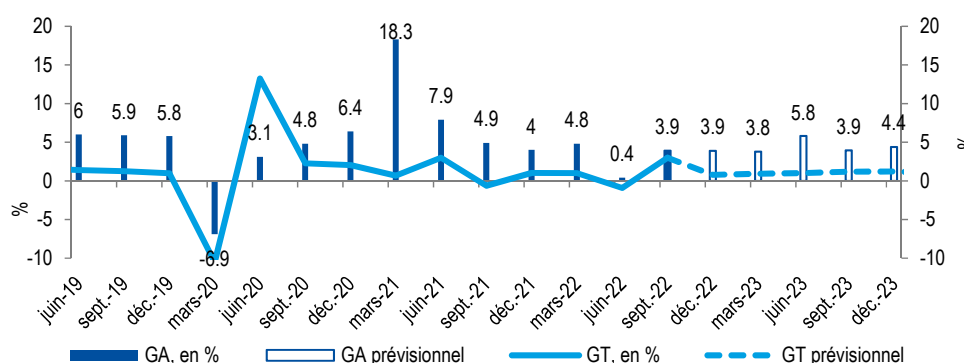
1) À la baisse. Notre conviction d'une réouverture complète au second semestre 2023 est désormais moins forte. Le slogan de « zéro Covid dynamique » restera sans doute d'actualité, mais nous pensons qu'un assouplissement progressif en termes d'exécution est probable, quoique sans réouverture totale. Des perturbations ponctuelles continueront à peser sur la croissance. **(2) Sans changement. Une stabilisation des ventes de logements est toujours attendue pour la fin de 2022.** Nous pensons que les ventes de logements sont proches de leur point bas cyclique. La transmission de l'assouplissement monétaire à l'économie s'est améliorée, grâce aux mesures supplémentaires prises par la PBoC depuis septembre. En 2023, nous nous attendons à ce que les ventes de logements enregistrent une performance légèrement positive.

La faiblesse de la demande interne maintiendra l'inflation à des niveaux modestes. L'inflation sous-jacente et l'inflation des services devraient rester inférieures à 3 % en 2023 en raison des perturbations liées aux restrictions sanitaires. L'inflation des prix à la production devrait bientôt devenir négative. Le dosage des politiques macroéconomiques restera accommodant. Nous ne nous attendons pas à ce que le gouvernement central intervienne pour aider les promoteurs privés. L'intention derrière cette politique est clairement de préserver la demande.

En ce qui concerne la réouverture, nous pensons que la patience s'impose et qu'il n'existe pas de calendrier précis pour 2023. En effet, la échéance de la réouverture complète de l'économie chinoise reste l'une des principales inconnues pour les marchés. Les différentes prévisions de calendrier de sortie de la politique du zéro Covid nous laissent peu convaincus et nous ne sommes pas persuadés qu'un taux de vaccination élevé soit une condition préalable suffisante à la réouverture.

Nous pensons que le nombre de morts compte plus pour le gouvernement que le taux de mortalité. Le changement de cet objectif implicite, s'il existe, devrait entraîner un changement dans le calendrier de sortie de la politique du zéro Covid. Malgré le maintien de la stratégie de « zéro Covid dynamique », nous avons pu constater des ajustements dans son exécution. Au cours des petites épidémies d'Omicron en automne, les mesures prises n'ont pas été aussi restrictives que lors du confinement de Shanghai en avril. D'une part, un blocage logistique à

Croissance du PIB de la Chine



Source : Amundi Institute, au mercredi 26 octobre 2022. Les données ci-dessus sont trimestrielles. Les chiffres exprimés en variation trimestrielle sont corrigés des variations saisonnières. Données prévisionnelles à partir de décembre 2022. PBoC = Banque populaire de Chine, IPP = Indice des prix à la production

AMUNDI INSTITUTE

l'échelle nationale a été évité (aucune fermeture de voie rapide), ce qui a permis de poursuivre la production. D'autre part, l'intervention a été plus précoce et les confinements plus courts dans chaque ville, ce qui a permis de limiter l'impact économique global. Notre scénario de référence est celui d'un assouplissement progressif des restrictions, avec des perturbations de temps à autre, mais sans paralysie de l'ensemble de l'économie. C'est sur cette hypothèse que reposent nos prévisions de croissance.

Stabilisation en vue des ventes de logements. Nous estimons que la tendance est à la stabilisation en termes de volumes de vente, la baisse ayant été moindre en septembre qu'en août ou avril. Nous nous attendons à ce que les ventes de logements redeviennent enfin positives en avril 2023. En effet, les dernières données à haute fréquence laissent penser que le marché du logement est désormais plus résilient face aux chocs des confinements. Grâce au soutien continu de la PBoC et du ministère des Finances, les attentes des ménages ont commencé à évoluer au troisième trimestre et la proportion des personnes interrogées qui se disent prêtes à acheter un logement au quatrième trimestre augmente. **De manière générale, nous pensons que le marché du logement ne freinera pas autant la croissance en 2023.**

Congrès du Parti : poursuite de l'ère Xi. Le 20e congrès du parti a confirmé le maintien de M. Xi au cœur du pouvoir chinois. Le Politburo dispose désormais d'une capacité accrue d'exécution et de renforcement des politiques. Le rapport du 20e congrès du parti confirme la trajectoire économique de la Chine, marquée par une réorientation à gauche à long terme. En effet, l'accent est mis sur la sécurité, la qualité de la croissance et la redistribution des richesses. Le gouvernement de M. Xi a une nette tolérance vis-à-vis de la lenteur de la croissance et une préférence pour un modèle moins dépendant de la dette. Les perspectives de croissance seront plus volatiles et le risque de dérapage doit être surveillé.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Défensif, mais ouvert à un réajustement tactique



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Nous restons globalement défensifs, mais vigilants quant aux opportunités permettant de tirer parti d'éventuels mouvements tactiques du marché, sans altérer nos convictions à moyen terme

Les chiffres élevés de l'inflation (sous-jacente) confirment que la Fed pourrait maintenir une trajectoire de resserrement malgré la dégradation du contexte économique, que la valorisation des actifs ne reflète que partiellement. En ce qui concerne les bénéfiques, les prévisions aux États-Unis et en Europe sont encore optimistes et seront probablement revues à la baisse. Aussi, nous restons pour l'heure prudents et patients sur les actifs risqués et attendons une amélioration de la croissance des bénéfiques avant de renforcer le risque. **Une approche vigilante, mais agile, avec des couvertures améliorées, est la clé pour traverser cet environnement incertain, mais nous restons prêts à agir si des niveaux d'entrées attractifs se présentent.** Nous privilégions une approche bien diversifiée reposant sur une combinaison d'actifs de qualité dans les pays développés et émergents, les matières premières (pétrole, or) et les devises.

Des idées à conviction forte

Nous restons prudents sur les actions, mais du point de vue tactique, nous pensons que le repli récent offre quelques opportunités pour profiter du bref rebond de certains segments. Nous restons cependant flexibles et disposés à modifier notre positionnement si la situation venait à changer. Nous continuons à préférer les États-Unis à la zone euro, cette dernière étant plus exposée à l'épisode actuel de stagflation. Dans les pays émergents, nous surveillons le secteur du logement et les restrictions sanitaires en Chine. Le pays maintient ses politiques budgétaires et monétaires accommodantes. Nous continuons donc à privilégier la Chine par rapport à l'Inde, car les valorisations indiennes sont encore élevées malgré une baisse récente.

Nous sommes marginalement constructifs sur la durée et nous ne reverrons cette attitude à la hausse que si nous observons des éléments annonciateurs d'un « pivot » accommodant de la Fed, même si les valorisations semblent attractives d'un point de vue historique. Au Royaume-Uni, nous étions devenus prudents bien avant l'annonce du plan budgétaire de Liz Truss, qui a déclenché une correction d'envergure sur l'ensemble de la courbe des Gilts en raison des craintes d'augmentation des émissions et d'imprudence budgétaire. **En Europe,** nous maintenons une légère préférence pour les BTP par rapport au Bund, mais nous surveillons tout signe de faiblesse du point de vue de la gestion du risque. Nous pensons que le spread BTP-Bund n'est plus déterminé par des facteurs nationaux italiens. En outre, les valorisations sont attractives compte tenu de la politique de la BCE et de facteurs techniques favorables, qui laissent le temps de réévaluer les positions en cas de hausse de la volatilité.

En ce qui concerne les obligations d'entreprise, nous pensons désormais que le segment EUR IG devrait surperformer le segment HY (valorisations légèrement élevées). Ces dernières seraient plus vulnérables en cas de récession, ce qui nuirait aux bénéfiques et aux fondamentaux. Le taux de défaut reste peu élevé, mais devrait augmenter du fait des inquiétudes liées à la croissance. Aux États-Unis, nous restons légèrement positifs sur le crédit IG, vu ses meilleures valorisations après le récent creusement des *spreads*, les faibles risques de refinancement de la dette et l'absence d'augmentation de l'endettement à court terme.

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. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds, QT = resserrement quantitatif. BRL = réal brésilien; CAD = dollar canadien; CNH = yuan chinois; EUR = euro; IDR = roupie indonésienne; JPY = yen japonais; USD = dollar américain; ZAR = rand sud-africain. Document marketing destiné au grand public

GESTION
DIVERSIFIÉE

Enfin, les devises restent un pilier essentiel de notre stratégie multi-actifs et nous pensons que le dollar restera fort du fait des perspectives de hausse des taux aux États-Unis. Nous cessons, en revanche, d'être positifs sur la paire USD/CAD. Cela n'est pas dû à une opinion négative sur le dollar, mais au fait que le billet vert s'est déjà beaucoup apprécié face au dollar canadien cette année. Par ailleurs, l'actualité négative du secteur bancaire suisse pourrait affecter la parité CHF/EUR, étant donné que le franc suisse a déjà gagné du terrain. Nous restons positifs sur la parité USD/EUR et JPY/EUR. D'autre part, nous pensons que le ZAR est un bon moyen de jouer la faiblesse du sentiment sur les devises des pays émergents. Par conséquent, nous sommes maintenant constructifs sur la paire

BRL/ZAR (portage attractif, environnement macro et beaucoup de nouvelles négatives sur les élections déjà prises en compte). En Asie, nous maintenons notre opinion sur la paire IDR/CNH du fait de l'amélioration de la situation budgétaire et de la croissance de l'Indonésie.

Risques et couvertures

Le risque d'erreurs de politique des BC sous forme de resserrement excessif est élevé compte tenu de l'inflation. Nous pensons donc qu'il est opportun d'augmenter la protection sur le crédit (HY US). En parallèle, il convient de maintenir des garde-fous sur les actions américaines et d'envisager l'exploration des opportunités découlant de l'affaiblissement de la paire EUR/USD.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Lorsque les revenus nominaux augmentent en raison de l'inflation, les entreprises ne font généralement pas défaut. En revanche, si les conditions financières se resserrent, la situation peut se détériorer (spreads, dette distressed), notamment pour les signatures de moins bonne qualité.

Vigilance sur l'évolution de la liquidité du crédit

Les données économiques récentes reportent à plus tard tout pivot accommodant de la Fed, ce qui a des répercussions sur les rendements obligataires mondiaux dans un contexte où le risque d'erreurs de politique augmente et où la croissance économique ralentit. De plus, la hausse des taux réels entraîne un resserrement des conditions financières, qui se répercute à son tour sur les *spreads* de crédit des entreprises. Par ailleurs, nous constatons des pressions sur les bénéfices et les flux de trésorerie. **Les investisseurs doivent donc surveiller attentivement les niveaux de trésorerie et la liquidité des bilans, car les entreprises dépensent leur cash (accumulé pendant la crise de Covid-19). Ils doivent également être conscients que le resserrement monétaire peut se transformer en un problème de solvabilité/stabilité financière.** Il convient d'explorer avec sélectivité les opportunités dans les segments de marché de haute qualité, y compris dans la dette en devises fortes des marchés émergents, avec une approche agile de la durée.

Obligations mondiales et européennes

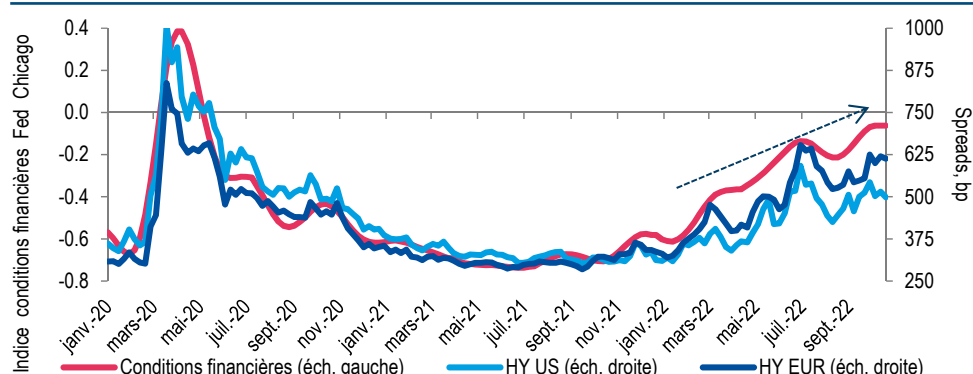
Nous sommes légèrement prudents/proches de la neutralité sur la durée aux États-Unis, dans les pays cœur de la zone euro et au Royaume-Uni (moins qu'auparavant), **mais le ralentissement de la croissance économique nous incite à rester tactiques sur ce front.** Nous nous intéressons activement à de nombreuses courbes de rendement, explorant ainsi les opportunités d'aplatissement en Europe, au Japon et aux États-Unis. Au

Royaume-Uni, nous évaluons les politiques monétaires et budgétaires et leurs effets sur les rendements souverains. Sur le plan mondial, nous continuons à croire au potentiel de diversification de la dette chinoise. En ce qui concerne l'inflation, nous sommes légèrement constructifs sur les points morts d'inflation aux États-Unis et en Europe. **Pour l'heure, l'impact du resserrement monétaire sur les *spreads* de crédit a été peu important** en raison des faibles besoins de refinancement des entreprises, qui ont puisé dans leurs réserves internes de trésorerie. Ceci pourrait toutefois changer dans un avenir proche. Par conséquent, nous maintenons une position de risque neutre, en recherchant de la dette à maturité courte, avec une préférence pour l'IG par rapport au HY, et sans augmenter notre exposition aux titres à haut risque. Nous privilégions les actifs de qualité au sommet de la structure du capital.

Obligations américaines

La Fed continue de mettre l'accent sur la maîtrise de l'inflation, ce qui réduit la probabilité de réalisation de notre scénario d'« atterrissage en douceur ». Des facteurs de hausse et de baisse des rendements persistent et, par conséquent, nous avons ajusté de façon active notre exposition à la durée. Nous pensons que le rapport risque/récompense de la prudence sur la durée est moins convaincant aujourd'hui qu'auparavant en raison des préoccupations qui apparaissent au sujet de la croissance. **C'est pourquoi nous sommes neutres avec un biais en faveur d'un renforcement de notre positionnement.** Par ailleurs, les TIPS (emprunts d'État indexés sur

Le resserrement des conditions financières pourrait entraîner un nouvel élargissement des *spreads*



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 21 octobre 2022. Une valeur positive de l'indice des conditions financières indique que les conditions financières sont plus dures que la moyenne, tandis qu'une valeur négative indique que les conditions sont plus souples que la moyenne.

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

**MARCHÉS
OBLIGATAIRES**

l'inflation) semblent attractifs, notamment sur les maturités intermédiaires. En ce qui concerne le crédit d'entreprise, les acteurs de haute qualité et peu endettés s'en sortiront mieux si la situation se dégrade. Les *spreads* IG et HY restent proches des moyennes malgré la faiblesse du climat économique, les marchés n'intégrant pas complètement le ralentissement. Nous préférons l'IG au HY et, parmi les signatures IG, les financières aux non-financières. Ailleurs, nous privilégions le crédit titrisé par rapport au crédit non titrisé, dans le cadre d'une approche active.

Obligations des marchés émergents

Nous surveillons les risques de liquidité et de stabilité financière dans les pays émergents et restons sélectifs, avec une préférence pour la dette en devises fortes. Nous sommes en revanche plus prudents sur les obligations

en devises locales, compte tenu des divergences régionales en matière d'inflation, des différences de rythme de normalisation monétaire et de la vigueur du dollar. Notre préférence va aux pays dont les banques centrales ont été proactives dans la lutte contre l'inflation, ainsi qu'à ceux qui offrent un portage convaincant (Brésil).

Devises

Un retournement de la tendance haussière du dollar ne pourrait venir que d'un changement d'orientation de la Fed ou d'une baisse de l'inflation. L'incertitude politique au Royaume-Uni affecte la stabilité de la livre sterling, sur laquelle nous sommes négatifs. Dans les pays émergents, nous sommes légèrement positifs sur certaines devises d'Amérique latine (MXN, COP), mais prudents sur celles d'Europe de l'Est, le TWD et le KRW.

ACTIONS

De plus en plus sélectif, avec une forte attention aux marges



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Nous nous attendons à ce que les révisions à la baisse des bénéfices continuent encore un certain temps à mesure que nous entrons dans une phase de marché où la sélectivité s'impose. Jusqu'à présent, les bénéfices ont été soutenus par le pouvoir de fixation des prix des entreprises, qui leur a permis de répercuter sur les consommateurs la hausse des coûts des intrants. En parallèle, les dépenses de consommation sont restées soutenues, grâce notamment à l'épargne abondante accumulée pendant la crise de Covid-19. Mais à présent, certains des effets positifs de certains de ces facteurs commencent à se dissiper. **C'est pourquoi nous portons notre attention sur les marges et évaluons soigneusement les perspectives afin d'apprécier avec plus de précision combien de temps elles vont rester sous pression. De plus, nous continuons à privilégier l'analyse bottom-up et maintenons l'accent sur notre approche ESG dynamique.**

Actions européennes

Nous suivons une approche de type « barbell », en privilégiant les valeurs défensives de consommation non-cyclique et les valeurs cycliques de qualité. Concernant le risque cyclique, nous préférons les banques plutôt que l'automobile. En effet, les valeurs financières devraient bénéficier de la hausse des taux d'intérêt. Les banques de détail, en particulier, se négocient, selon nous, avec d'énormes décotes par rapport à leur juste valeur, car les marchés ont

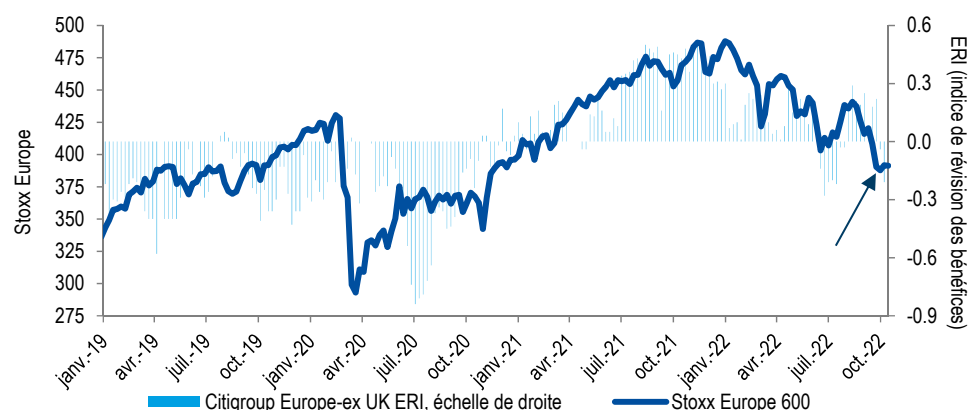
intégré la dégradation de l'environnement économique de manière excessive. Nous restons néanmoins sélectifs et recherchons des modèles économiques résilients et des bilans solides. Nous reconnaissons également qu'une dépréciation de l'euro profiterait aux multinationales européennes. **De façon importante, la crise énergétique constitue une bonne occasion d'encourager les investissements ESG et de guider l'Europe vers des énergies plus vertes et plus propres.** Nous restons prudents sur la technologie (valorisations excessives) et les services aux collectivités, étant donné le niveau élevé de risque réglementaire pour ce dernier.

Actions américaines

La situation nous semble mitigée : les données réelles, c'est-à-dire le marché du travail et la production industrielle, sont solides, mais les enquêtes (ISM) et les indicateurs avancés sont faibles. **Par ailleurs, bien que l'inflation semble avoir atteint un pic, les consommateurs puisent dans leur épargne, car la croissance des salaires est inférieure à l'inflation (baisse des revenus réels).** Nous analysons donc comment les variations de la consommation pourraient affecter les bénéfices des entreprises, ce qui nous amène à être très sélectifs. Nous apprécions les enseignes capables de générer des dividendes même dans un environnement difficile et dont la fidélité des clients est assurée grâce à leur leadership sur leur marché, leur pouvoir de fixation des prix et la différenciation de leurs produits.

Nous pensons que les anticipations de bénéfices sont encore trop élevées, ce qui nous amène à nous concentrer sur la sélection bottom-up et à privilégier les risques idiosyncrasiques

Les inquiétudes quant aux bénéfices se répercutent sur les marchés



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 19 octobre 2022. Indice de révision des bénéfices, échelle de droite

ACTIONS

Du point de vue du style, **nous préférons les actions value de qualité. Certaines valeurs cycliques et de croissance de qualité ont été excessivement malmenées, et nous sommes sélectifs sur ce front.** En revanche, les grandes capitalisations défensives restent chères. Au niveau sectoriel, nous voyons d'un bon œil l'énergie, les matériaux de base et les banques. Les banques présentent peu de problèmes de crédit et leurs investissements dans les technologies, qui pourraient les aider à conserver leur leadership, ne sont pas correctement appréciés par les marchés.

Actions émergentes

Notre position actuelle reste prudente et sélective compte tenu de la hausse des taux mondiaux et des risques géopolitiques. Le scénario stagflationniste se renforce et touche toutes les zones géographiques, mais les pays émergents semblent relativement à l'abri et le différentiel de croissance entre les pays émergents et les pays développés favorise les premiers. Nous maintenons notre préférence pour le Brésil et les EAU, ainsi qu'une position proche de la neutralité sur la Chine, avec un intérêt particulier pour la consommation discrétionnaire, sur fond d'anticipation d'un rebond de la demande chinoise.

LE THÈME DU MOIS

Vers où la Chine se dirige-t-elle ?

Les perspectives de reprise cyclique de la Chine dépendent fondamentalement de l'évolution de la politique vis-à-vis du Covid-19. Le logement représentera un frein moins important à mesure que le secteur effectuera un atterrissage en forme de « L ». À long terme, la Chine devra faire face à de multiples obstacles structurels. Il sera difficile pour le pays de maintenir la croissance miraculeusement élevée des années passées.



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



Claire HUANG
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents, Amundi Institute

Les décideurs chinois adopteront une approche progressive : un assouplissement graduel des restrictions et des contretemps sont probables

Rebond cyclique conditionné par la réouverture

Le Congrès du Parti qui vient de s'achever a, une fois de plus, fait mentir les marchés. La réouverture de la Chine n'est pas liée à un événement politique particulier, bien que des restrictions supplémentaires sur les déplacements aient été imposées avant le Congrès, la plupart desquelles seront levées avant la fin de l'année.

Le Congrès du Parti n'a pas abordé directement la question de la réouverture, mais, dans une interview¹ quelques jours avant le Congrès du Parti, l'expert en santé publique Liang Wannian a déclaré qu'il n'y avait pas de calendrier pour la sortie du dispositif zéro Covid-19. Singapour et Taïwan ont montré qu'un taux de vaccination élevé ne constituait pas une protection parfaite contre le Covid-19. La possibilité de devoir affronter et gérer une multiplication des décès et un engorgement des hôpitaux est donc toujours d'actualité et nous ne sommes guère convaincus de pouvoir prédire quand la Chine rouvrira complètement son économie.

Quoi qu'il en soit, nous pensons que la politique en matière de Covid-19 de la Chine restera réactive. La stratégie « zéro COVID-19 dynamique » mise à part, les décideurs chinois adopteront une approche progressive : un assouplissement graduel des restrictions et des contretemps sont probables. Entre-temps, les investisseurs doivent s'attendre à une accélération des efforts des gouvernements qui prennent des mesures de précaution. Celles-ci comprennent, entre

autres, l'accélération de la vaccination des personnes âgées, la construction d'unités de soins intensifs supplémentaires ou de services équipés de dispositifs de support respiratoire, ainsi que des vaccins et des médicaments plus efficaces.

Les derniers communiqués des médias d'État et des experts en santé publique suggèrent que le processus de réouverture graduelle pourrait s'étendre sur une période assez longue. Une réouverture complète ne sera possible que lorsque toutes les mesures de précaution auront été mises en place et que le public sera suffisamment confiant pour vivre avec le virus. Dans ce scénario, l'économie chinoise devra faire face à différentes perturbations. À mesure que les responsables tirent les leçons des vagues épidémiques successives, ils accumulent de l'expérience et des connaissances qui leur seront utiles pour limiter les dommages causés à l'ensemble de l'économie. Nous pensons donc que les chances d'un scénario chaotique de réouverture forcée sont faibles, étant donné que Wuhan et Shanghai ont été isolés assez rapidement du reste du pays. Pour autant, si la politique du zéro Covid-19 ne paralyse pas l'économie dans son ensemble, elle reste néanmoins un frein à la croissance. **Nous nous attendons à ce que la Chine connaisse une croissance bien plus lente qu'avant la pandémie, d'environ 1% en rythme trimestriel en 2023.**

La façon dont le marché du logement atterrira donnera le ton pour la croissance à long terme

Le marché du logement est un autre sujet de préoccupation majeure pour les investisseurs. Entre le pic du quatrième trimestre 2020 et le troisième trimestre 2022, le volume des ventes de logements neufs a chuté de 40 %, effaçant toute la croissance des cinq années précédentes et le volume mensuel des ventes est retombé à son niveau de mi-2015. Les gouvernements ont continué à intensifier leurs efforts d'assouplissement. En un an, les taux hypothécaires ont baissé de 162 points de base (pb) et de 109 pb pour s'établir à 4,1 % et 4,9 %, respectivement, pour les acquéreurs de

résidence principale et de résidence secondaire. Il faut désormais 25 jours en moyenne pour qu'un particulier obtienne un accord de prêt hypothécaire et les restrictions locales d'achat sont tombées à leur plus bas cyclique.

Des signes de stabilisation apparaissent. L'enquête du troisième trimestre de la PBoC a montré que, pour la première fois depuis mi-2021, la part des ménages prévoyant d'acheter un logement a augmenté. En septembre, le volume des ventes de logements neufs, après correction des variations saisonnières, a augmenté pour le deuxième mois consécutif.

¹ SCMP: Coronavirus in China: 'No timeline' for exit from zero-Covid controls

LE THÈME DU MOIS

Notre estimation de la tendance indique que la chute s'est considérablement ralentie. En parallèle, les données préliminaires d'octobre indiquent que le marché du logement est devenu plus résistant aux chocs provoqués par les confinements, grâce aux efforts continus d'assouplissement de la PBoC et du ministère des Finances.

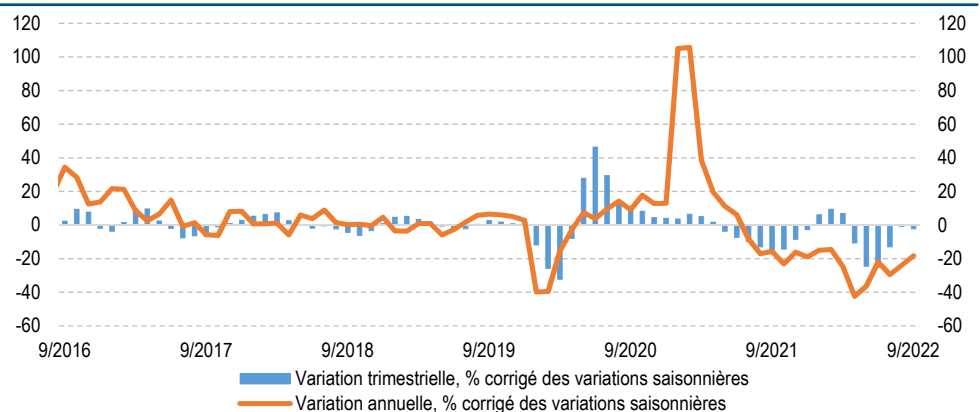
Tous ces éléments annoncent une **stabilisation des ventes de logements d'ici la fin de 2022**. Nous pensons donc que les ventes de logements sont proches de leur point bas cyclique. La transmission des mesures d'assouplissement de la politique en matière de logement s'est améliorée. En 2023, nous nous attendons à ce que les ventes de logements enregistrent une légère progression et qu'elles ne freinent plus autant la croissance. Avec l'aide des politiques d'assouplissement cyclique, les ventes de logements neufs pourraient revenir autour de 1,2 milliard de mètres carrés (m²) en 2023. Toutefois, le sort à long terme du marché sera déterminé par son profil démographique et notamment la diminution de la population, le

ralentissement de la formation des ménages et l'urbanisation croissante. Deux conclusions peuvent être tirées concernant l'équilibre à long terme du marché du logement :

- L'augmentation de la population urbaine sera d'environ 10 millions de personnes par an au cours de la prochaine décennie, soit moitié moins que dans les années 2010.
- La demande de nouveaux logements résidentiels diminuera de 40 %, passant de 1,54 milliard de m² par an en 2019-2021 à moins de 1 milliard en 2031-2035.

L'un des dommages collatéraux de l'effondrement du marché immobilier est la vente de terrains, qui a chuté de 48 % en glissement annuel au troisième trimestre 2022. Cette réduction d'une source de revenus fiscaux a remis en question la situation budgétaire des collectivités locales, qui a été temporairement couverte par une augmentation des émissions obligataires. On peut penser que si le marché du logement continue sa chute libre en 2023, la facture sera importante et cette chute aura plus de chances de se transformer en crise systémique.

1/ Ventes de logements résidentiels en Chine



Source : CEIC, Amundi Institute. Données à octobre 2022.

Persistante des obstacles structurels, mais aucune relance massive n'est à l'ordre du jour

Le problème pressant du logement ramène le marché à la question de savoir à quel rythme la Chine peut croître à long terme. Pour répondre à cette question, deux éléments bien connus contribuant au ralentissement de la croissance potentielle doivent être pris en compte : le vieillissement rapide de la population et la baisse du rendement du capital. Il n'y a pas eu, lors du Congrès du Parti, d'indication d'une volonté des dirigeants chinois de traiter les problèmes via des politiques inflationnistes comme des politiques budgétaires qui stimuleraient la demande. Lors de son discours² à la cérémonie d'ouverture du Congrès du Parti, le président Xi a énuméré plusieurs objectifs et tâches pour les cinq prochaines années et a adopté un ton plus

équilibré entre croissance, sécurité et durabilité.

En bref, la Chine poursuivra un modèle de croissance qui concentrera ses ressources sur l'augmentation de la productivité. Cependant, la productivité totale des facteurs est traitée comme un élément résiduel dans le modèle de Solow et un progrès technologique soudain ou une percée de la productivité sont hors du champ de prévision. Si on ne tient pas compte du secteur du logement alors la croissance de la Chine à long terme devrait baisser de 2 pp, en supposant que le secteur puisse réaliser un atterrissage en douceur. Pour ce qui est des investissements en infrastructures, en plus d'être moins importants en taille que le logement, ils ont un effet d'entraînement moindre sur la

² Nikkei Asia : Transcription : Rapport du président Xi Jinping lors du Congrès du parti en 2022 (18 octobre 2022)

LE THÈME DU MOIS

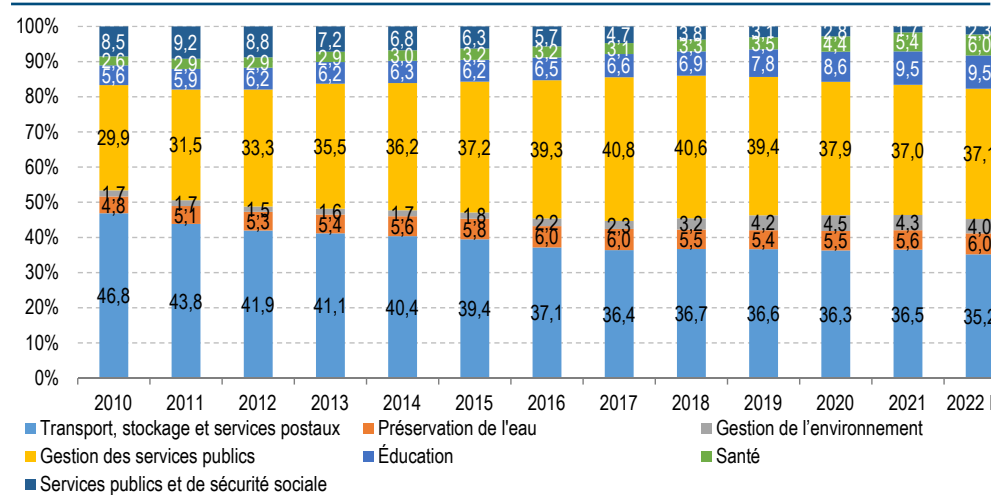
À plus long terme, la croissance de la Chine convergera davantage à la baisse, vers 3 %

croissance. D'ailleurs, en examinant les dépenses de la Chine dans les projets d'infrastructure, nous avons constaté que, de plus en plus, l'argent est dirigé vers les infrastructures immatérielles, par exemple l'éducation, les services publics et la gestion de l'environnement, tandis que la part des investissements dans les infrastructures physiques est en baisse (voir figure 2).

En 2022-2024, nous anticipons une croissance d'environ 4 % pour la Chine. L'expérience de 2022 montre comment, sans consommation de services et sans le secteur du logement, la Chine peut croître de 1% par trimestre au plus. À plus long terme, la croissance de la Chine convergera davantage à la baisse, vers 3 %.

Achévé de rédiger le 28 octobre 2022

2/ Où la Chine dépense son argent pour les projets d'infrastructure



Source : CEIC, Amundi Institute. Données à octobre 2022.

Priorités économiques de la Chine en 2022-2027

Croissance de qualité :

- Augmenter la productivité totale des facteurs
- Créer un environnement favorable pour les entreprises privées
- Parvenir à une **plus grande autonomie** et à une plus grande compétence dans le domaine de la science et des technologies
- Rendre les chaînes de production industrielle et d'approvisionnement **plus résilientes et plus sûres**
- Développer de **nouveaux moteurs de croissance** tels que les technologies de l'information de nouvelle génération, l'intelligence artificielle, les biotechnologies, les nouvelles énergies, les nouveaux matériaux, les équipements haut de gamme et l'industrie verte
- **Nouvelle industrialisation**: renforcer les atouts de la Chine dans les domaines de la fabrication, de la qualité des produits, de l'aérospatiale, des transports, du cyberspace et du développement numérique. Accélérer le développement de l'internet des objets
- **Augmenter les investissements dans la science et la technologie** par divers canaux et renforcer la protection juridique des droits de propriété intellectuelle
- Développer un système logistique efficace pour réduire les coûts de distribution
- Construire un système d'infrastructures modernes, améliorer les infrastructures urbaines et moderniser les infrastructures environnementales

Secteur financier :

- Approfondir la réforme structurelle du secteur financier
- régler tous les types d'activités financières
- Augmenter la part des financements directs
- Moderniser le système bancaire central

Réglementation :

- Prendre des mesures plus fermes contre les monopoles et la concurrence déloyale
- Casser les protectionnismes locaux et les monopoles administratifs
- Faire progresser l'administration gouvernementale fondée sur le droit

Salaires, revenus et patrimoine :

- Veiller à ce que les revenus personnels augmentent au même rythme que la croissance économique
- Veiller à ce que les salaires augmentent en parallèle des hausses de productivité
- Augmenter la part du revenu personnel dans la distribution du revenu national
- Donner plus de poids à la rémunération du travail dans la distribution primaire
- Renforcer le rôle de la fiscalité, de la sécurité sociale et des dépenses de transfert
- Maintenir une bonne réglementation des moyens d'accumulation de richesse

THÉMATIQUE



Bastien DRUT
Responsable de la Macro
Stratégie Thématique,
CPR Asset Management

Le QT de la Fed ne peut être efficace dans son format actuel

Le QT impossible de la Fed

La Fed, dans le cadre de sa lutte contre l'inflation élevée, a commencé à réduire son bilan. Toutefois, le QT est confronté au fait que la Fed joue désormais le rôle de contrepartie des fonds du marché monétaire. Le processus serait considérablement facilité si le Trésor annonçait un rachat de dette de long terme financé par l'émission de Tbills.

QT : un élément important dans la lutte de la Fed contre l'inflation élevée

Dans le cadre de sa lutte contre l'inflation élevée, la Fed a relevé très rapidement ses taux directeurs en 2022 et a commencé en juin à réduire son bilan en ne réinvestissant pas une partie de ses MBS et de ses titres du Trésor arrivant à échéance. Pour rappel, la Fed détient actuellement 2 700 milliards de dollars de MBS et 5 600 milliards de dollars de titres du Trésor. Un des motifs derrière ce processus de réduction du bilan, connu sous le nom de « resserrement quantitatif » ou « QT » (pour *quantitative tightening*), est le fait que la Fed paie un taux d'intérêt sur certains éléments de passif : les réserves détenues par

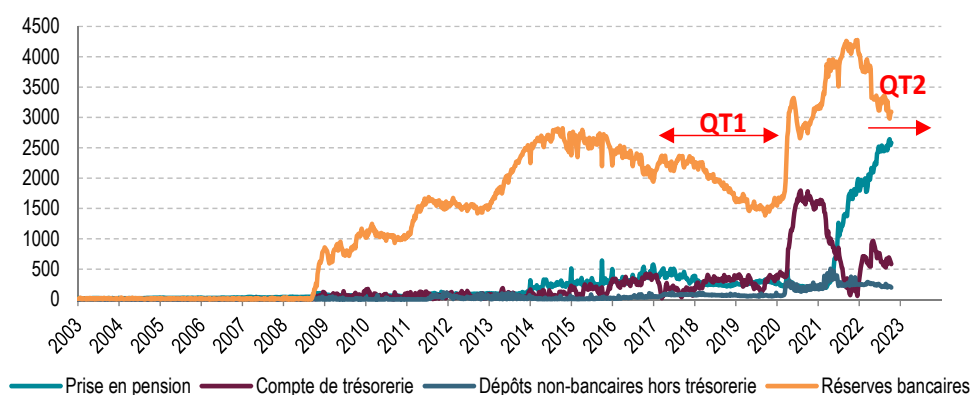
les banques commerciales et les accords de prise en pension (opérations par lesquelles la Fed emprunte au jour le jour, principalement à des fonds monétaires). Récemment, le coût du passif de la Fed a fortement augmenté et a dépassé les revenus perçus sur ses actifs. Ces « pertes » pourraient se creuser si la Fed continue de relever ses taux directeurs et si elle les maintient à un niveau élevé pendant un certain temps. Une autre justification du QT est l'objectif de recouvrer une marge de manœuvre pour un « assouplissement quantitatif » (QE) à venir.

Différence importante par rapport au QT précédent (2017-2019)

Le fait de lancer un QT n'est pas sans précédent pour la Fed, puisque la banque centrale a procédé ainsi de fin 2017 à septembre 2019, date à laquelle débuta une crise sur le marché américain des repo (opérations de prise en pension). À l'époque, trop de monnaie banque centrale avait été détruite par le QT, les taux monétaires étaient sortis de la fourchette cible de la Fed et cette dernière dut relancer un QE « technique » à partir d'octobre 2019. Une grande différence entre le QT actuel et celui de 2017-2019 tient à la composition du

passif de la Fed dont les accords de prise en pension (*reverse repo*) représentent environ 2 500 milliards de dollars actuellement, alors qu'ils ne représentaient que de très faibles quantités lors du QT précédent. Si en 2017-2019 le QT ne pouvait conduire qu'à une réduction des réserves des banques commerciales détenues à la Fed, aujourd'hui il pourrait théoriquement entraîner aussi une réduction du montant de *reverse repo* de la Fed. Ceci est dû à l'évolution des fonds monétaires américains au cours des trois dernières années.

1/Fed : éléments du passif hors monnaie fiduciaire (milliards de dollars)



L'impressionnante ascension des fonds monétaires américains

Les encours sous gestion des fonds monétaires américains ont explosé (à environ 5 000 milliards de dollars) avec la crise de Covid-19 et n'ont jamais diminué depuis, en raison de la persistance des incertitudes

économiques et de l'excès d'épargne accumulé par les ménages et les entreprises. Avec un peu plus de recul historique, on constate que les encours des fonds monétaires augmentent lorsque les taux directeurs sont élevés (ou

THÉMATIQUE

La Fed a endossé un nouveau rôle d'« emprunteur de dernier ressort »

en hausse), puis se dégonflent dans les années qui suivent une récession, lorsque les taux directeurs sont encore bas et que des opportunités d'investissement plus attractives se présentent. Or, il n'en a rien été durant le cycle actuel, peut-être parce que la phase de taux bas a été courte par rapport aux autres cycles. Le fait que la Fed ait continué à relever

la fourchette cible des Fed funds en 2022 (ce qu'elle fera peut-être aussi l'année prochaine) est plus susceptible de gonfler que de réduire les encours des fonds monétaires : une note récente¹ des économistes de la Fed estimait qu'ils augmenteraient encore de 600 milliards de dollars d'ici fin 2024.

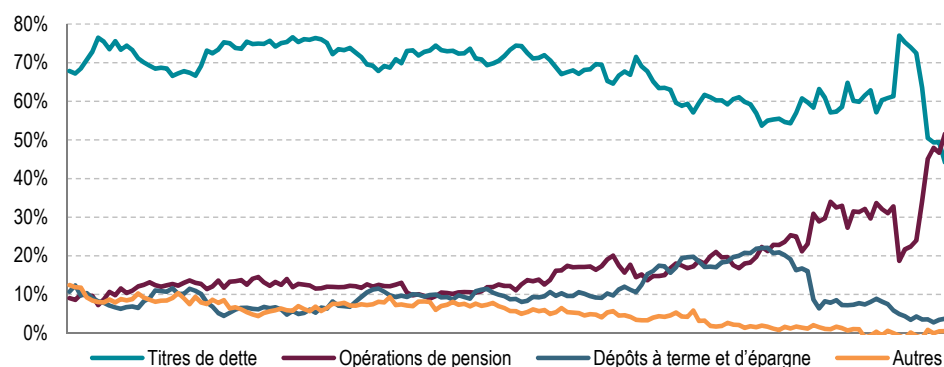
Opportunités d'investissement insuffisantes pour les fonds monétaires

L'actif net des fonds monétaires devrait donc augmenter, mais ces fonds disposent de moins en moins d'opportunités d'investissement en raison de la forte réduction des encours de T-bills (titres de maturité inférieure ou égale à 12 mois) du Trésor américain au cours des deux dernières années (le stock de T-bills a diminué d'environ 1 500 milliards de dollars sur cette période)². À ce niveau, quelque chose de nouveau et d'assez extraordinaire est en train de se produire, puisque la majorité des actifs des fonds monétaires, qui ont historiquement été investis dans des titres de dette, est maintenant constitué d'opérations de reverse repo avec, presque exclusivement, la Réserve fédérale comme contrepartie. La maturité moyenne des portefeuilles des fonds monétaires s'est effondrée en raison du poids plus important des opérations de repo conclues avec la Fed.

Au deuxième trimestre 2022, pour la première fois, plus de la moitié des actifs des

fonds monétaires américains était constituée d'accords de pension. Cette évolution a été facilitée par la Fed, celle-ci ayant relevé deux fois la limite par contrepartie de ses accords de prise en pension (180 milliards de dollars actuellement) ainsi que le taux d'intérêt des accords de prise en pension en juin 2021 par rapport à la limite inférieure de la fourchette cible des Fed funds. À l'époque, le président de la Fed, Jerome Powell, avait fait valoir que cette mesure était nécessaire pour « fournir un plancher aux taux du marché monétaire et contribuer à garantir que le taux des fonds fédéraux resterait dans la fourchette cible ». En d'autres termes, la mesure était censée être technique, face à l'explosion des liquidités que la Fed avait créée avec ses opérations de QE. Ce faisant, la Fed commença à jouer un rôle nouveau d'« emprunteur en dernier ressort », alors que les banques centrales sont plutôt connues pour leur rôle plus classique de « prêteur en dernier ressort ».

2/Fonds monétaires américains : répartition des actifs



Source : CPR AM, Datastream. Données au 20 octobre 2022

Le QT « impossible » souhaité par les membres du FOMC

Pour en revenir au QT de la Fed, il semble qu'il y ait une forme de consensus parmi les membres du FOMC sur le fait que « l'excès d'excès de liquidité » à purger correspond au montant des opérations de reverse repo de la Fed, ceux-ci n'étant sans doute pas vraiment

à l'aise avec ce nouveau rôle d'« emprunteur en dernier ressort ». Les membres du FOMC pourraient donc préférer un QT sous forme de diminution des accords de prise en pension plutôt qu'une diminution des réserves des banques commerciales. Dans un discours

¹ Morgan L., Sarver A., Tase M., et Zlate A., 2022, "Bank Deposit Flows to Money Market Funds and ON RRP Usage during Monetary Policy Tightening", Fed papers.

² En 2020, le Trésor a émis beaucoup de bons du Trésor pour financer rapidement les différents plans de soutien - en particulier la loi CARES - et a adopté par la suite une stratégie de financement par des obligations et bons à long terme, ce qui a entraîné une diminution du stock de bons du Trésor.

THÉMATIQUE

récent, un responsable de la Fed de New York³ s'est dit confiant dans le fait que le QT réduirait le montant des accords de prise en pension au fil du temps, car « *une plus grande certitude quant aux perspectives économiques et à la trajectoire de l'action publique pourrait également modérer la demande pour les instruments monétaires à plus courte échéance* ». Cette affirmation pourrait n'être qu'un vœu pieux, car pour l'heure il n'y a manifestement aucun signe de

réduction des encours des fonds monétaires. En effet, les volumes d'opérations de reverse repo de la Fed ont fortement augmenté, tandis que les réserves des banques commerciales détenues auprès de la Fed ont fortement diminué depuis le début du QT. Si cette tendance devait se poursuivre plus longtemps, une pénurie localisée de réserves pourrait resurgir, comme cela avait été le cas en septembre 2019.

Coordination nécessaire avec le Trésor américain

En réalité, le QT de la Fed ne peut être efficace dans son format actuel : pour que les opérations de prise en pension diminuent fortement, le Trésor américain doit changer sa stratégie d'émission et émettre beaucoup plus de T-bills. C'est, en définitive, ce qui pourrait se passer : dans le but d'améliorer la liquidité du marché des titres du Trésor, le Trésor américain a demandé aux spécialistes en valeurs du Trésor s'il devait racheter des titres à longue échéance en émettant des T-bills.

Ce serait là une excellente façon de poursuivre le QT sans réduire trop fortement ou trop rapidement les réserves détenues par les banques commerciales. **En bref, une éventuelle annonce de rachats de dette par le Trésor pourrait avoir un effet positif sur les marchés financiers.** Ce qui montre, au final, que la politique monétaire ne peut aujourd'hui plus être menée efficacement sans coordination avec le Trésor.

Achévé de rédiger le 20 octobre 2022

³ Zobel P., 2022, "The Ample Reserves Framework and Balance Sheet Reduction: Perspective from the Open Market Desk".

THÉMATIQUE



Jean-Baptiste BERTHON
Senior Cross-Asset Strategist,
Amundi Institute

Les stocks reconstitués et les efforts de solidarité de l'UE laissent penser qu'un rationnement strict ne sera pas nécessaire. Toutefois, il n'existe pas de solution miracle pour compenser rapidement la perte des approvisionnements russes

Fausse impression de sécurité avec la baisse des prix de l'énergie

Les prix du gaz ont chuté depuis leur pic estival, soutenus par l'abondance des stocks et par les mesures d'urgence prises par l'UE. Les tensions à court terme se sont estompées, mais l'offre et la demande restent tendues à plus long terme, ce qui exige une prime de risque plus élevée. À mesure que la Russie perd de son influence, l'élasticité de la demande et les conditions météorologiques pourraient devenir les nouveaux déterminants du gaz.

Réduction des tensions à court terme, mais persistance du risque sur l'offre et la demande à long terme

La destruction de la demande, les importations de gaz naturel liquéfié (GNL) et les conditions météorologiques clémentes ont facilité la reconstitution des stocks de l'UE.

Les prix du gaz ont chuté de 70 % par rapport à leur pic estival en raison de plusieurs facteurs :

- Les importations de GNL ont explosé, notamment depuis les États-Unis, la Norvège et le Royaume-Uni.
- La destruction de la demande face aux prix élevés s'est intensifiée, notamment pour l'industrie, qui représente 40 % de la demande de gaz de l'UE. La consommation de gaz industriel a chuté de plus de 25 %, notamment dans les secteurs les plus sensibles au gaz comme la fabrication de

métaux, la chimie, la transformation des aliments ou les machines.

- La demande de gaz de la Chine s'est ralentie, en raison des performances économiques décevantes du pays, libérant ainsi certains volumes pour l'Europe.
- Enfin, les conditions météorologiques douces en Europe, ainsi que les prévisions de température encourageantes pour novembre, ont contribué à réduire la demande de chauffage.

Les pays de l'UE ont désormais rempli 93 % de leurs capacités de stockage, ce qui constitue un exploit remarquable compte tenu du faible niveau de départ au printemps 2022, à 26 % contre une moyenne saisonnière de 35 %.

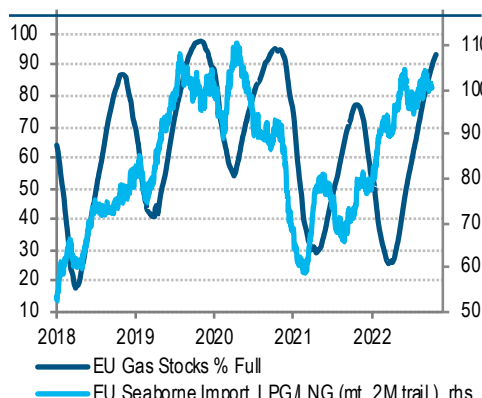
L'explosion de la facture énergétique contribue à réduire les différences entre pays de l'UE

L'Union européenne dépense actuellement 30 à 40 milliards d'euros supplémentaires par mois pour sa facture énergétique, soit un montant annualisé de 3 % du PIB. Mais, si ce coût semble insoutenable, il permet de combler les différences entre les pays de l'UE. Le 21 octobre, l'UE a franchi deux lignes rouges. Premièrement, **les pays membres se sont mis d'accord sur le principe d'un « corridor de prix dynamique » pour plafonner les prix du gaz.** L'Allemagne

a surmonté ses réticences. Et, malgré sa capacité à surenchérir par rapport aux autres pays de l'UE et ses réserves financières suffisantes pour atténuer l'impact de la hausse vertigineuse des factures d'énergie grâce à des subventions, elle a accepté de céder une partie de son pouvoir d'achat et de sa marge de manœuvre.

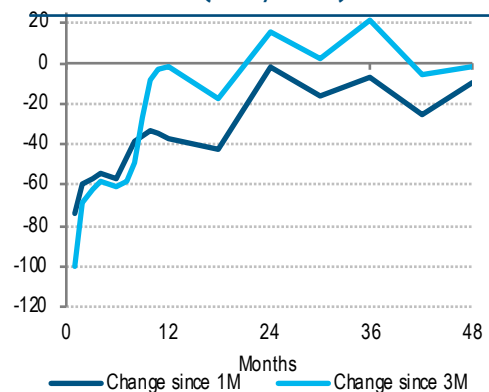
Ce corridor permettrait de négocier les prix du gaz dans une fourchette flexible, inférieure à ce que paient actuellement les importateurs

1/Capacités de stockage terrestres et flottantes saturées



Source : Comtrade, Amundi Institute. Données au 23 octobre 2022.

2/Déformation de la courbe des futures TTF (en €/MWh)



Source : GIE, Amundi Institute. Données au 24 octobre 2022.

THÉMATIQUE

L'influence de la Russie sur les marchés du gaz est en train de s'estomper. L'inélasticité relative de l'offre met la demande sur le devant de la scène

de l'UE, mais légèrement supérieure à ce que paient les importateurs outre-mer, afin d'offrir des primes compétitives et de réduire les risques d'approvisionnement. Il s'appliquerait à l'ensemble des pays de l'UE afin de minimiser la concurrence intérieure. Pour que ce mécanisme soit efficace, l'UE devra coordonner la distribution du gaz entre les pays, ce qui pourrait constituer une source de litiges. À cet égard, tirer parti du pouvoir d'achat commun de l'UE pour acheter du gaz pourrait faire partie de la solution. On notera qu'un tel plafonnement des prix devra en outre empêcher de stimuler la demande en offrant aux consommateurs des prix artificiellement bas.

L'UE envisage également le lancement d'un nouvel indice de référence du gaz, en remplacement du TTF néerlandais et destiné à refléter la part croissante du GNL dans ses importations. Avec l'assèchement des flux de gaz russe, la regazéification du

La dynamique offre/demande sous pression au-delà de l'hiver

Les principaux déterminants du gaz devraient évoluer en 2023. Pourtant, en l'absence de solution de remplacement rapide des volumes russes, le stress perdurera un certain temps. En 2023, les importations de GNL devraient augmenter modestement, de 5 milliards de mètres cubes (mmc). Cette hausse ne changera pas la donne. L'augmentation relative de la prime de l'UE et les nouveaux partenariats compenseront la baisse de la production norvégienne. En revanche, les importations de GNL seront plafonnées par la lenteur du développement des infrastructures de regazéification.

Les insuffisances énergétiques devraient également être moins marquées l'année prochaine. Les réacteurs nucléaires français seront, en principe, à nouveau opérationnels d'ici là, de même que l'unité américaine de Freeport, une plaque tournante essentielle pour l'exportation de GNL vers l'UE. Si la sécheresse de 2022 ne se répète pas, la production d'énergie hydraulique pourrait se normaliser. En revanche, la montée en puissance des autres énergies renouvelables nécessitera plusieurs années, en commençant

Les marchés du gaz valorisent la perfection

Les contrats à terme dont l'échéance est proche signalent une baisse du stress à court terme, mais pas la fin de la crise énergétique. La chute des prix du gaz résulte principalement du niveau plus élevé que prévu des stocks de gaz de l'UE. Les capacités de stockage de GNL, tant terrestres que flottantes, sont proches de leur pleine capacité et les unités de regazéification du GNL sont saturées.

GNL néerlandais a saturé, tandis que les capacités de gaz de réserve disponibles ont fondu. De ce fait, l'indice TTF s'est décorrélé des autres indices de GNL, devenant très volatil ce qui a rendu sa couverture plus coûteuse et a encouragé la recherche de références alternatives. Toutefois, la création d'un indice de référence liquide et fiable, reflétant à la fois la dynamique de l'offre et de la demande et l'infrastructure gazière limitée de l'UE, sera un défi.

Bien qu'il vise à réduire les niveaux et la volatilité des prix du gaz, le mécanisme de plafonnement des prix devra simultanément prendre en compte la sécurité des approvisionnements et l'impact sur la demande. L'achat commun de gaz et la création d'un nouvel indice gazier pourraient contribuer à cet objectif malgré les nombreuses difficultés. La crise énergétique pourrait se révéler être un bon test de la solidarité européenne.

par l'éolien puis en passant à la production solaire. Les énergies renouvelables pourraient ajouter 3 milliards de m³ en 2023. Mais ces ajouts seront contrebalancés par l'arrêt presque total des flux russes. Les subventions et les plafonds de prix de l'UE pourraient également décourager les économies d'énergie et la destruction de la demande. La demande en provenance de Chine pourrait augmenter, ce qui relancerait la concurrence entre l'UE et l'Asie pour le gaz. Enfin, rien n'indique que les autorités néerlandaises envisagent de relancer le champ de Groningue et nous ne nous attendons pas à ce que l'UE commence à pomper ses vastes réserves souterraines de gaz de schiste.

De manière générale, la légère augmentation des importations de GNL et de la production renouvelable, ainsi que la diminution des interruptions de service seront compensées par une réduction totale des flux russes et l'ajustement plus modéré de la demande. L'UE en sortira vulnérable aux surprises météorologiques ou aux dégâts qui pourraient être infligés à ses infrastructures gazières.

L'UE a donc du mal à absorber davantage de volumes, ce qui a plongé les marchés du gaz en situation de report prononcé, le contrat à un mois se négociant plus cher que le contrat à un jour. Si les contrats à terme dont l'échéance est proche ont plongé, les contrats à terme à échéance plus lointaine ont à peine bougé, reflétant une situation toujours tendue pour l'hiver. **Les prix du gaz pourraient également**

THÉMATIQUE

Après leur pic estival, les prix du gaz pourraient désormais sembler complaisants compte tenu de la vulnérabilité des marchés européens de l'énergie

refléter une diminution des tensions sur la liquidité, grâce aux mesures visant à limiter les appels de marge et l'affaiblissement des fonds propres des compagnies de gaz, comme l'assouplissement des exigences de garantie des transactions et plusieurs renflouements. Les *spreads* entre les prix à l'achat et à la vente et la volatilité des prix ont diminué en conséquence.

La forte baisse des prix qui a suivi les mesures d'urgence de l'UE indique que **les marchés ont acquis la conviction que la nécessité obligerait les pays de l'UE à surmonter leurs divergences**. Si nous sommes globalement d'accord, la solidarité de l'UE a encore beaucoup de chemin à faire et les désaccords à venir pourraient être source de volatilité.

En parallèle, **la prime sur les prix du gaz de l'UE par rapport à ceux de l'Asie a disparu**, ce qui témoigne de l'affaiblissement de la concurrence pour le gaz entre ces régions.

La demande est désormais la véritable variable

Après leur pic estival, les prix du gaz pourraient désormais sembler complaisants compte tenu de la vulnérabilité des marchés européens de l'énergie. La perte des volumes russes et la lenteur de la montée en puissance des infrastructures gazières et de la production renouvelable nécessiteront une contraction de la demande bien au-delà de l'hiver, avec une marge limitée pour les imprévus. **Étant donné la variabilité limitée de l'offre, la demande devrait devenir le facteur décisif dans l'équation du gaz.**

L'influence sur les prix de la liquidité des marchés du gaz et de la Russie va baisser. Les principaux déterminants des prix en 2023 devraient être la météo, le niveau des stocks au printemps et l'élasticité de la demande. Les perspectives de récession et de taux auront donc également de plus en plus d'importance.

Pendant ce temps, l'inflation liée à l'énergie restera élevée. En parallèle de la hausse des

Pourtant, les contrats à terme à plus longue échéance donnent une image différente, de même que nos prévisions d'augmentation de la demande chinoise de gaz l'année prochaine.

Le coût relatif de la production d'électricité favorise toujours le charbon par rapport au gaz, malgré la baisse des prix du gaz. Ainsi, **les producteurs d'électricité et les entreprises industrielles qui peuvent choisir leur source d'énergie ont-ils toujours intérêt à privilégier le charbon par rapport au gaz.**

Les flux russes restants ne représentent plus qu'une petite fraction de l'approvisionnement de l'UE. L'influence de la Russie sur les marchés européens du gaz est donc en train de s'estomper. **Les prix deviennent donc moins sensibles aux manœuvres de la Russie**, comme le suggère la corrélation décroissante entre l'indice TTF et les actifs sensibles à la guerre en Ukraine.

taux, la destruction de la demande industrielle affectera l'activité manufacturière et créera des perturbations supplémentaires dans les chaînes d'approvisionnement. Pendant que l'UE tentera de mieux calibrer ses subventions, les déficits publics continueront de se creuser. À plus long terme, dans l'UE, la perte des approvisionnements russes empêchera les prix de l'énergie de revenir à leur niveau d'avant, ce qui érodera la compétitivité des entreprises de la région et conduira certaines d'entre elles à transférer leurs activités à l'étranger, du moins jusqu'à ce que l'UE puisse combler l'écart avec les énergies renouvelables et l'augmentation de ses capacités de stockage et de regazéification. Les marchés anticipent que le charbon est en passe de supplanter le gaz comme énergie de dernier recours, déterminante pour établir le prix de l'électricité. Difficile d'en conclure que la crise énergétique touche à sa fin.

Achévé de rédiger le 24 octobre 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**. Durcissement de la répression financière.
-  **Report des mesures de transition climatique**.

Analyse

-  **Enlisement dans la guerre en Ukraine. Nous tablons sur un cessez-le-feu courant 2023. Mais d'ici là, la situation pourrait continuer à se détériorer**
-  **Choc de confiance dans l'UE**, alimenté par les prix élevés de l'énergie.
-  **Le Covid-19** devient endémique.
-  **L'inflation ne parvient pas** à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.
-  La croissance **du PIB nominal mondial** atténue l'impact du ralentissement sur les bénéfices.
-  **Divergences de croissance** : Récession en ZE et au R.-U., reprise poussive en Chine, croissance faible aux États-Unis (bien en deçà du potentiel en 2023).
-  **Divergences entre BC** : la Fed poursuit son cycle de resserrement mais devient un peu moins dure (fin du T4) ; la BCE relève ses taux, adopte un QT passif et active le TPI ; la PBoC conserve un biais accommodant.
-  **Politiques budgétaires divergentes** : politique expansionniste dans l'UE, politique restrictive aux États-Unis en 2022, mais plus neutre en 2023-24.
-  **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 maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor aux États-Unis, mais aussi en zone euro et dans les ME
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

SCÉNARIO HAUSSIER
15 %

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

Répercussions sur les marchés

- Pentification haussière de la courbe des bons 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 indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, qualité vs croissance, défensives vs cycliques

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

RISQUE FINANCIER 30 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine** :
 - **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 faiblit en raison de la persistance de fortes pressions inflationnistes et de l'affaiblissement de la demande intérieure. Les perspectives économiques des États-Unis se dégradent en raison du resserrement progressif des conditions financières et les risques de récession d'ici mi-2023 restent élevés. En Europe, nous attendons une récession tirée par le coût de la vie et l'inflation pendant l'hiver prochain. Celle-ci sera plus profonde qu'initialement prévu et sera suivie d'une reprise peu vigoureuse.
- Les tensions prolongées sur le front géopolitique et le bras de fer entre les politiques budgétaire et monétaire contribuent à rendre incertaine l'issue économique finale, exacerbant ainsi la volatilité des données.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Malgré la correction d'octobre et les valorisations correctes en apparence, il est encore difficile de trouver des catalyseurs solides susceptibles d'ouvrir des points d'entrée.
- Les multiples des actions semblent être en phase avec l'environnement inflationniste actuel et les politiques monétaires restrictives, mais n'intègrent pas encore le risque de récession. En valeur relative, compte tenu des taux élevés, ils ne sont pas favorables aux actifs risqués.
- Les fondamentaux se sont encore dégradés, ouvrant la voie à un scénario de récession des bénéficiaires.



FACTEURS TECHNIQUES

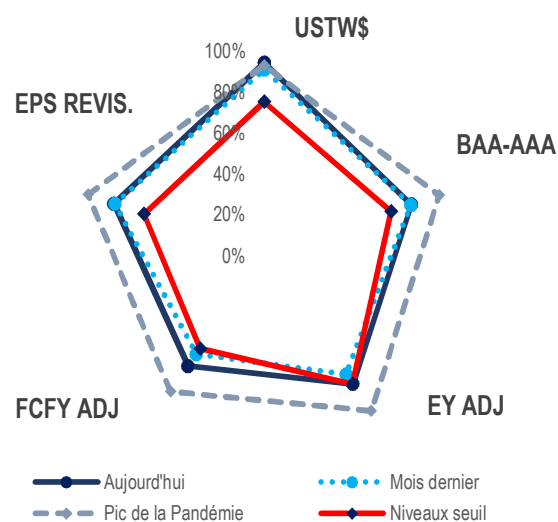
- Les facteurs techniques restent très volatils dans la configuration actuelle du marché. Au début du mois d'octobre, les actifs risqués présentaient des tendances fragmentées, tout en étant survendus, avec un risque de « short squeeze » dans la plupart des marchés. Les tendances se sont désormais stabilisées et les indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant), même s'ils sont encore loin de présenter un signal de vente, se sont considérablement redressés, limitant de ce fait l'appétit des investisseurs. Le tableau reste mitigé, les facteurs techniques ne parvenant pas à dégager une directionnalité claire.

SENTIMENT

- La montée de l'instabilité financière dans le monde (interventions de la BoE et du ministère japonais des Finances sur le marché des changes) a mis en évidence les risques de dégradation de la capacité des banques centrales à poursuivre le resserrement de leur politique au même rythme. Les actifs risqués ont bénéficié d'une reprise, mais les indicateurs du sentiment de risque n'ont pas soutenu ce mouvement. Les conditions financières restent serrées dans toutes les régions, tandis que l'USD, la prime de risque crédit et la concentration du risque continuent d'alimenter la probabilité d'exacerbation de l'aversion au risque dans nos modèles CAST et MoMo, respectivement.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) Restez sur la défensive, la plupart des indicateurs sont en alerte



Source : Amundi Institute, Données au 25 octobre 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle de la perception du risque au T1, mais est devenu moins favorable depuis le T2 et ne donne aucun signe d'inversion de tendance. Les révisions des BPA sont passées en négatif en raison des craintes de récession et le dollar ne cesse de rappeler les risques de liquidité. La prime de risque crédit reste élevée et supérieure au seuil d'alerte, ce qui renforce la préférence pour les actifs défensifs.

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

MÉTHODOLOGIE

— Scénarios

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

— Risques

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

POINTS CLÉS

1 Perspectives de resserrement quantitatif pour les principales banques centrales

- Il est peu probable que la Fed accélère le rythme du resserrement quantitatif au cours des prochains mois. Au lieu de cela, elle s'efforcera de maintenir ses taux directeurs en territoire restrictif pendant une période prolongée.
- En ce qui concerne la BCE, nous pensons qu'une réduction de la taille de son programme d'achat d'actifs est peu probable. Nous attendons en revanche que les remboursements et les rachats de TLTRO alimentent un resserrement quantitatif passif au cours des prochains trimestres.
- L'incertitude est grande quant au plan de resserrement quantitatif de 40 milliards de livres de la BoE, qui dépendra largement de l'évolution de la politique budgétaire.

Conséquences en matière d'investissement

- Actions : maintenir la sous-pondération.
- Taux core : légère sous-pondération/neutralité sur la duration sur fond de hausse des rendements réels et d'aplatissement de la courbe américaine.
- Maintien de la prudence sur les périphériques.
- Crédit : préférence pour l'IG vs HY.

2 Marché de l'emploi tendu aux Etats-Unis

- Nous prévoyons que le taux d'activité aux États-Unis restera inférieur à son niveau d'avant Covid-19, car de nombreux salariés appartenant à la tranche d'âge des 55 ans et plus ont quitté la population active.
- Les entreprises ayant du mal à recruter des travailleurs qualifiés, il est désormais plus probable qu'elles ouvrent moins de postes plutôt que de licencier du personnel.
- Nous pensons qu'une évolution structurelle de l'offre de main-d'œuvre et que des frictions plus importantes sur le marché du travail pourraient avoir poussé le taux NAIRU à la hausse, ce qui implique qu'une politique plus stricte est nécessaire pour ralentir le marché du travail.
- La croissance des salaires s'est très légèrement tassée.

Conséquences en matière d'investissement

- Rester prudent sur les actions. Privilégier les États-Unis par rapport à l'Europe. En termes sectoriels, privilégier les facteurs qualité, value, dividendes élevés et volatilité minimum.
- Le dollar devrait continuer à se renforcer (le taux de change croisé EURUSD est attendu à 0,92 et 1,02 à six et douze mois, respectivement).

3 Baisse des anticipations de bénéfices

- Les BPA ont commencé à faire l'objet de révisions à la baisse plus importantes : les prévisions de BPA pour 2023 sont en baisse de 4,2 % et de 7,6 % par rapport au pic atteint aux États-Unis et en Europe, respectivement.
- La baisse des BPA sera principalement imputable aux marges, car l'inflation soutient les chiffres d'affaires et les BPA nominaux.
- Nous utilisons les récessions des années 1970 et 1980 comme références. À l'époque, l'amplitude entre le point haut et le point bas de la chute des BPA aux États-Unis fut de - 15 % et - 19 %, respectivement. Ces replis des BPA durèrent respectivement 12 et 15 mois.

Conséquences en matière d'investissement

- Compression des marges qui restent néanmoins à des niveaux élevés, notamment aux États-Unis.
- Les marges sont appelées à se rétrécir à mesure que le ralentissement économique s'accélère.

4 Leçons à tirer des événements survenus au Royaume-Uni : bras de fer entre la politique monétaire et budgétaire

- La situation n'est pas encore résolue au Royaume-Uni, car la crise a commencé par un manque de crédibilité budgétaire, ce qui a fait exploser la volatilité des gilts et s'est répercuté sur les taux mondiaux. La balle reste donc largement dans le camp budgétaire.
- La BoE est dans une position difficile : elle doit prévenir l'instabilité financière avec des mesures de soutien temporaires. Elle pourrait être amenée à prolonger son soutien et à retarder la mise en œuvre de son resserrement quantitatif actif.
- Seul un retournement politique conséquent pourrait restaurer une certaine crédibilité budgétaire.

Conséquences en matière d'investissement

- Les taux britanniques devraient continuer à sous-performer les principaux pays.
- Position vendeuse sur la GBP face à l'USD.

5 Actifs non-cotés

- La hausse des taux et le ralentissement de l'économie pèsent sur la valeur du capital-investissement, comme ce fut le cas lors des récessions précédentes.

Conséquences en matière d'investissement

- Les marchés du non-coté bénéficient de leur prime d'illiquidité, mais semblent chers et devraient converger progressivement vers leur juste valeur.



ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La politique monétaire de la Fed et les bénéfices des entreprises sont les deux principaux facteurs qui détermineront l'évolution des marchés d'actions à moyen terme. Si les valorisations sont plus attractives qu'auparavant, les facteurs susmentionnés ne sont pas favorables dans la mesure où la Fed reste déterminée à poursuivre son cycle haussier afin de maîtriser l'inflation (au risque d'affecter la consommation). Nous continuons à rechercher les entreprises présentant des bilans solides, des marges résistantes et un ensemble de caractéristiques de type qualité, value et dividendes.
	Actions US Value	+		Nous sommes positifs sur les titres value et préférons les entreprises présentant des caractéristiques de qualité, peu cycliques et capables de préserver leurs marges. Nous évitons en revanche les titres value en difficulté dont le potentiel de bénéfices n'est pas en phase avec leur valorisation.
	Actions US Croissance	-		Certaines valeurs de croissance ont corrigé, mais les actions croissance, dans l'ensemble, n'évoluent pas dans un contexte attractif compte tenu de la hausse des taux qui pourrait affecter davantage les valorisations. Nous restons prudents et explorons le segment qualité des marchés.
	Europe	--		Compte tenu de la crise énergétique et de l'escalade des tensions géopolitiques, les estimations de bénéfices des marchés pour 2023 sont revues à la baisse, mais il est probable que l'impact se fasse également sentir sur les marges bénéficiaires. Toutefois, les entreprises capables de maintenir un pouvoir de fixation des prix et des bilans solides devraient être en mesure de résister à ces pressions et de rémunérer les actionnaires.
	Japon	=		Malgré des valorisations modestes, un yen faible (pour les exportations) et une banque centrale accommodante, soit autant de facteurs favorables, le Japon reste un marché cyclique susceptible d'être affecté par le ralentissement de la croissance économique mondiale.
	Chine	=		La Chine continue d'être pénalisée par la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid et par le ralentissement du secteur du logement. Nous surveillons l'évolution de ses relations géopolitiques avec les États-Unis et l'Europe et son soutien budgétaire, qui pourrait stimuler la demande des consommateurs. Pour l'instant, nous restons proches de la neutralité, avec une possible amélioration des perspectives à l'horizon 2023.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les vulnérabilités externes, la dynamique de croissance interne et les risques politiques et géopolitiques font des pays émergents un univers hétérogène. Nous observons une dégradation de la dynamique, notamment en Europe de l'Est, où nous évitons la Hongrie et la Pologne. En revanche, nous sommes optimistes concernant le Brésil et les Émirats arabes unis et prudents concernant Taïwan et la Corée du Sud.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		Les chiffres élevés de l'inflation renforcent la détermination de la Fed à relever les taux, quitte à pénaliser l'économie. Nous sommes neutres sur la durée pour le moment, mais restons actifs et disposés à revoir notre opinion en fonction de l'ampleur de la hausse des rendements des bons du Trésor américain. Les rendements réels (emprunts d'État indexés sur l'inflation ou TIPS) ont atteint leur plus haut niveau en plus de dix ans, ce qui les rend attractifs.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> IG ne sont pas loin de leur moyenne à long terme, mais les rendements obligataires sont à des plus hauts pluriannuels, alors même que les fondamentaux des entreprises semblent solides. Nous sommes sélectifs et pensons qu'il convient de maintenir un bêta de portefeuille stable et de trouver un équilibre entre le besoin de qualité, la liquidité et le revenu.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		À mesure que la Fed poursuit sa trajectoire de resserrement, nous pensons que les coûts de financement pourraient augmenter pour les entreprises les moins bien notées. Ceci, en plus des contraintes de liquidité et des éventuels problèmes de trésorerie dus au ralentissement de la demande, nous rend défensifs sur le HY.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les pays cœur de la zone euro, mais nous nous réservons la possibilité d'ajuster cette position en fonction du narratif qui anime le marché - préoccupations concernant la croissance économique ou inflation élevée (et donc BCE restrictive). Sur les marchés de la dette périphérique, le resserrement de la BCE, même limité par sa volonté d'éviter toute fragmentation, nous incite à la prudence.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Nous pensons que les valorisations sont raisonnables, mais que les tensions géopolitiques persistent et que la croissance économique s'affaiblit. D'un autre côté, les fondamentaux des entreprises sont solides, mais elles puisent dans leurs réserves de trésorerie. Nous surveillons les niveaux de trésorerie et évitons les segments fortement endettés. Nous maintenons notre position globalement neutre.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Les taux de défaut restent faibles, mais une dégradation de la conjoncture économique pourrait affecter les flux de trésorerie et le durcissement de ton de la BCE pourrait provoquer une certaine volatilité des <i>spreads</i> . Nous restons donc prudents, en gardant un œil sur la liquidité, les éventuels risques de refinancement et la qualité.
	Govies Chine	=/+		Les avantages de diversification offerts par la dette chinoise aux investisseurs internationaux rendent cette classe d'actifs attractive, tout comme les perspectives limitées de resserrement monétaire significatif à moyen terme.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La dette des pays émergents est sous pression en raison du cycle de resserrement des marchés développés, mais nous percevons des opportunités sélectives dans la dette en devises fortes, avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG. Ceci vaut pour les pays où les finances publiques s'améliorent et où les vulnérabilités extérieures sont limitées. Nous voyons également d'un bon œil les exportateurs de matières premières tels que les Émirats arabes unis et le Brésil, mais restons vigilants face au risque de défaut souverain ailleurs.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes très sélectifs sur la dette en devises locales et privilégions les pays dont la banque centrale a maîtrisé l'inflation et ceux qui offrent un portage attractif (Brésil). Cependant, les devises des pays émergents ont souffert de la force du dollar et une certaine stabilité des taux américains est nécessaire pour nous permettre de trouver de la valeur sur le marché des changes et des obligations en devises locales.
AUTRES	Matières premières			Les prix du pétrole devraient rester plafonnés par les préoccupations économiques à court terme, mais les problèmes liés à l'offre (capacité de réserve limitée de l'OPEP+, interdiction potentielle du brut russe par l'UE) font que les risques sont orientés à la hausse. En ce qui concerne l'or, bien que la hausse des taux réels ne soit pas favorable, le métal peut s'avérer un diversificateur efficace, notamment si les banques centrales (c'est-à-dire la Fed) abandonnent leur ton restrictif l'an prochain.
	Devises			Nous pensons que le dollar va se renforcer à court terme, car l'inflation sous-jacente élevée devrait inciter la Fed à maintenir sa politique de resserrement. Un pivot accommodant de la Fed est le principal catalyseur susceptible d'inverser cette tendance. Nous sommes, en revanche, négatifs sur la livre sterling.

LÉGENDE



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

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

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 3/11/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Monde	3,4	2,2	2,7	8,3	6,2	3,9
Pays développés	2,6	0,3	1,0	7,6	5,1	2,5
États-Unis	1,9	0,8	0,6	8,1	4,1	2,3
Japon	1,6	0,5	1,2	2,3	1,3	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 :** nous avons réduit nos prévisions de croissance compte tenu du caractère restrictif et rapide de l'action monétaire. Nous tablons sur une période prolongée de croissance inférieure au potentiel pour 2023-2024, avec un risque baissier renforcé à partir du second semestre 2023. Si la politique monétaire devenait encore plus restrictive qu'anticipé, une récession pourrait s'avérer inévitable. Inflation : l'inflation globale a passé le pic et devrait progressivement décélérer, tandis que l'inflation sous-jacente persistera près des niveaux actuels pendant quelques mois, avant de diminuer lentement, tout en restant au-dessus de l'objectif.
- Zone euro :** nous attendons une récession induite par le coût de la vie pendant l'automne-hiver 2022-2023, suivie d'une timide reprise, en raison des prix encore élevés. L'économie de la zone euro devrait se contracter de 0,5 % en 2023 avant de progresser de 1,3 % en 2024, les risques étant orientés à la baisse jusqu'à l'hiver 2023-2024. Inflation : nous pensons que l'inflation a encore une marge de progression et qu'elle pourrait passer au-dessus de 10 % au T4 2022-T1 2023 (9,9 % en septembre) avant de revenir vers 4,0 % au T4 2023, restant ainsi bien au-dessus de la fourchette cible sur l'horizon de prévision. Les perspectives restent très incertaines, comme le souligne l'actualité géopolitique récente.
- Royaume-Uni :** croissance : 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, avant de se redresser et de progresser de 1,3 % en 2024. Inflation : nous nous attendons à ce que l'inflation reste élevée et supérieure à 10 % jusqu'au premier trimestre 2023 avec un point culminant au quatrième trimestre 2022. L'incertitude politique renforce la confusion autour des perspectives économiques.
- Japon :** l'économie ayant complètement redémarré en octobre, elle sera stimulée par la reprise des voyages et de la consommation de services au quatrième trimestre. Ce catalyseur positif repoussera la récession du Japon à début 2023. Le ralentissement attendu de l'économie mondiale à 2,2 % en 2023 sera le principal moteur de la croissance du Japon. En parallèle, l'augmentation de l'inflation sous-jacente n'en est qu'à son stade initial. Nous estimons que l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais et énergie) devrait passer au-dessus de 2 % au T4 2022 et au T1 2023. Le cycle de négociations salariales qui se tiendra au printemps prochain sera une étape importante, surtout si les syndicats parviennent à obtenir des augmentations salariales supérieures à 3 %.

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

	4-11 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	4,00	5,00	5,10	5,25	5,00
Zone euro	1,50	2,50	2,80	2,50	3,00
Japon	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
RU	3,00	4,50	4,50	4,75	4,70

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** : nous nous attendons à ce que le FOMC procède à une quatrième hausse des taux de 75 pb lors de sa réunion de novembre. Après la révision à la hausse des prévisions d'inflation pour le T4 2022 et les T1, T2 et T3 2023 et conformément à notre prévision d'une nouvelle surprise à la hausse de l'inflation sous-jacente, nous avons relevé notre prévision du taux final de la Fed de 5,00 % à 5,25 %. Cette prévision repose sur l'hypothèse suivante : hausse de 75 pb en novembre, de 50 pb en décembre, de 50 pb en février et de 25 pb en mars. Nous prévoyons une poursuite des pressions à la hausse sur le taux final à court terme. Cependant, plus le resserrement de la politique monétaire est fort, plus le risque de forte détérioration de la croissance économique au second semestre est élevé.
- BCE** : lors de sa réunion d'octobre, la BCE a relevé ses taux directeurs de 75 pb, le taux de dépôt étant désormais fixé à 1,5 % et a annoncé une modification des modalités des opérations ciblées de refinancement à long terme. En reconnaissant les progrès significatifs réalisés jusqu'à présent en matière de normalisation des politiques, la BCE a envoyé un message important en adoptant un ton plus accommodant, compte tenu principalement de la détérioration des perspectives économiques. Nous nous attendons à ce que la BCE ralentisse le rythme de ses hausses de taux lors des prochaines réunions. Nous avons donc réduit notre prévision du taux de dépôt final de 2,75 % à 2,50 %.
- BoJ** : le taux de change dollar-yen s'étant affaibli à 150, son plus bas niveau en 32 ans, le ministère des Finances est intervenu sur le marché des changes pour ralentir cette dépréciation. En parallèle, la BoJ a dû défendre sa politique de contrôle des rendements en proposant des achats d'urgence de JGB. La force sans précédent du dollar et l'écart de politique monétaire exercent une pression à la hausse sur les rendements des JGB, car la faiblesse du yen se traduit par une inflation importée plus forte, ce qui incite les marchés à parier que la BoJ finira par procéder à un resserrement. Toutefois, pour l'heure, la Banque du Japon est restée sur ses positions de politique monétaire ultra-accommodante, réaffirmant que la croissance de l'inflation ne sera durable que si les salaires augmentent.
- BoE** : nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre procède à une hausse des taux de 75 pb lors de sa réunion de novembre, après les deux hausses précédentes de 50 pb chacune. Le retrait de l'essentiel du train de mesures budgétaires précédemment annoncé est perçu comme un facteur de réduction de l'inflation à moyen terme et donne à la BoE la possibilité de procéder à un resserrement moins agressif que ce qui aurait été nécessaire si le plan avait été maintenu. En parallèle, en raison des fortes pressions inflationnistes à court terme, nous nous attendons à ce que la BoE maintienne sa position actuelle, avec un taux final attendu autour de 4,50/4,75 %.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 3/11/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Monde	3,4	2,2	2,7	8,3	6,2	3,9
Pays émergents	4,0	3,5	3,9	8,8	6,9	4,8
Chine	3,2	4,5	4,3	2,1	2,2	2,1
Brésil	3,1	0,9	1,6	9,3	4,3	4,1
Mexique	2,6	0,7	0,6	8,0	5,8	4,2
Russie	-3,3	-1,5	2,0	13,9	7,5	4,5
Inde	7,3	5,6	6,0	6,9	6,3	6,0
Indonésie	5,3	4,8	4,7	4,3	5,0	4,1
Afrique de Sud	1,7	1,2	1,5	6,8	5,6	4,8
Turquie	5,3	3,1	4,4	73,1	53,7	24,1

Source: Amundi Institute

- Chine :** la croissance du T3 a été plus forte que prévu, à 3,9 % en variation annuelle (Amundi : 3,4 %). La croissance globale soutenue, attribuable en bonne partie au rebond de l'excédent commercial a masqué la reprise inégale de la demande intérieure. La consommation est restée faible, à l'exception des ventes d'automobiles, tandis que la croissance des investissements a été soutenue par les projets publics. Nous révisons à la hausse notre anticipation de la croissance chinoise pour 2022, de 2,9 % à 3,2 %, compte tenu du résultat meilleur que prévu du T3. En parallèle, nous avons réduit nos prévisions de croissance pour 2023, de 5,2 % à 4,5 %, en raison d'une détérioration des perspectives en matière de politique sanitaire. Le report de la réouverture réduira à lui seul la croissance de 1 pp.
- Malaisie :** en octobre, en l'espace de quelques jours, le gouvernement a présenté le budget 2023 et a appelé à la tenue le 19 novembre d'élections anticipées. Le déficit budgétaire de 2023 a été placé sur une trajectoire de très légère consolidation, les dépenses étant réaffectées du fonds de lutte contre la pandémie aux dépenses d'investissement, tandis que les recettes devraient diminuer par rapport à leur niveau élevé de 2022 (lié aux matières premières). Le budget annoncé ne comporte aucun plan de retrait des subventions élevées ni de mesures structurelles visant à augmenter le flux de recettes (TVA). Le vote devrait apporter de la stabilité, mais il est peu probable qu'il change ce pour quoi les gens ont voté en 2018, qui a duré moins de deux ans.
- Afrique du Sud :** l'inflation est modérée par rapport à celle des économies comparables (7,5 % en variation annuelle) et a probablement atteint un sommet (la croissance devrait ralentir, tandis que les pressions inflationnistes mondiales devraient s'estomper). Toutefois, la SARB devra poursuivre son cycle de hausse des taux, car i) le ZAR pourrait être mis sous pression par le resserrement de la politique monétaire de la Fed, ii) les prix de certaines matières premières et denrées alimentaires restent très instables et iii) la SARB veut ancrer les anticipations d'inflation. Grâce à la forte croissance des recettes fiscales, principalement due aux prix élevés des matières premières et aux fortes taxes à l'import, le déficit public devrait se situer en dessous de 5 % du PIB pour l'exercice 2022-2023. Il devrait en revanche se creuser l'année prochaine.
- Brésil :** l'activité économique soutenue depuis le début de l'année est en train de s'affaiblir, car la politique monétaire restrictive commence à peser sur la dynamique du crédit et les avantages immédiats liés à la réouverture se sont dissipés. Pour autant, l'économie progressera d'environ 3 % cette année, avant de ralentir à environ 1 % en 2023. L'inflation a atteint un pic en avril et poursuit sa décélération. La BCB a adopté une attitude restrictive attentiste, évaluant l'impact de son cycle de hausse qui a porté les taux à 13,75 %.

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

	28-10 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
Brésil	13,75	12,25	13,10	10,00	10,80
Russie	7,50	7,00	7,00	6,50	6,75

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	21 novembre
RBI (Inde)	7 décembre
BCB (Brésil)	7 décembre
CBR (Russie)	17 décembre

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** nous nous attendons à ce que la PBoC maintienne son biais accommodant au premier semestre 2023. De nouvelles baisses du taux de référence des prêts bancaires (LPR) sont probables pour soutenir les ventes de logements, en particulier pour les échéances à cinq ans. L'économie chinoise reste faible, touchée par le ralentissement de l'immobilier et les restrictions sanitaires. Le gouvernement ayant indiqué qu'il n'y a pas de calendrier pour la réouverture, nous pensons que la PBoC est dans une position réactive : elle doit maintenir une position accommodante pour stabiliser le marché du logement, empêcher un effondrement économique plus large et la propagation de risques systémiques.
- RBI (Inde) :** la RBI a récemment convoqué une réunion supplémentaire du comité de politique monétaire le 3 novembre, avant la réunion officielle programmée début décembre. Alors que la banque centrale doit expliquer formellement au gouvernement les raisons pour lesquelles l'inflation reste au-dessus de l'objectif après trois trimestres (mécanisme automatique), la RBI reste sur une trajectoire de hausse pour des raisons intérieures et extérieures. En effet, la RBI pourrait profiter de cette nouvelle réunion (peu après celle du FOMC) pour relever à nouveau son taux directeur, mais dans une proportion moindre que les hausses récentes (25 pb).
- BCB (Brésil) :** fin du cycle haussier et attentisme restrictif. Alors que la Fed continue d'avancer les hausses de taux en vue de déflater l'économie et le marché du travail, la BCB a déjà terminé son cycle de hausse des taux qui a été long (il a duré 1,5 an) et énergique (le COPOM a augmenté les taux de 12pp à 13,75 %). La BC n'envisage pas de réduire les taux à ce stade. Pour rappel, l'interruption du cycle de resserrement en septembre avait fait l'objet d'une décision partagée (la première à ne pas être unanime depuis 2016). En revanche, la BCB continuera à évaluer l'impact des hausses sur la croissance et l'inflation. En effet, celles-ci affectent l'économie avec un certain décalage.
- CBR (Russie) :** la BC russe a de nouveau abaissé son taux directeur de 50 pb le 15 septembre pour le ramener à 7,5 %. Les principales raisons de cette réduction sont la baisse de l'inflation et la faiblesse de la demande des consommateurs. La CBR a néanmoins indiqué que l'environnement extérieur restait difficile. Le message de la CBR semble équilibré (biais de réduction moindre), faisant référence aux risques liés à l'orientation de la politique budgétaire et à la réaction des marchés extérieurs. L'inflation, qui est passée de 17,1 % en glissement annuel en mai à 13,7 % en septembre, poursuit sa baisse. Nous anticipons une nouvelle baisse de 50 pb dans les six prochains mois et éventuellement de 50 pb supplémentaires par la suite.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

3 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	2,3	1,3	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	2,1	2,2	2,1
Brésil	3,1	0,9	1,6	9,3	4,3	4,1
Mexique	2,6	0,7	0,6	8,0	5,8	4,2
Russie	-3,3	-1,5	2,0	13,9	7,5	4,5
Inde	7,3	5,6	6,0	6,9	6,3	6,0
Indonésie	5,3	4,8	4,7	4,3	5,0	4,1
Afrique du Sud	1,7	1,2	1,5	6,8	5,6	4,8
Turquie	5,3	3,1	4,4	73,1	53,7	24,1
Pays développés	2,6	0,3	1,0	7,6	5,1	2,5
Pays émergents	4,0	3,5	3,9	8,8	6,9	4,8
Monde	3,4	2,2	2,7	8,3	6,2	3,9

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	4 nov 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	4,00	5,00	5,10	5,25	5,00
Zone euro	1,50	2,50	2,80	2,50	3,00
Japon	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Royaume-Uni	3,00	4,50	4,50	4,75	4,70

Pays émergents

	28 oct 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
Brésil	13,75	12,25	13,10	10,00	10,80
Russie	7,50	7,00	7,00	6,50	6,75

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	4 nov 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	4,75	4,50/4,70	4,71	4,30/4,50	4,57
Allemagne	2,10	1,80/2,00	2,11	1,80/2,00	1,96
Japon	-0,04	-0,10/0,00	-0,01	-0,10/0,00	0,01
Royaume-Uni	3,05	3,90/4,10	3,03	3,90/4,10	3,39

Taux 10 ans

	4 nov 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	4,14	4,00/4,20	4,18	3,90/4,10	4,17
Allemagne	2,25	2,30/2,50	2,29	2,30/2,50	2,29
Japon	0,26	0,10/0,30	0,37	0,10/0,30	0,47
Royaume-Uni	3,49	3,70/3,90	3,60	3,70/3,90	3,72

Prévisions de change

	31 octobre 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023		31 octobre 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023
EUR/USD	0,99	0,92	1,00	1,04	1,05	EUR/SEK	10,91	10,97	10,60	10,65	10,35
USD/JPY	149	140	140	130	135	USD/CAD	1,36	1,40	1,32	1,30	1,30
EUR/GBP	0,86	0,88	0,88	0,90	0,88	AUD/USD	0,64	0,62	0,68	0,71	0,70
EUR/CHF	0,99	0,92	0,98	1,00	1,00	NZD/USD	0,58	0,56	0,61	0,61	0,63
EUR/NOK	10,28	10,31	9,90	9,97	9,70	USD/CNY	7,31	7,10	7,10	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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

WORKING PAPERS



Capital Commitment (10-10-2022)

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

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

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

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

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

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

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

INVESTMENT OUTLOOK



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

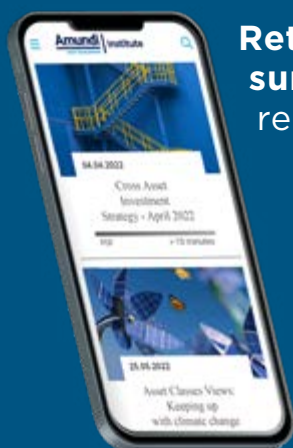
MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUE Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

NOTES

NOTES

NOTES

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
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 27 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 4 novembre 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 - martin Puddy

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, CIO 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
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

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

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