

Octobre  
2023

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

### THÈME DU MOIS

**Hausse des prix de l'énergie : impact limité sur la consommation aux É.-U. jusqu'à présent**

### GLOBAL INVESTMENT VIEWS

**Les rendements obligataires sont attractifs alors que l'inflation se stabilise**

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**

Directrice d'Amundi Investment Institute

*“Le ralentissement de l’inflation ne sera pas linéaire et la récente flambée des prix du pétrole renforce l’incertitude, ce qui plaide pour un maintien des taux à un niveau plus élevé pendant plus longtemps.”*



**Vincent MORTIER**

CIO Groupe

*“Nous maintenons notre biais en faveur de la qualité, car les marchés n’intègrent pas le risque de récession.”*



**Matteo GERMANO**

CIO Adjoint Groupe

*“Vu les incertitudes sur la consommation américaine et la croissance économique mondiale, les opportunités sont à chercher du côté des obligations.”*





Octobre 2023

# Sommaire

## THÈME DU MOIS

4

Hausse des prix de l'énergie : impact limité sur la consommation aux É.-U. jusqu'à présent

## MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE

6

**Focus macroéconomique**

7

**Marchés émergents**

8

**Aperçus macroéconomiques**

9

**Observatoire des banques centrales**

10

**Géopolitique et politique**

11

**Scénarios et risques**

12

**Modèles Amundi Investment Institute**

13

**Graphiques mensuels clés**

14

**Matières premières et devises**

16

## GLOBAL INVESTMENT VIEWS

17

**Vues des CIO**

18

Les rendements obligataires sont attractifs alors que l'inflation se stabilise

**Trois questions d'actualité**

20

**Allocation d'actifs Amundi**

21

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

25



# Hausse des prix de l'énergie : impact limité sur la consommation aux É.-U. jusqu'à présent

**PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS** : l'impact de l'énergie sur l'économie américaine a diminué au cours des dernières décennies, mais une série de chocs depuis la pandémie et une hausse des prix de 30% depuis juillet ont remis le sujet à l'ordre du jour. Il faudrait une hausse significative des prix et une combinaison de facteurs négatifs pour que l'impact sur la consommation globale soit perceptible. À ce stade, nous n'anticipons qu'un effet marginal.



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

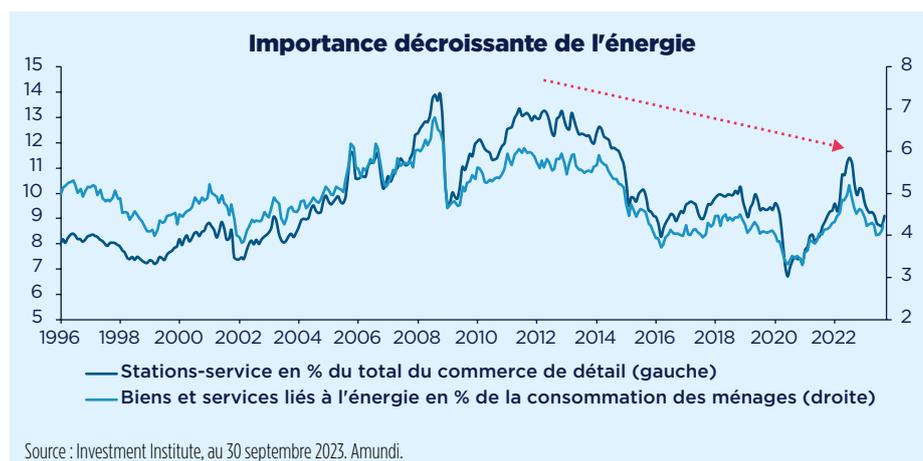


**Lorenzo PORTELLI**  
Responsable de l'équipe  
Recherche Cross-Asset,  
Responsable de la Recherche  
Amundi SGR Italy – Amundi  
Investment Institute

L'importance du facteur énergétique pour l'économie américaine a diminué au cours des trois dernières décennies. La consommation d'énergie par unité de PIB a baissé de 3 % par an, une tendance qui se poursuivra avec la transition énergétique. La part des services dans l'économie a également progressé au détriment de l'industrie. L'impact de l'énergie sur la consommation a ainsi diminué de 6 % à 4 % au cours des deux dernières décennies, et celui sur la production de 3 % à 2 %. Après les bouleversements énergétiques des années 70, les autorités ont acquis de l'expérience dans la gestion des chocs pétroliers, ce qui en a atténué l'impact. Enfin et surtout, l'autosuffisance en pétrole grâce au gaz de schiste au cours des dix dernières années a changé la donne. **Toutefois, la question de l'énergie est revenue sur le devant de la scène à la suite d'une série de chocs énergétiques qui ont accru la volatilité des prix** : la pandémie (choc de la demande), puis l'Ukraine et, plus récemment, les coupes agressives de production de l'OPEP+ (chocs d'offre). Les prix du pétrole se répercutent sur l'économie par différents canaux, notamment l'inflation, la consommation, les marges et l'investissement des entreprises, la productivité, la balance des paiements et l'épargne mondiale (via les pétrodollars), ce qui peut, à long terme, accentuer les tensions sociales. Nous nous intéressons ici à l'impact des prix du pétrole sur la consommation américaine.

## 1. Il faudrait une hausse significative des prix de l'énergie et une combinaison de facteurs négatifs pour que les dépenses globales soient impactées.

**La relation entre les prix du pétrole et la consommation n'est pas facile à établir, car il existe peu d'études de cas pertinentes depuis les années 70** qui excluent les périodes de récession (où l'effet réel de l'énergie est plus difficile à isoler). L'effet des prix de l'énergie est d'autant plus difficile à évaluer aujourd'hui que l'élasticité prix/demande a été rompue depuis la pandémie. Pour commencer, étant donné le poids plus faible de l'énergie dans l'économie américaine, des hausses de prix plus importantes sont nécessaires pour avoir un impact.





**“La hausse des prix du pétrole ne devrait avoir, à ce stade, qu’un impact marginal sur la consommation. Mais si les prix du Brent s’installaient durablement au-dessus de 110 dollars, nous commencerions à nous inquiéter.”**

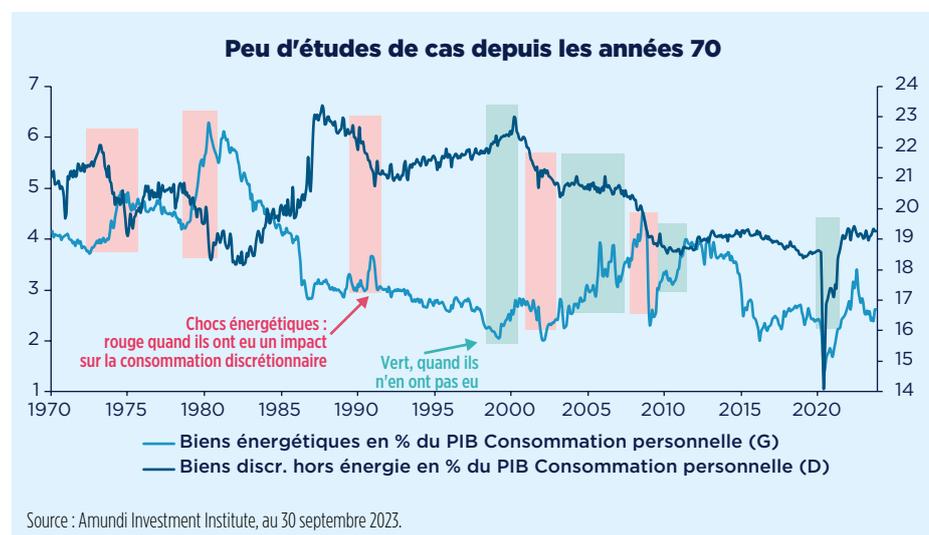
Les prix de l’énergie suivent une séquence classique. Il faut généralement un peu plus d’un mois pour qu’une hausse des prix de l’énergie brute se répercute sur le consommateur final. Quand les biens énergétiques deviennent plus chers, les ménages commencent à réduire leurs dépenses énergétiques (la baisse des achats atténuant le facteur prix). **Il existe deux grandes catégories de biens énergétiques : les carburants pour véhicules et les combustibles pour le chauffage.** La première est bien plus importante et plus sensible aux variations des prix de l’énergie (les dépenses de chauffage ont tendance à être moins cycliques). Si ces ajustements ne suffisent pas à absorber leur perte de pouvoir d’achat, les ménages réduisent leurs dépenses de consommation discrétionnaire, avant, éventuellement, de réduire leurs dépenses dans d’autres domaines. **Par conséquent, les prix de l’énergie ont tendance à frapper les dépenses énergétiques avant de s’étendre aux autres dépenses.** Nous estimons donc qu’il faudrait une hausse importante des prix de l’énergie (plus de 50 % sur un an) et une combinaison de facteurs négatifs pour les ménages pour que l’impact sur l’ensemble des dépenses soit significatif. L’impact est également plus important lorsque les hausses de prix sont dues à des chocs d’offre (plutôt que de demande).

## 2. Quel sera l’impact de la récente flambée des prix du pétrole sur la consommation ?

Malgré le choc d’offre (baisse de production de l’OPEP+ et tension sur l’équilibre offre/demande), nous ne nous attendons pas encore à ce que la consommation soit fortement affectée. Les prix de l’énergie ont augmenté de 27 % depuis mi-juin, mais restent en baisse de 19 % sur un an, ce qui ne constitue pas encore un choc majeur. **La situation des ménages reste relativement saine, si l’on considère le revenu, l’emploi et le patrimoine.** À ce jour, la consommation a été soutenue par le rebond économique en cours depuis fin 2022, une réaccélération des liquidités, des transferts budgétaires persistants, l’effet de richesse (soutien des marchés au S1) et une décélération très progressive de l’emploi et des salaires. De ce fait, les dépenses discrétionnaires se sont maintenues. Les enquêtes auprès des consommateurs et les données à haute fréquence ne semblent pas annoncer de changement imminent. Nous anticipons une évolution ultérieure des comportements de dépenses, mais davantage sous l’effet des taux plus élevés et de la diminution des aides budgétaires qu’en raison des prix de l’énergie.

**Pour conclure, nous estimons que, dans notre scénario de référence qui table sur une hausse transitoire des prix, l’impact sur la consommation restera marginal à moins que le baril de Brent n’atteigne au moins 110 dollars.** Bien qu’encore gérable à ce stade, la flambée des prix du pétrole nous semble avoir davantage d’incidences sur l’inflation, les taux ou les marges des entreprises, que sur la consommation.

Cette analyse porte sur les États-Unis. La situation de l’UE est différente, vu le contexte sur le front du gaz naturel, et tous les ingrédients sont réunis pour que l’impact sur la consommation soit plus important : choc d’offre significatif et forte augmentation des prix sur fond d’absence d’autosuffisance énergétique, bien que partiellement atténuée par les subventions budgétaires.





**MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE  
ET STRATÉGIE**

par l'Amundi Investment Institute



# La remontée des prix du pétrole ravive les craintes d'inflation



**Mahmood PRADHAN**

Responsable Macroéconomie -  
Amundi Investment Institute



**Annalisa USARDI, CFA**

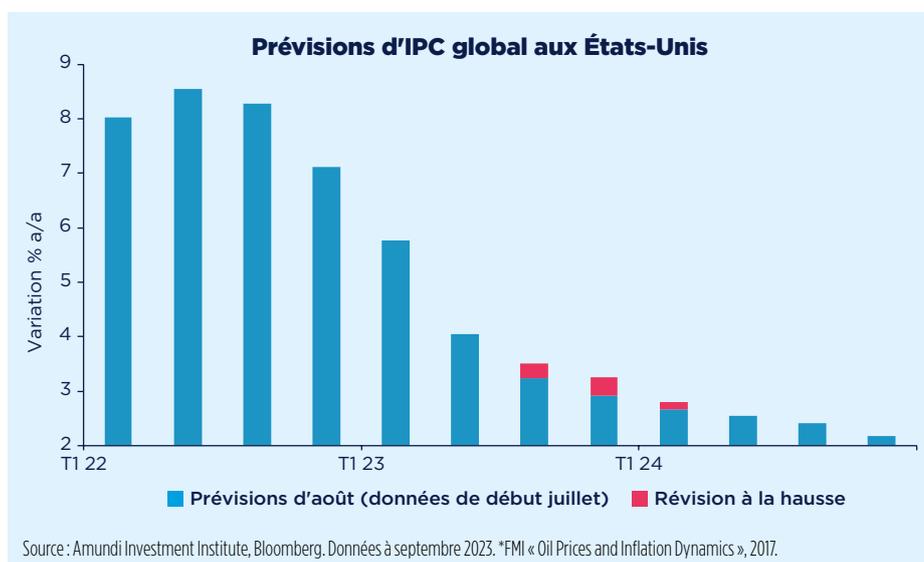
Économiste senior -  
Amundi Investment Institute

L'inflation décélère dans les pays avancés, avec toutefois une persistance de l'inflation des services. **Mais le rebond des prix du pétrole** – environ 30 % au cours des deux derniers mois – **pourrait considérablement freiner la désinflation et contribuer à maintenir les taux directeurs à un niveau plus élevé pendant plus longtemps.** L'impact d'une hausse des prix du pétrole dépend généralement de sa rapidité et de son ampleur ainsi que de la nature durable ou temporaire du choc.

**Une éventuelle révision en hausse de la trajectoire de l'inflation dépendra de la réaction de la politique monétaire :** les banques centrales s'accommoderont-elles des effets de second tour de la hausse des prix du pétrole ou les combattront-elles avec fermeté ? Selon le FMI\*, une augmentation de 10 % des prix du pétrole entraîne une hausse d'environ 0,4 % de l'inflation, dont l'impact dure en moyenne deux ans. Toutefois, depuis 2000, l'impact sur l'inflation s'est avéré nettement plus faible grâce à l'action de la politique monétaire pour en limiter la contagion.

**Nous considérons que le choc actuel est temporaire.** Les réductions d'offre de l'OPEP+ sont probablement à l'origine d'environ 60 % de la hausse des prix et la demande d'environ 30 % (faiblesse de la croissance mondiale). Un choc d'offre essentiellement négatif aurait tendance à augmenter l'inflation globale mais aussi, dans le même temps, à réduire le pouvoir d'achat des consommateurs. Ceci affectera la croissance et limitera, au final, les répercussions en termes d'inflation. La politique monétaire étant déjà restrictive, nous ne nous attendons pas à ce que les pressions sur la demande s'accommodent de la hausse des prix du pétrole.

Pourtant, historiquement, les chocs pétroliers ont parfois perduré, entraînant une persistance de l'inflation. **Le plus grand risque est que cela déclenche un nouveau cycle d'augmentation des salaires, se répercutant ensuite sur les autres prix.** Même si nous ne pensons pas que les prix du pétrole resteront durablement au-dessus de 90 dollars (hypothèse pour nos prévisions), ils pourraient avoir un certain impact en contribuant au maintien des taux directeurs à un niveau plus élevé pendant plus longtemps. Indépendamment de notre conviction quant à la persistance de ce choc, l'inflation globale restera plus élevée à court terme. Toutefois, nous continuons de penser que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente se rapprocheront graduellement des objectifs de la banque centrale d'ici fin 2024.





## Le virage de Pékin est-il adapté ?

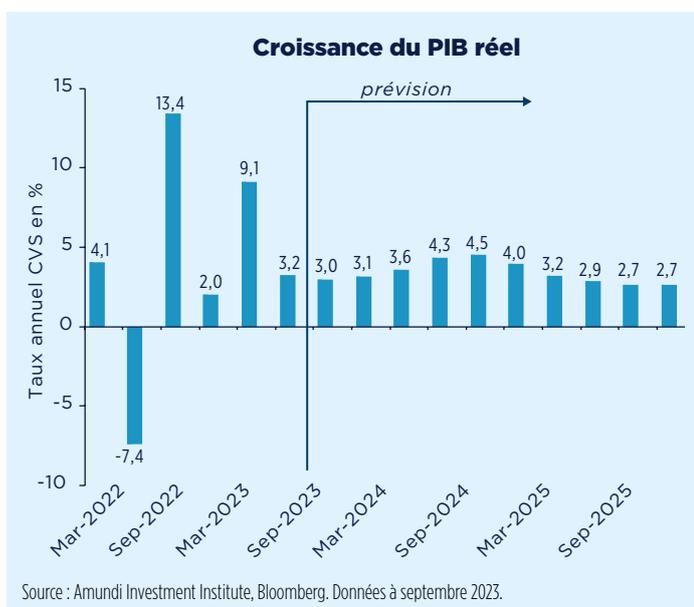


**Claire HUANG**

Macrostratège Senior,  
Marchés émergents –  
Amundi Investment  
Institute

Depuis fin août, Pékin a commencé à mettre en œuvre des mesures de relance, invitant les grandes villes et les autorités de régulation financière à assouplir leur politique en matière de logement. **Nous nous attendons à des gestes supplémentaires, qui pourraient inclure la suppression totale des restrictions d'achat dans davantage de villes, ainsi qu'une augmentation des émissions d'obligations des gouvernements locaux.** Si ces décisions sont susceptibles de permettre à l'économie de se rétablir au T3 et de repartir doucement à la hausse en 2024 elles ne sont pas suffisantes pour que nous révisions à la hausse nos prévisions. La Chine reste dans une phase de ralentissement séculaire, qui est essentiellement fonction du rythme et de l'ampleur de la dégradation du secteur de l'immobilier. De notre point de vue, cette trajectoire persistera pendant encore un an ou deux avant de se stabiliser.

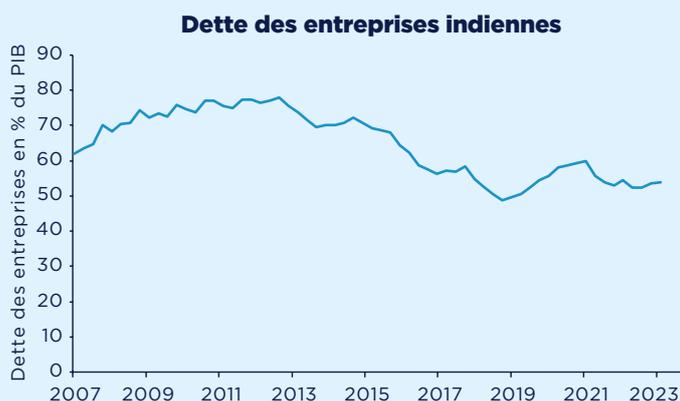
“ *Les mesures prises sont trop timides face au caractère durable du ralentissement.* ”



## INDE

### Inde : un cycle industriel vigoureux

Malgré un ralentissement par rapport au rythme très élevé actuel (6,5 % en glissement annuel pour l'exercice 2024), **l'Inde devrait conserver un potentiel de croissance important, de l'ordre de 5 % à 5,5 % dans l'avenir proche.** La vigueur de la production industrielle, notamment dans le domaine des infrastructures et des biens d'équipement, ouvre la voie à un cycle d'investissement nécessaire, qui fait défaut depuis de nombreuses années. De plus, après une légère augmentation durant la pandémie, les entreprises ont progressivement réduit leur endettement (53,8 % du PIB en mars 2023). **La demande des ménages, malgré un redressement, n'a pas encore retrouvé ses niveaux pré-Covid,** en particulier dans



le secteur rural, et les derniers chiffres de l'inflation (6,8 % en glissement annuel en août, ce qui est bien supérieur aux objectifs de la RBI – la banque centrale Indienne) ne sont pas très favorables à la consommation. **L'inflation devrait progressivement baisser pour revenir dans la fourchette cible d'ici 2024** et la RBI ne devrait pas s'attarder sur les chiffres récents et maintenir l'orientation neutre de sa politique monétaire.



**Alessia BERARDI**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique – Amundi Investment Institute

“ *Le cycle industriel est de retour, soutenu par les infrastructures et les biens d'équipement.* ”



## Aperçus macroéconomiques



Si des facteurs défavorables pèseront sans doute sur la consommation au T4 2023, l'économie américaine devrait rester résiliente grâce à des fondamentaux toujours favorables à la demande intérieure, avant d'en-tamer un ralentissement plus important en 2024, quand le resserrement des conditions monétaires et financières freinera l'économie. L'inflation restera orientée à la baisse, mais, compte tenu de la récente flambée des prix du pétrole, l'inflation globale se maintiendra probablement au-dessus de 3 % jusqu'à la fin de l'année.



Dans le cadre d'un scénario de croissance molle en Europe, nous nous attendons à ce que la demande extérieure se modère tandis que la demande intérieure restera pénalisée par le resserrement des conditions monétaires et financières pendant plusieurs trimestres. Une reprise tardive de la croissance des salaires réels pourrait freiner la consommation. L'inflation restera orientée à la baisse, avec un risque haussier du fait du récent rebond des prix du pétrole ; l'inflation sous-jacente restera supérieure à l'inflation global pendant plusieurs trimestres avant de converger vers l'objectif d'ici à la fin de l'année prochaine.



Nous tablons sur une croissance étale de l'économie britannique, à mesure que le resserrement monétaire ralentit la demande intérieure parallèlement à l'affaiblissement de la croissance extérieure. Une récession est peu probable, mais le risque augmente avec la montée des prix du pétrole et de l'énergie, qui pourrait exercer de nouvelles pressions inflationnistes et pousser la BoE à resserrer sa politique. Nous nous attendons à ce que l'inflation décélère, mais les données récentes montrent que l'inflation sous-jacente persiste et que la croissance soutenue des salaires constitue un risque haussier à court terme.



Les statistiques économiques japonaises de l'été ont été mitigées. Le secteur manufacturier est confronté à la baisse de la demande à l'export, tandis que le secteur non manufacturier dépend principalement des visiteurs étrangers. Nous continuons d'anticiper une légère contraction de l'économie aux T3 et T4, due, en grande partie, au secteur extérieur. L'inflation s'est modérée en termes séquentiels. Toutefois, l'IPC sous-jacent a augmenté de 0,8 % au T3, soit 3,1 % en rythme annuel, au-dessus de l'objectif de 2 % fixé par la BoJ. Ceci ouvre la voie à une normalisation monétaire plus marquée.



L'économie hongroise n'est pas encore sortie de la récession. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2023 et 2024, de -0,4 % à -0,8 % et de 2,5 % à 2,1 % en glissement annuel, respectivement. La consommation des ménages ne s'améliorera que progressivement car l'inflation restera supérieure à 10 % jusqu'à la fin de l'année. La faiblesse des investissements privés et des exportations continuera à peser sur la croissance (maintien du blocage des fonds de l'UE, prolongation des mesures budgétaires exceptionnelles, baisse de la demande extérieure et augmentation des importations).



La Pologne a enregistré un T2 très négatif en termes de croissance (-1,45% en glissement annuel). Nous avons revu à la baisse nos prévisions pour 2023 de 0,8 % à 0,5 % en glissement annuel cette année, mais avons maintenu inchangées nos prévisions pour 2024 à 2,3 % en glissement annuel. La consommation des ménages devrait continuer à augmenter à partir du T3 en raison du soutien budgétaire important et de l'assouplissement monétaire. L'investissement privé continuera d'augmenter, mais les exportations nettes pourraient freiner la croissance. L'issue des élections de mi-octobre étant incertaine, les risques pour la croissance en 2024 sont importants.



Le budget préélectoral 2024 du président mexicain López Obrador ajoutera du carburant à une économie déjà en bonne forme. Le déficit primaire procyclique est le plus important depuis de nombreuses années et permettra à l'économie de poursuivre une croissance supérieure à son potentiel l'année prochaine (à moins que l'économie américaine ne s'effondre), de maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif dans l'avenir prévisible et de maintenir les taux de la Banque du Mexique à un niveau élevé pendant une période prolongée. La trajectoire d'assouplissement ne devrait pas commencer avant la fin du T2 2024 (après les élections générales du 2 juin).



L'activité économique du Brésil a ralenti tout en faisant preuve de résilience et a bénéficié d'un choc d'offre positif dans le secteur agricole et de la solidité du marché de l'emploi. La hausse de l'inflation annuelle est essentiellement imputable à des effets de base défavorables et s'atténue en termes séquentiels. La Banque centrale du Brésil a continué à réduire progressivement ses taux directeurs, les prévisions d'inflation et les risques budgétaires n'étant que partiellement stabilisés malgré la présentation par l'administration Lula d'un budget équilibré pour l'année prochaine.

# Trajectoire du cycle d'assouplissement : l'inflation inquiète toujours

## Marchés développés

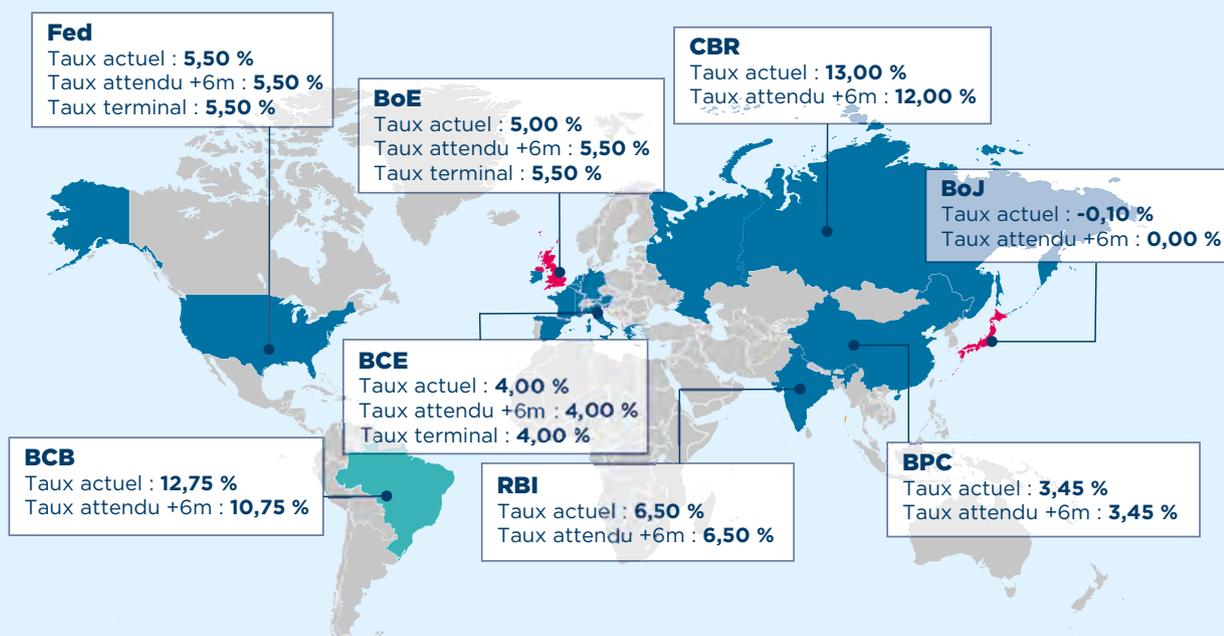
Le dernier FOMC (Comité fédéral de l'open market) de la Fed a laissé les taux inchangés. Toutefois, la Fed a indiqué qu'elle pourrait continuer son resserrement en cas de persistance de la croissance au-dessus du potentiel. Son *dot plot*\* s'est ainsi révélé plus restrictif, annonçant désormais des taux directeurs élevés pour plus longtemps. L'économie américaine reste résiliente d'après la Fed, dont les prévisions de croissance ont été révisées à la hausse de 1,0 % à 2,1 % pour cette année et de 1,1 % à 1,5 % pour 2024. La plupart des membres du FOMC restent restrictifs et la flambée des prix du pétrole renforce également les craintes quant à l'inflation.

Contrairement à la plupart des anticipations, la BCE a augmenté ses taux de 25 pb lors de sa dernière réunion, mais a délivré un message accommodant, suggérant que le taux terminal a probablement été atteint. La BCE a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour 2023 et 2024, reconnaissant que le resserrement monétaire se répercute sur l'économie réelle de manière plus forte et plus rapide que lors des cycles précédents. En parallèle, l'inflation est toujours considérée comme trop élevée depuis trop longtemps, ce qui va dans le sens de taux durablement plus élevés.

## Marchés émergents

En septembre, les conditions financières mondiales ont continué de se resserrer sous l'impulsion du nouveau discours de la Fed annonçant des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps. Ceci a pesé sur les **devises émergentes, augmentant les risques inflationnistes dans ces marchés** par le biais des importations et compliquant potentiellement la tâche de leurs banques centrales. Cependant, **nous continuons de tabler sur la poursuite du cycle d'assouplissement dans les émergents**, d'autres banques centrales rejoignant bientôt les pionniers en Amérique latine, en Europe de l'Est et, plus tard, en Asie. Cela dit, les conditions financières mondiales, ainsi qu'une trajectoire désinflationniste moins rapide, devraient inciter à une plus grande prudence quant à la vitesse des baisses de taux. Les pays émergents sont, pour la plupart, loin de risquer un *taper tantrum*, car les déficits courants sont, dans de nombreux cas, financés par des investissements directs étrangers adéquats et les banques centrales ont prouvé leur détermination à maîtriser l'inflation avec leur récent cycle de hausses agressives des taux. Toutefois, **au vu du contexte mondial, les banques centrales des émergents ne devraient pas se montrer trop complaisantes vis-à-vis de la dynamique des prix ou des anticipations d'inflation.**

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



Source : Amundi Investment Institute, au 4 octobre 2023. La prévision par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Institute quant aux taux directeurs, sur la base des orientations prospectives et des communiqués des banques centrales. Le dot plot (graphique à point) de la Fed indique où chaque membre du FOMC prévoit que les taux directeurs Fed Funds se situeront à un horizon donné.

## DATES CLÉS

**26 octobre**  
Réunion du Conseil  
des gouverneurs  
de la BCE

**1<sup>er</sup> novembre**  
Réunion du Comité fédéral  
américain de l'open market  
(FOMC)

**2 novembre**  
Réunion du comité  
de politique monétaire  
de la BoE



## Droits de douane de l'UE sur les VE chinois : rien n'est certain



**Anna ROSENBERG**

Responsable Géopolitique –  
Amundi Investment  
Institute

Après l'annonce récente par Ursula von der Leyen, présidente de la Commission européenne, de l'ouverture d'une enquête sur les subventions chinoises aux fabricants de véhicules électriques, **on s'attend désormais à ce que l'UE impose des droits de douane sur ces véhicules. Cette conclusion est prématurée.** Tout d'abord, le discours de Mme von der Leyen était un discours de campagne. Les élections européennes auront lieu en juin prochain et il est probable qu'elle brigue un nouveau mandat. Son message avait donc probablement plusieurs visées : montrer sa fermeté vis-à-vis de la Chine pour s'assurer le soutien des États-Unis ; démontrer que, bien qu'allemande, elle est prête à aller à l'encontre des souhaits de l'industrie automobile de son pays (fortement exposée au marché chinois) et, enfin, signaler ses intentions pour le prochain mandat, à savoir, développer une politique industrielle pour préparer l'Europe à la prochaine phase de concurrence entre les États-Unis et la Chine. **Concernant le calendrier et la probabilité d'hypothétiques droits de douane, rappelons que l'enquête pourrait durer plusieurs mois.** Des droits provisoires pourraient, au plus tôt, être mis en place d'ici 9 mois, soit, probablement, quand la nouvelle commission sera en place (à l'automne prochain). Quant à leur montant, des enquêtes antérieures similaires ont débouché sur des droits de l'ordre de 10 % à 20 %. Les taxes actuelles sur les voitures électriques sont de 10 % ; les droits américains sur les véhicules électriques chinois sont de 27,5 %. **Concernant la probabilité de leur mise en œuvre, il faudra compter avec une forte opposition de la part de l'industrie allemande.** Par ailleurs l'issue de l'enquête n'est pas certaine, les analystes automobiles estimant que le secteur n'est plus tellement subventionné. Rappelons que si la Commission souhaite vraiment introduire des droits de douane, il est difficile pour un État membre de s'y opposer. Cependant, il est peu probable que la Commission aille à l'encontre des intérêts de la France et de l'Allemagne.

*“ Il est prématuré d'anticiper des droits de douane sur les véhicules électriques chinois. ”*



## Compromis difficile sur les règles budgétaires de l'UE



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la  
Recherche sur les  
politiques macroécono-  
miques - Amundi  
Investment Institute

Lors de la dernière réunion de l'Ecofin (le 16 septembre), tous les ministres de l'UE se sont mobilisés pour parvenir à un accord avant la fin de l'année sur une réforme du pacte de stabilité et de croissance. **Selon la présidence espagnole, un consensus technique sur 70 % des propositions de la Commission européenne a déjà été atteint.** Les 30 % restants nécessitent en revanche de difficiles négociations politiques (actuellement en cours), en particulier entre la France et l'Allemagne. Pour résumer, la France veut

une capacité budgétaire commune pour financer certains investissements tandis que l'Allemagne veut des règles contraignantes en matière de dépenses.

**Un « juste équilibre » doit être trouvé entre la réduction de la dette publique et les investissements et incitations nécessaires pour mener à bien les réformes structurelles.** L'UE a également besoin (i) de critères de réduction de la dette compatibles avec la croissance, (ii) de mécanismes garantissant le respect des règles, et (iii) d'un cadre budgétaire permettant de financer les investissements nécessaires. Enfin, les réponses doivent être adaptées aux spécificités de chaque État membre et tous les pays doivent être traités sur un pied d'égalité.

**Le problème de la réforme actuelle des règles budgétaires est qu'elle n'offre pas de solution à long terme pour financer les besoins d'investissement considérables de l'UE.** En effet, pour l'heure, moins de 30 % du fonds NextGenerationEU a été mobilisé. Toutefois, il est peu probable que ce financement soit étendu tandis que l'investissement privé est toujours pénalisé par l'absence d'une véritable union bancaire et d'une union des marchés des capitaux.

*“ Sans progrès sur l'Union des marchés de capitaux, la transition énergétique sera retardée ”*

# Scénario central et scénarios alternatifs



Prob. 20%

## SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial

- L'aggravation de la guerre en Ukraine compromet le commerce des matières premières.
- Protectionnisme et représailles.

- L'inflation sous-jacente persistante entraîne un resserrement des conditions financières.
- Hausse plus importante que prévu des taux des BC.
- Stress financier.
- Deux scénarios secondaires avec des trajectoires de taux différentes :  
1 – Récession modérée : les risques d'inflation peuvent encore prévaloir, et  
2 – Récession forte : fortes baisses de taux dès le S1 2024. Le second est le plus probable.

- Risque plus étendu de récession (croissance mondiale bien inférieure à 2 %).

- Report des mesures de transition climatique : de nouveaux chocs climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement.

Prob. 70%

## SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale

- Ukraine-Russie : une désescalade reste probable dans les six prochains mois.
- Tensions entre les États-Unis et la Chine.
- Protectionnisme et relocalisations dans des pays proches.
- L'OPEP+ impose un plancher aux prix du pétrole.

- Ralentissement progressif de l'inflation ; l'inflation sous-jacente persiste, s'approche de la cible d'ici fin 2024.
- BC des MD : statu quo, pas de baisse de taux avant juin 2024. Taux plus élevés pendant plus longtemps.
- Retour des Fed funds à 3,75 % d'ici fin 2024 (-150 pb) dans la foulée de la désinflation. BCE : pas de baisse des taux avant mi-2024.
- De nombreuses BC de ME ont atteint leur taux maximum. Baisse attendue dans certains pays (Amérique latine...).
- Politiques budgétaires très différentes d'un pays à l'autre. Resserrement budgétaire dans l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, loi sur les semi-conducteurs) pourrait continuer à soutenir la croissance en 2024. Marge budgétaire limitée dans les ME sur fond de prudence. Mesures budgétaires modérées en Chine pour contenir le ralentissement.

- Le ralentissement mondial est de plus en plus synchronisé : croissance très anémique en Europe (avec des risques de récession croissants), récession superficielle aux États-Unis au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.
- Le durcissement des conditions de crédit aura un impact sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres.
- L'écart de croissance reste favorable aux ME en 2024.

- Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.

Prob. 10%

## SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique

- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.
- Baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation.

- Statu quo des BC, taux directeurs plus élevés pour plus longtemps.

- En cas de forte désinflation cyclique, nous pourrions assister à un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024.
- Scénario de type FMI ou BCE.

- Les mesures contre le changement climatique et la transition énergétique sont des priorités, coordonnées entre régions.

## Risques pesant sur le scénario central

← ÉLEVÉE PROBABILITÉ BASSE →

Impact de marché

+

-

	20%	20%	20%	15%
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Forte récession des bénéficiés	Risques macro financiers déclenchés par un durcissement des conditions de crédit et de liquidité	Pressions stagflationnistes persistantes (É.-U./Europe)
+	Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour le cash, le JPY, l'or, la qualité vs croissance, les défensives vs cycliques.	Positif pour les UST, le cash et l'or.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.
-	Négatif pour le crédit, les actions et les ME.	Négatif pour les actions risquées et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour le crédit.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

Source : Amundi Investment Institute, au 22 septembre 2023. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.

# Indicateur Mood ON Mood OFF (MoMo)



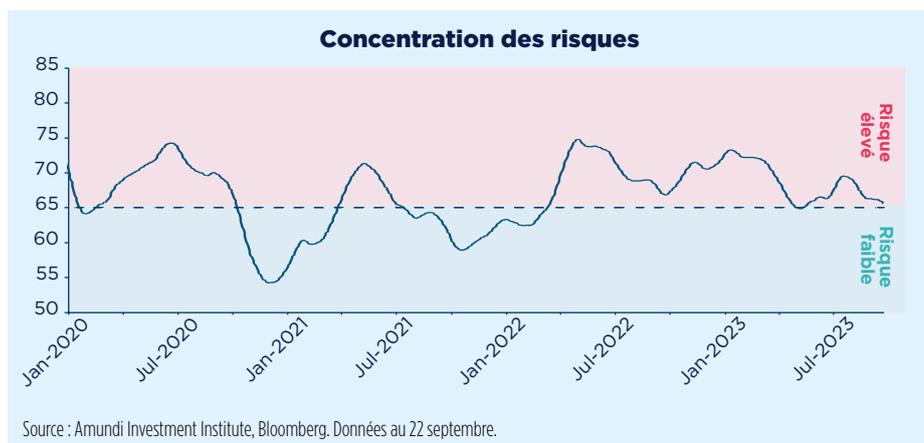
**Lorenzo PORTELLI**

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

“Lorsque les marchés sont très volatils, les investisseurs doivent évaluer leur exposition au risque de manière dynamique.”

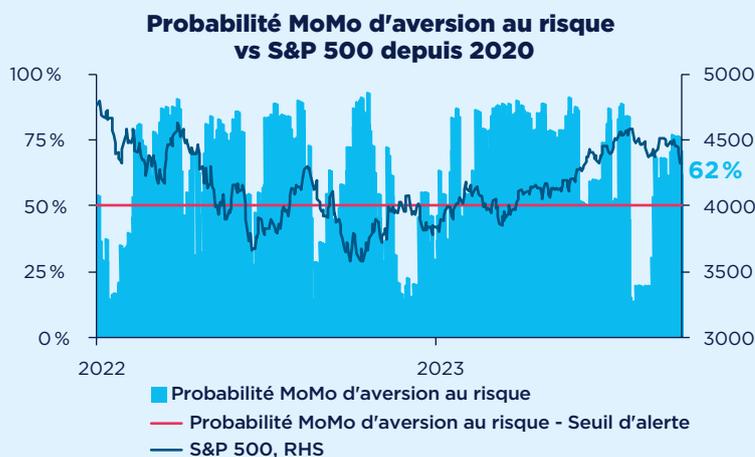
## À quoi sert le modèle ?

- **Le principe** : MoMo est l'outil d'Amundi Investment Institute (All) qui mesure les données à très haute fréquence portant sur l'appétit et l'aversion pour le risque. **Son principal objectif est l'identification du meilleur moment pour prendre position sur des actifs risqués.**
- **Configuration du modèle** : l'indicateur suit une approche en deux temps. Dans un premier temps, une **analyse des corrélations entre actifs** (intégrant les actifs les plus sensibles au risque) permet d'évaluer le niveau de **concentration des risques** (un signe de hausse des risques systémiques, voir le graphique ci-dessous). Dans un deuxième temps, afin d'optimiser le timing, des overlays tactiques supplémentaires évaluent les tensions à court terme en se fondant surtout sur les flux institutionnels, les tensions sur le crédit et la dynamique du marché des changes.
- **Résultats du modèle** : l'indicateur MoMo mesure la probabilité de se retrouver dans un environnement d'aversion au risque (Risk Off). Il utilise des **algorithmes de reconnaissance des schémas pour classer les indicateurs tactiques sur la base des données historiques** : plus les variables rappellent les périodes de tension passées, plus la probabilité de se trouver dans un scénario d'aversion au risque est élevée. Cette probabilité d'aversion au risque est ensuite utilisée pour déterminer des stratégies overlay tactiques d'appétit/aversion au risque. Plus la probabilité d'aversion au risque est élevée, plus l'exposition au risque sera faible.



## Quels sont les signaux actuels ?

- Depuis la mi-août, **l'indicateur MoMo n'a cessé de préconiser une diminution du budget de risque dans l'allocation d'actifs.**
- Les principaux déterminants de ce signal sont la concentration élevée des risques et le fait que les investisseurs institutionnels vendent le risque, tandis que les autres indicateurs à haute fréquence se répartissent entre la neutralité et une position plus favorable au risque.
- **La probabilité actuelle d'aversion au risque est de 62 %, invitant à adopter un positionnement défensif.**



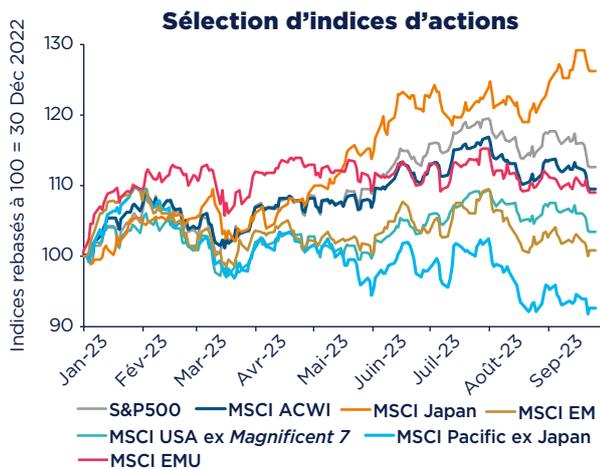


# Les marchés actions en graphiques

## Marchés développés

### Correction depuis la hausse de la Fed en juillet

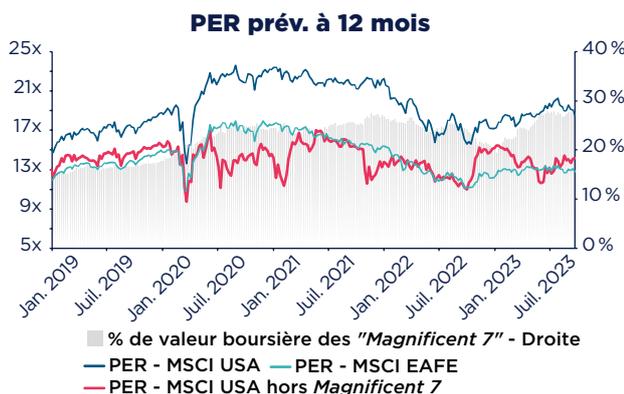
L'UEM est sans tendance depuis février. Les États-Unis ont progressé en cumul annuel, mais ont été plus volatils et, excepté les *Magnificent seven*\*, ont fait à peine mieux que les ME.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au lundi 25 septembre 2023. \*Amazon, Apple, Google (Alphabet), Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla.

### Valorisations : MSCI USA vs. *Magnificent 7*

Si l'on exclut les *Magnificent 7* (27 % de la capitalisation du MSCI USA), le ratio cours/bénéfice des États-Unis est nettement plus en ligne avec celui du MSCI EAFE, même s'il est plus cher.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au lundi 25 septembre 2023. La région MSCI EAFE couvre les pays développés en Europe, en Australasie, en Extrême-Orient et Israël.



**“Les valorisations des mégacapitalisations américaines sont de plus en plus scrutées.”**

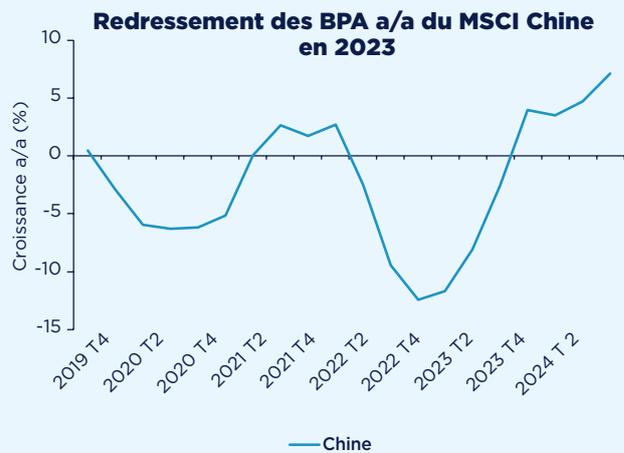
**Éric MIJOT**

Responsable de la Stratégie Actions, Amundi Investment Institute

## Marchés émergents

### Rebond des bénéfices chinois : bon pour les ME

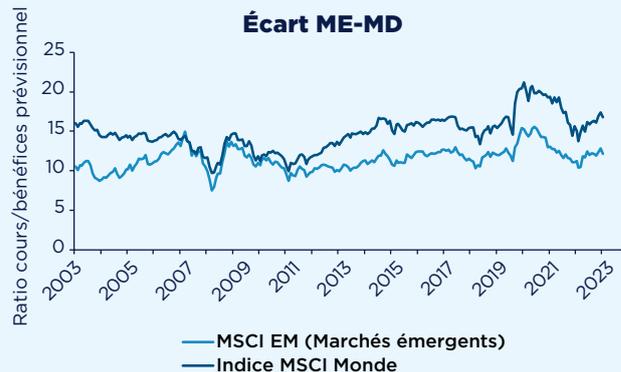
La saison de publication du T2 2023 s'est achevée sur des chiffres négatifs pour les ME. Toutefois, nos prévisions de croissance des bénéfices par action (BPA) à 12 mois restent assez positives, grâce à la reprise en Chine.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données à fin septembre 2023.

### PER : creusement de l'écart entre ME et MD

Les marchés émergents mondiaux restent bon marché en termes de ratio cours/bénéfice à 12 mois par rapport aux marchés développés. L'écart qui s'est creusé au cours des dernières années est aujourd'hui assez important.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au jeudi 31 août 2023.

**“Après des résultats en baisse au T2 2023, les prévisions de croissance des BPA à 12 mois restent positives grâce à la Chine.”**



**Alessia BERARDI**

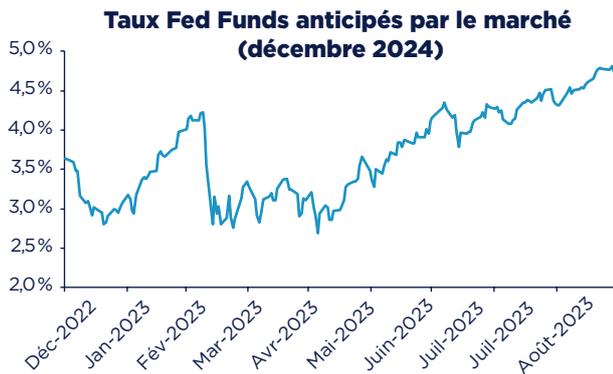
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Investment Institute

# Les marchés obligataires en graphiques

## Marchés développés

### Vers des taux plus élevés plus longtemps

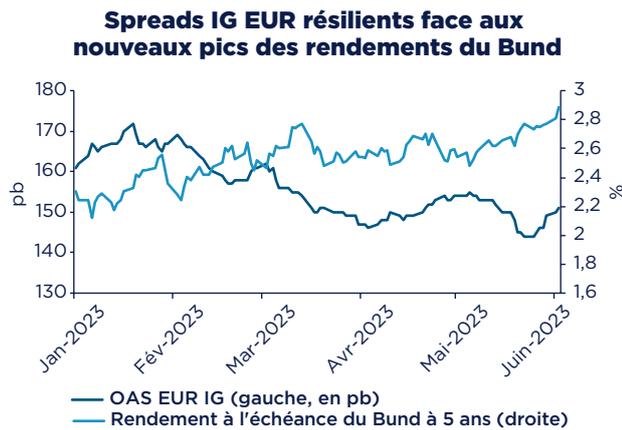
L'atterrissage en douceur intégré par les marchés, ainsi que la révision en hausse du *dot plot* de la Fed, ont entraîné une augmentation des taux d'intérêt implicites pour 2024, d'où la montée des rendements obligataires.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au vendredi 29 septembre 2023.

### Spreads résilients face à la volatilité des taux

Les obligations d'entreprise IG en EUR ont bien résisté à la récente hausse du rendement du Bund grâce à une demande persistante ciblant non seulement les spreads, mais plus encore le rendement absolu.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au vendredi 29 septembre 2023. YTM : rendement à l'échéance. OAS : Option Adjusted spread (ou Ecart ajusté en fonction des options).



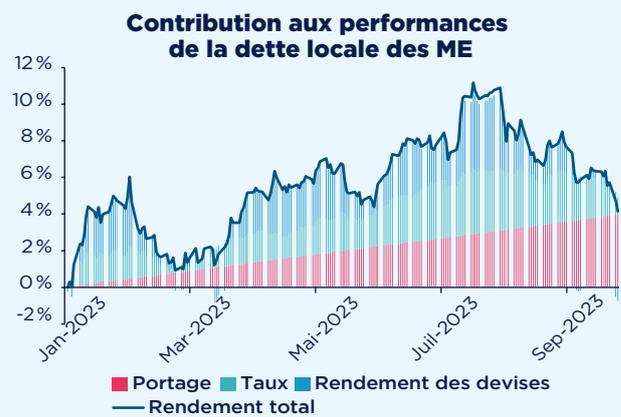
**“La révision à la hausse du dot plot de la Fed a soutenu la montée récente des rendements obligataires.”**

**Valentine AINOUS**  
Responsable de la Stratégie Taux  
- Amundi Investment Institute

## Marchés émergents

### Dettes ME devise locale : positive sur l'année

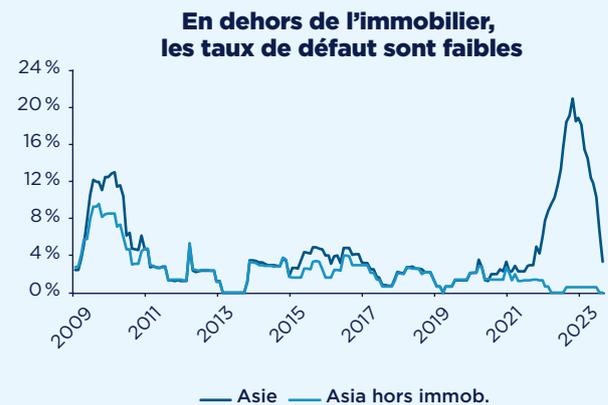
La performance des obligations en devise locale des ME a été positive en cumul annuel, grâce notamment à la contribution du portage et des courbes. La contribution positive des devises s'est récemment évanouie.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au mardi 26 septembre 2023.

### HY en Asie (hors immobilier) : peu de défauts

Le taux de défaut du haut rendement asiatique (indice BOFA) est d'environ 3,36 % et se concentre sur le secteur immobilier chinois.

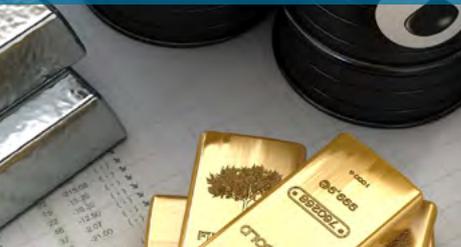


Source : Amundi Investment Institute, BOFA. Données au jeudi 31 août 2023.



**“La contribution positive des changes a disparu, mais la dette en devise locale des marchés émergents reste positive.”**

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



# Les stratégies *global macro* à la croisée des chemins



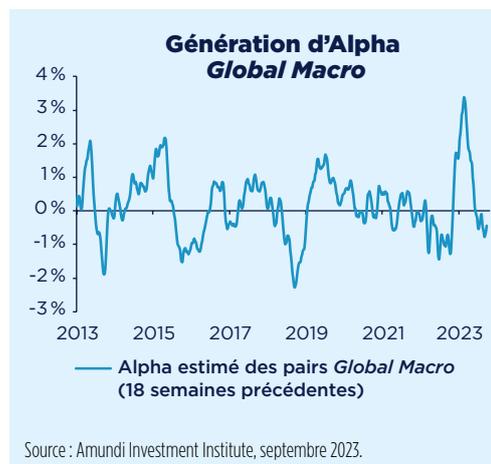
**Jean-Baptiste BERTHON**

Macro Stratégiste Senior,  
Recherche Cross Asset – Amundi  
Investment Institute

*“La liquidité mondiale devrait se resserrer à nouveau, une bonne nouvelle pour les gérants *Global Macro*.”*

L'environnement a été défavorable pour les gérants top-down depuis le début de l'année, en raison d'une succession de retournements économiques, du manque de direction des marchés, de nombreux faux départs, du contexte difficile sur les actions, d'une volatilité obligataire extrême et des fortes variations des corrélations entre actifs. **La liquidité mondiale a également accéléré après la crise de la SVB – rarement une bonne nouvelle pour les gérants top-down car générant des anomalies et altérant la différenciation des actifs.** Ces phases de mutation macroéconomique, marquées par le manque de visibilité et la multiplication des surprises, sont difficiles à traverser pour ces styles de gestion.

L'alpha accumulé jusqu'en début 2023 a ensuite été effacé, les opportunités se concentrant sur les marchés obligataires. Les gérants restent prudents et positionnés pour une dégradation. La liquidité devrait se resserrer à nouveau et les banques centrales atteignent le pic de leur cycle. Aussi, les fondamentaux attirent davantage l'attention alors que les opportunités de tendances reviennent progressivement, ce qui permettra à la toile de fond de redevenir plus favorable.

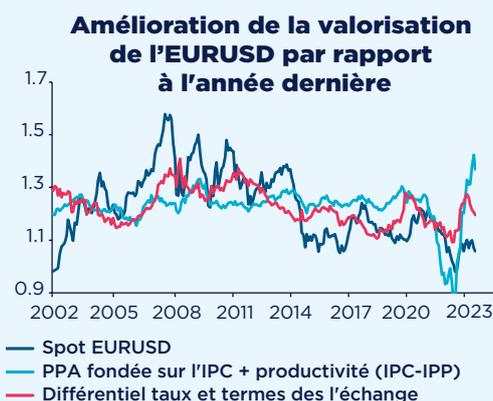


## CURRENCIES

# Les incertitudes quant à l'action de la Fed soutiennent l'USD

L'inflation américaine ayant surpris à la hausse en août, les marchés intègrent de nouveau la nécessité pour la Fed de provoquer une récession (taux plus élevés pendant plus longtemps, les taux réels étant à l'origine de l'essentiel de l'évolution des rendements américains). **Ce contexte est favorable au dollar, car les actions et les obligations sous-performent et il y a peu d'alternatives au billet vert dans la recherche de diversification.** Cette tendance pourrait se poursuivre à court terme,

mais nous continuons à penser que la marge d'appréciation du dollar est limitée. Contrairement à l'année dernière, les fondamentaux hors États-Unis se sont considérablement améliorés et **nous considérons que les incertitudes persistantes concernant la Fed sont le seul facteur crédible de maintien de la prime de risque.** Tout élément confirmant que la Fed en a fini avec le resserrement monétaire (baisse de l'inflation ou preuves d'un ralentissement américain) devrait se traduire progressivement par une baisse du dollar.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au samedi 30 septembre 2023.



**Federico CESARINI**

Responsable FX Marchés Développés,  
Stratégiste Recherche Cross Asset –  
Amundi Investment Institute

*“Cette tendance pourrait se poursuivre à court terme, mais nous continuons de penser que la marge d'appréciation du dollar est limitée.”*



# GLOBAL INVESTMENT VIEWS



# Les rendements obligataires sont attractifs alors que l'inflation se stabilise



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe

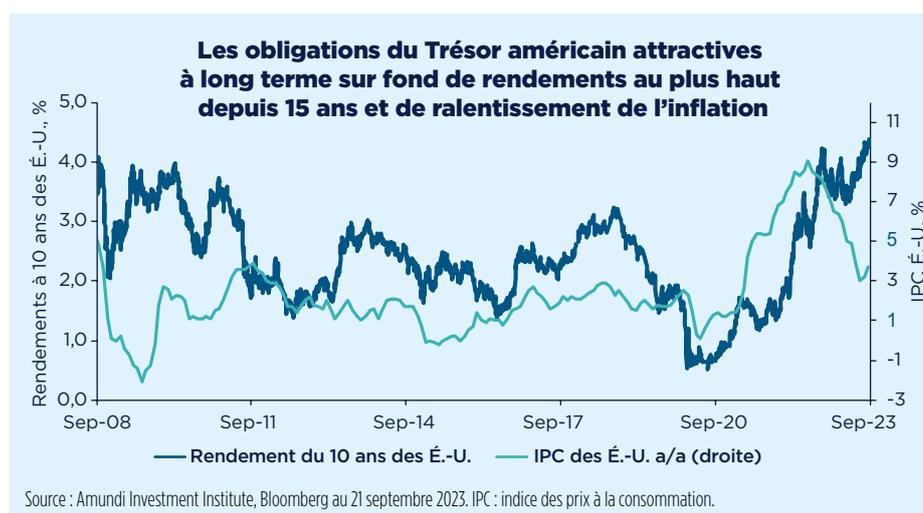


**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

Les marchés sont devenus attentistes à l'égard des actifs risqués depuis la fin de l'été, mais continuent d'intégrer un scénario d'atterrissage en douceur dans lequel l'inflation continue de baisser sans dommages pour la croissance économique. Nous pensons que l'inflation va décélérer, mais le travail des banques centrales n'est pas encore terminé alors qu'elles s'efforcent de trouver un équilibre entre le mantra « plus haut pour plus longtemps » et la croissance économique.

Le 10 ans américain a atteint des sommets inégalés ces 15 dernières années, les marchés continuant de considérer qu'il n'y aura pas de récession. Toutefois, nous pensons que les pressions sur la consommation américaine, sur la croissance et l'immobilier chinois, et sur l'Europe remettront en question ce scénario trop optimiste :

- **La résilience du consommateur américain, qui représente 70 % du PIB, tend à s'affaiblir** – L'effet du resserrement des conditions financières, de la diminution de l'épargne excédentaire des ménages et de la décélération des marchés du travail sera plus important que l'impact de toute impulsion budgétaire.
- **L'inflation va ralentir**, mais la hausse récente des prix de l'énergie et des coûts de production – notamment en Europe – pourrait avoir une incidence sur les anticipations d'inflation, qu'il convient de surveiller.
- **Difficultés politiques** – la dernière phase de la désinflation sera difficile à réaliser sans un ralentissement économique. Nous continuons à prévoir une légère récession aux États-Unis, à partir du S1 2024 et une croissance atone en Europe.
- **La Chine est un élément essentiel de la croissance mondiale** – Les politiques de relance chinoises ne modifient pas notre point de vue quant au ralentissement de la croissance, qui devrait affecter d'autres pays émergents. Toutefois, des pays comme l'Inde, l'Indonésie et le Brésil sont relativement protégés et devraient bénéficier du soutien de leur consommation intérieure.





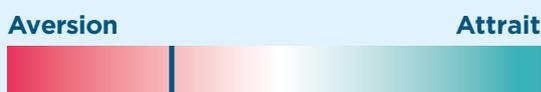
*“Nous restons méfiants à l’égard des valorisations exagérées. En effet, la tendance haussière des actifs risqués est due au rattrapage des retardataires plutôt qu’à une amélioration significative des perspectives de résultats.”*

Du point de vue de l’investissement, les thèmes suivants doivent être explorés :

- **Les perspectives économiques plaident pour une position cross asset légèrement prudente.** Nous sommes constructifs sur les obligations du Trésor américain, mais trouvons élevées les valorisations des actifs risqués, bien que l’écart se réduise légèrement. Toutefois, il ne faut pas, sous prétexte de prudence, ignorer les idées tactiques correspondant à des convictions à long terme. Les fondamentaux relativement meilleurs de l’IG européen nous ont permis un renforcement tactique de notre position, en ligne avec notre préférence pour les titres de bonne qualité. Le HY pourrait, en revanche, souffrir du contexte difficile pour les entreprises. Nous restons prudents sur les actions des marchés développés, mais, compte tenu de divergences importantes, nous voyons des opportunités sur les marchés émergents. Il convient de plus de maintenir les couvertures sur les obligations du Trésor américain et les actions et d’adopter une vue légèrement positive sur l’or à des fins de diversification.
- **Une sélection d’obligations souveraines présente de la valeur au vu des perspectives de baisse des taux de la Fed en 2024.** Nous sommes actifs et surveillons l’endettement public, le risque d’augmentation de l’offre de titres américains et celui d’un désengagement de la demande – notamment de la part du Japon. Nous sommes neutres sur l’Europe core, mais restons prudents sur le Japon. Le crédit IG est une source intéressante de revenu, tandis que les marchés du HY intègrent encore un scénario trop clément. Les segments moins bien notés, comme celui des titres CCC, connaissent des défauts croissants aux États-Unis et en Europe, ce qui nous incite à la prudence.
- **Hausse limitée des actions des MD ; le Japon ressort positivement** – Les bénéfices ont surpris lors de la dernière saison de publication et nous avons noté que le discours des dirigeants devenait plus prudent vis-à-vis de leurs chiffres d’affaires et plus cohérent avec notre vision mitigée de l’économie. Nous sommes défensifs sur les États-Unis et l’Europe, en particulier sur les valeurs de croissance et les grandes capitalisations. Nous voyons néanmoins d’un bon œil la value aux États-Unis et en Europe et sommes proches de la neutralité sur le Japon. Nous préférons, de manière générale, rester disciplinés et ne renforcer progressivement nos positions qu’une fois l’orientation économique confirmée.
- **Beaucoup de valeur à capter dans les ME via la sélection** – Nous sommes constructifs sur les marchés émergents par rapport aux marchés développés (à notations équivalentes), qu’il s’agisse d’obligations (en devises locales ou devises fortes) ou d’actions. Les émergents sont moins vulnérables qu’auparavant et leurs perspectives de croissance sont également meilleures. Toutefois, le ralentissement de la dynamique chinoise affectera certains pays et nous sommes conscients que tous les émergents n’ont pas la même solidité budgétaire. Nous apprécions le Brésil, le Mexique, l’Inde, l’Indonésie et les pays moins exposés au ralentissement chinois.



**Sentiment de risque global**



Les pressions sur la consommation et le resserrement des conditions de crédit aux États-Unis et dans l’Union européenne nous incitent à rester légèrement défensifs sur les actifs risqués.

**Changements du mois :**

- Cross asset : position ajustée sur certaines courbes de rendement et tactiquement positive sur l’IG européen.
- Obligations : gestion active sur l’ensemble des courbes ; neutre duration en Europe.
- Actions : vigilance sur les secteurs de la consommation en Chine.

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



## 1. Comment le ralentissement chinois affecte-t-il l'Inde ? Que pensez-vous de l'économie indienne ?

**L'Inde, par rapport à d'autres pays émergents, est moins exposée au ralentissement chinois.** De plus, sa dynamique économique, soutenue par la demande intérieure (consommation et investissement), reste assez solide. Nous avons ainsi revu à la hausse la croissance du PIB pour les années civiles 2023 et 2024, à 6,4 % et 5,8 % en glissement annuel, respectivement, contre 6,0 % et 5,5 %. La forte dynamique de croissance, reflétée par les prévisions de bénéfices optimistes, est en ligne avec les chiffres d'ensemble des marchés émergents (9 % contre 12 %).

### Conséquences en matière d'investissement

- Nous maintenons un positionnement positif sur les actions indiennes du fait des bonnes perspectives des bénéfices (avec des révisions plus favorables qu'en Asie), ce qui contribue à compenser des valorisations moins attractives.

## 2. Que vous inspire la récente flambée des prix du pétrole ? Pensez-vous qu'elle impactera l'inflation aux États-Unis ?

**Nous pensons que les prix du pétrole sont surévalués, mais ne le resteront pas beaucoup plus longtemps.** Notre objectif de cours pour le Brent reste donc entre 85 et 90 dollars le baril. Même s'ils devraient bientôt diminuer, les cours actuels ajoutent une incertitude malvenue. Si l'on tient compte des dernières évolutions des prix de l'énergie, l'IPC moyen pour 2023 passe de 4 % à 4,2-4,3 %. Nous attendons également une hausse de l'IPC au T1 2024. Même si l'impact sur l'IPC en glissement annuel est assez faible, la hausse continue des prix de l'énergie donne aux banques centrales un argument supplémentaire pour maintenir les taux plus élevés pendant plus longtemps.

### Conséquences en matière d'investissement

- Pétrole : prix du Brent ancré dans une fourchette de 85 à 90 dollars le baril.
- Objectif de cours du cuivre : 8 500 \$/t (à 3 mois), 8 700 \$/t (à 12 mois).

## 3. Que pensez-vous des valorisations d'un point de vue cross asset ?

**De notre point de vue, les niveaux actuels reflètent un scénario très favorable, plus optimiste que le nôtre.** Les valorisations des actifs risqués ne sont pas attractives, en raison du récent rebond des cours et de la détérioration des fondamentaux économiques. C'est notamment le cas pour les actions et le crédit HY, tandis que les valorisations du crédit IG semblent moins exagérées. Les obligations d'État semblent sous-évaluées, notre scénario central prévoyant que la Fed réduira ses taux plus que ne l'attendent les marchés en 2024.

### Conséquences en matière d'investissement

- Prudence sur les actions et le crédit HY.
- Privilégier les obligations d'État, le crédit IG et le cash.

**“Nous anticipons une inflation en baisse, mais supérieure aux cibles en 2024. Ce ralentissement ne sera pas linéaire. La récente flambée des prix du pétrole renforce l'incertitude, ce qui plaide pour un maintien des taux à un niveau plus élevé pendant plus longtemps.”**



**Monica DEFEND**

Directrice d'Amundi Investment Institute

# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-		La performance a été tirée par une poignée de grandes capitalisations aux valorisations très élevées. Nous pensons qu'elles ne tiennent pas compte des effets du ralentissement de la consommation et du resserrement des conditions financières sur la croissance, ce qui nous incite à rester défensifs.
	Actions US value	+		La divergence entre les titres value et le reste du marché persiste. Nous préférons les titres à prix attractifs et solides en termes de bénéfices, de pouvoir de fixation des prix et de bilans (secteurs de la banque et de l'énergie, notamment). Nous nous concentrons sur la durabilité des modèles d'entreprise.
	Actions US croissance	--		Les titres de croissance américains pourraient être pénalisés par les inquiétudes liées au maintien des taux « plus élevés pour plus longtemps » et par tout changement de sentiment, compte tenu du niveau déjà élevé des valorisations. Nous restons prudents.
	Europe	-/=		Les valorisations sont correctes, mais l'activité économique devrait être atone. Nous restons prudents et explorons les secteurs (banques de détail) à même de résister au ralentissement, de tirer parti de la hausse des taux et de maintenir des bilans solides. Nous évitons les entreprises tirées à la hausse par la seule euphorie des marchés, notamment sur le thème de l'IA, sans amélioration des bénéfices.
	Japon	=		L'amélioration de la gouvernance d'entreprise est un élément positif et nous apprécions les titres value susceptibles de bénéficier d'une légère augmentation des rendements. Nous sommes prudents quant à la vulnérabilité des exportations à la croissance mondiale.
	Chine	=	▼	Le pays s'oriente vers un nouveau modèle de croissance reposant moins sur la dette et davantage sur la consommation. Les mesures annoncées par le gouvernement pour soutenir l'immobilier devraient être positives à court terme, mais nous restons neutres en attendant d'en voir le plein effet.
	Marchés émergents hors Chine	=/+		Les valorisations et la croissance des bénéfices sont attractives à moyen terme. Le ralentissement chinois pourrait affecter certains ME. Il existe des opportunités au-delà de la Chine dans des pays comme l'Inde, l'Indonésie et le Brésil (prévisions de bénéfices et croissance intérieure solides).
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Nous sommes légèrement positifs sur la durée, en prévision des baisses des taux de la Fed en 2024 et d'une légère récession. Nous sommes néanmoins flexibles et tenons compte de l'inflation dans nos décisions. Nous restons actifs pour explorer les différentes échéances de la courbe des taux.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Les fondamentaux de l'IG sont solides, mais nous surveillons les ratios d'endettement et de trésorerie, en privilégiant les entreprises aux bénéfices et à l'endettement stables. Au niveau sectoriel, nous préférons les financières et recherchons les émissions attractives, avec un biais pour la qualité.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Nous percevons un risque de détérioration des fondamentaux dans le HY, notamment pour les émetteurs CCC, et sommes vigilants sur les défauts. Mieux vaut privilégier la qualité et éviter les segments très endettés, où l'augmentation des coûts de financement affectera les marges.
	Govies Europe	=		La BCE semble avoir atteint la fin de son cycle de hausse des taux, mais la maîtrise de l'inflation et des anticipations d'inflation reste sa priorité. Nous sommes neutres sur la durée, mais gérons activement cette position pour tenir compte des décisions à venir et de l'évolution de la croissance et de l'inflation.
	Obligations d'entreprises euro IG	=/+		Le sentiment est positif grâce à la vigueur récente du marché primaire et aux valorisations raisonnables. Les fondamentaux restent pour l'heure solides mais nous observons quelques signes de faiblesse. Nous apprécions les valeurs financières et les entreprises à faible effet de levier.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Le resserrement des conditions financières et les taux « plus élevés pour plus longtemps » seront davantage un handicap pour les segments de faible qualité. Nous sommes prudents sur l'énergie, les transports et l'immobilier et évitons les entreprises aux besoins de refinancement trop importants.
	Govies Chine	=		Le découplage entre États-Unis et Chine crée des opportunités de diversification sur la dette chinoise, mais il faut tenir compte du ralentissement à court terme et des mesures de soutien qui en découlent.
	Dette émergente en devise forte	=/+		La dette en devises fortes est correctement valorisée et offre un portage attractif. Nous privilégions les pays dont les finances publiques sont solides et nous intéressons aux titres HY, notamment à ceux de meilleure qualité, plus résistants au ralentissement économique mondial.
	Dette émergente en devise locale	+		Les rendements des obligations en devises locales ont légèrement augmenté et offrent des spreads attractifs. Nous préférons les pays à haut rendement offrant un bon portage et dont les perspectives de croissance compensent la forte volatilité et les risques géopolitiques.
AUTRES	Matières premières			Le pétrole a progressé grâce aux coupes de production de l'OPEP+, mais les prix ne devraient pas dépasser durablement notre objectif d'environ 90\$ (Brent). Plus l'OPEP réduit sa production aujourd'hui, plus elle libérera des capacités par la suite. Le facteur déterminant pour l'or sera la baisse des taux de la Fed (peu probable à court terme). Nous maintenons notre objectif à moyen terme à 2 000 \$/once.
	Marché des changes			Le dollar a bénéficié de la résilience de l'économie américaine, mais nous continuons à penser qu'il s'affaiblira à l'approche de 2024. Les surprises haussières d'inflation et le risque de Fed restrictive pourraient remettre en question notre point de vue, mais dans les deux cas, la probabilité est faible.



Opinion négative Neutre Opinion positive  
 ▼ Baisse par rapport au mois dernier  
 ▲ Hausse par rapport au mois dernier

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

# Chercher les opportunités sur le crédit et les courbes de rendement

Les marchés ont été maintenus dans une fourchette étroite par la résilience de l'économie américaine, les politiques monétaires et l'immobilier chinois. Aux États-Unis, la croissance a été soutenue par la vigueur de la consommation et des mesures budgétaires plus fortes qu'attendu, mais ces facteurs semblent s'estomper, incitant à la prudence. Quoiqu'il en soit, **les investisseurs doivent s'intéresser aux opportunités sur le crédit de qualité et les courbes de rendement.** Il faudra adopter une approche équilibrée, en utilisant le levier des pays émergents et en restant diversifié.

## Des idées à conviction forte

Les actions des pays développés, à commencer par les États-Unis, ont pour arrière-plan un marché du travail en perte de vitesse, des prix du pétrole plus élevés pénalisant les consommateurs et une augmentation des impayés. La croissance devrait également rester modérée en Europe en raison de la faiblesse du cycle industriel, tandis que le Japon est exposé au ralentissement mondial. Nous restons néanmoins positifs sur les émergents, compte tenu de l'amélioration des perspectives de certains pays d'Asie et d'Amérique latine.

Les valorisations des obligations du Trésor américain sont attractives compte tenu du ralentissement attendu. Nous anticipons également une pentification de la courbe des swaps canadiens. Par ailleurs, nous maintenons une opinion légèrement optimiste sur la duration européenne, les obligations suédoises et les BTP italiens, soutenus par la demande des particuliers et des émissions nettes négatives à court terme. Notre approche active nous a aussi permis de revoir à **la baisse notre opinion positive sur les Gilts, alors que nous ne sommes plus négatifs sur l'Australie,**

dont la banque centrale devrait s'abstenir d'augmenter trop ses taux. Nous restons en revanche défensifs sur les JGB.

En parallèle, l'inflation proche du pic dans la plupart des émergents et l'approche de la fin des hausses de taux nous permettent de rester optimistes sur les obligations de certains pays (Afrique du Sud, Indonésie, Mexique, etc.). **Nous maintenons une position prudente sur le HY américain, compensée par une opinion constructive sur l'IG européen,** pour assurer une position globalement neutre sur le crédit. L'IG reste très soutenu par la demande et il est difficile d'évaluer le timing de l'élargissement des spreads, malgré l'augmentation des défauts et l'évolution des notations. Les changes offrent de nombreuses opportunités dans les pays émergents comme développés. Nous restons constructifs sur la paire MEX/EUR pour profiter de son portage attractif, sur la paire BRL/USD et sur la paire INR/CNH en raison de l'évolution positive de l'économie indienne. Nous sommes négatifs sur la paire EUR/JPY. En revanche, face au GBP, nous sommes positifs sur l'EUR et le CHF.

## Risques et couvertures

L'incertitude entourant la croissance mondiale et l'inflation fait planer des risques sur les actions et les obligations. Nous pensons que les investisseurs doivent maintenir leur protection sur les obligations du Trésor américain et les actions. Au-delà des actifs financiers, l'or constitue une couverture intéressante en cas de forte récession ou de crise géopolitique. Son potentiel haussier nous semble limité, compte tenu de ses valorisations raisonnables et du positionnement « plus élevé pour plus longtemps » de la Fed.



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

*“Nous restons prudents sur les actifs risqués, mais cherchons à profiter des opportunités tactiques qui émergent, par exemple, dans l'IG européen, où les fondamentaux des entreprises sont meilleurs.”*

### Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel → Changement par rapport au mois dernier

		---	--	-	=	+	++	+++
Actions	MD			■				
	ME					■		
Crédit					→ ■			
Duration	MD					■		
	ME					■		
Pétrole					■			
Or						■		



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

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

# Priorité à la qualité des bénéficiaires et à la solidité des bilans



**Fabio DI GIANANTE**  
Responsable Actions  
(grande capitalisation)



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde



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

## Évaluation globale

À mesure que les marchés évaluent les perspectives économiques, nous constatons une baisse de la confiance des consommateurs aux États-Unis et en Europe, ainsi que des pressions sur les bénéficiaires. Les valorisations des actions (légèrement meilleures en Europe qu'aux États-Unis) ne sont pas en phase avec notre scénario et les performances sont tirées par une poignée de titres. Malgré cela, des poches de valeur persistent aux États-Unis, en Europe et dans les émergents. Notre priorité reste leur identification grâce à l'analyse fondamentale et ESG.

## Actions européennes

**Les taux élevés pèsent non seulement sur les consommateurs, mais aussi sur les entreprises et leurs rendements internes.** Dans ce contexte, nous restons prudents vis-à-vis de la consommation discrétionnaire (automobile, etc.) et des entreprises technologiques cycliques. Nous pensons cependant que l'écart entre les titres value et growth est important : nous voyons d'un bon œil l'énergie et les valeurs financières (banques de détail) qui affichent des bilans solides et des dividendes intéressants et qui profitent des taux d'intérêt élevés. En même temps, **il est en ce moment essentiel de combiner des entreprises cycliques de qualité et des entreprises défensives.** Parmi les cycliques, nous recherchons des industrielles se négociant à des prix attractifs par rapport à leur potentiel de bénéficiaires et qui facilitent la transition énergétique. À l'inverse, nous sommes prudents sur la tech et nous inquiétons des valorisations de certains titres portés par l'IA, compte tenu de la cyclicité de bon nombre de leurs marchés finaux.

## Actions américaines

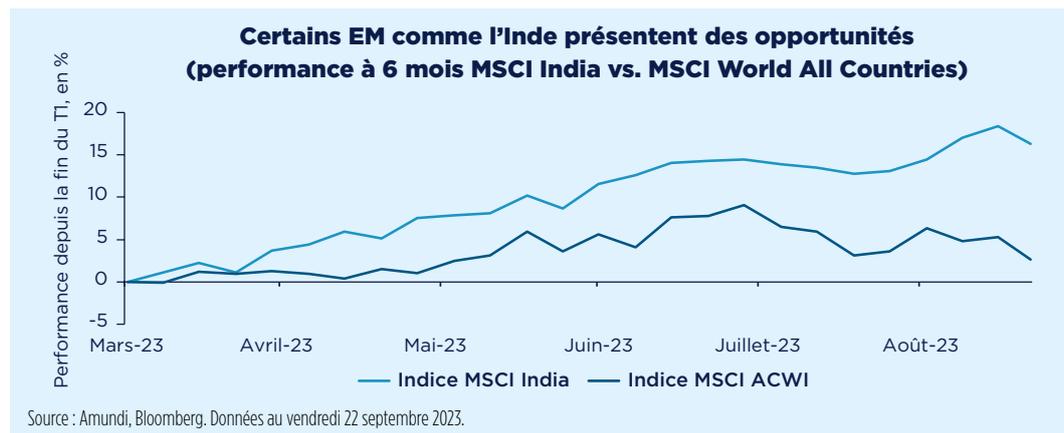
Certains chiffres réels et indicateurs avancés

commencent à signaler des faiblesses. Cette situation, associée à la hausse des taux et des prix de l'énergie, pèse sur les consommateurs. **Nous pensons que les titres cycliques et de la consommation vont commencer à refléter ces difficultés**, ce qui nous incite à la prudence. Cependant, les valorisations sont très dispersées, rendant la sélection importante. Certains segments sont très surévalués quand d'autres n'ont pas encore réalisé leur potentiel. Nous restons prudents sur les mégacapitalisations et les valeurs technologiques. En revanche, nous apprécions les actions value, de qualité et à dividendes avec une préférence pour les titres les moins chers de chaque style au regard de leur potentiel de bénéficiaires. Sur le plan sectoriel, nous sommes constructifs sur les équipements biomédicaux, l'énergie et les matériaux, qui devraient bénéficier du développement des infrastructures d'électrification. Nous voyons également d'un bon œil les grandes banques dont la base de dépôts est stable et qui ont utilisé la technologie pour améliorer leurs propositions de valeur.

## Actions émergentes

Nous anticipons une activité économique vigoureuse dans certains pays d'Amérique latine et d'Asie. Les valorisations sont attractives, mais la sélection est essentielle. Nous surveillons les mesures de relance en Chine et, pour l'instant, **préférons miser sur les émergents par le biais du Brésil qui est soutenu par son cycle de baisse des taux déjà entamé et ses valorisations toujours attractives**, ou via l'Inde. En termes d'allocation sectorielle, nous continuons à préférer l'immobilier et la consommation discrétionnaire, mais observons d'importantes divergences entre les pays. De manière plus générale, nous maintenons notre préférence pour le style value par rapport au style *growth*.

*“Nous sommes prudents sur les actions des MD, mais percevons des poches de valeur dans certains ME, tirés par une consommation intérieure forte.”*



# Les obligations attractives sur le long terme

## Évaluation globale

Au vu des rendements historiquement élevés, du ralentissement de l'inflation et des risques de récession, les obligations d'État offrent de bonnes opportunités. Mais les banques centrales restrictives et les inquiétudes quant à l'offre de titres nous incitent à rester flexibles sur la durée. Nous nous intéressons également au portage dans les pays émergents et développés, en privilégiant la qualité.

## Obligations mondiales et européennes

Les hausses de taux de la BCE ont entraîné une baisse de la demande de prêts aux entreprises et aux ménages. Cependant, les fragilités à court terme du marché obligataire et les risques inflationnistes **nous incitent à rester actifs sur la durée, sur laquelle nous sommes marginalement prudents – neutres sur l'Europe core et défensifs sur le Japon**. Nous suivons également l'évolution des rendements afin d'intégrer les mesures monétaires à venir dans nos décisions. Nous sommes légèrement constructifs sur le crédit, où nous nous intéressons, principalement, aux valeurs financières, à la dette subordonnée et à l'IG. Du point de vue régional, nous préférons l'Europe et sommes neutres sur le Royaume-Uni et les États-Unis. En Europe, les spreads de l'IG sont raisonnables et l'endettement semble maîtrisé. Nous restons en revanche prudents sur le HY, en particulier sur l'énergie, des transports et l'immobilier.

## Obligations américaines

Les marchés ont intégré le principe de « taux plus élevés pour plus longtemps ». **Le niveau actuellement élevé des rendements et le ralentissement de l'économie nous permettent un positionnement positif sur la durée**. Nous sommes constructifs sur la partie intermédiaire de la courbe, mais restons actifs et tenons compte des inquiétudes de long terme sur le

déficit public. En outre, les TIPS (obligations du Trésor indexées sur l'inflation) sont attractifs à long terme. Nous constatons que le marché du logement est, jusqu'à présent, soutenu par une consommation vigoureuse et par un fort déséquilibre entre offre et demande. Nous avons une préférence pour le crédit titrisé, mais devenons vigilants après le récent rallye. Concernant les obligations d'entreprise, l'activité sur le marché primaire a été forte et il est possible de bénéficier des primes de nouvelle émission en privilégiant les titres de qualité. De façon générale, nous recherchons toujours la qualité, même sur le HY. Au niveau sectoriel, nous préférons les valeurs financières aux industrielles et autres non financières.

## Obligations émergentes

**Nous sommes constructifs sur la dette des émergents** et pensons que la baisse de la croissance chinoise est compensée par la hausse des prévisions pour l'Amérique latine et d'autres pays asiatiques. Nous surveillons toutefois les inquiétudes relatives aux taux des pays développés et à la vigueur du dollar, qui pourraient avoir une incidence sur les rendements. Nous restons positifs sur la dette en devises fortes, en particulier le HY où le portage est attractif. La dette en devises locales présente aussi de la valeur. Nous sommes optimistes sur le Mexique, le Brésil, l'Inde et l'Indonésie, mais prudents sur l'Afrique subsaharienne en raison des récents coups d'État en Afrique de l'Ouest et centrale.

## Devises

Nous maintenons notre opinion légèrement prudente sur le dollar, mais restons vigilants sur les taux. Nous sommes positifs sur la NOK, l'AUD et le JPY qui devrait se redresser au vu du récent changement de discours de la BoJ. Dans les émergents, nous voyons d'un bon œil les devises à portage élevé (MXN, BRL), l'IDR et l'INR.



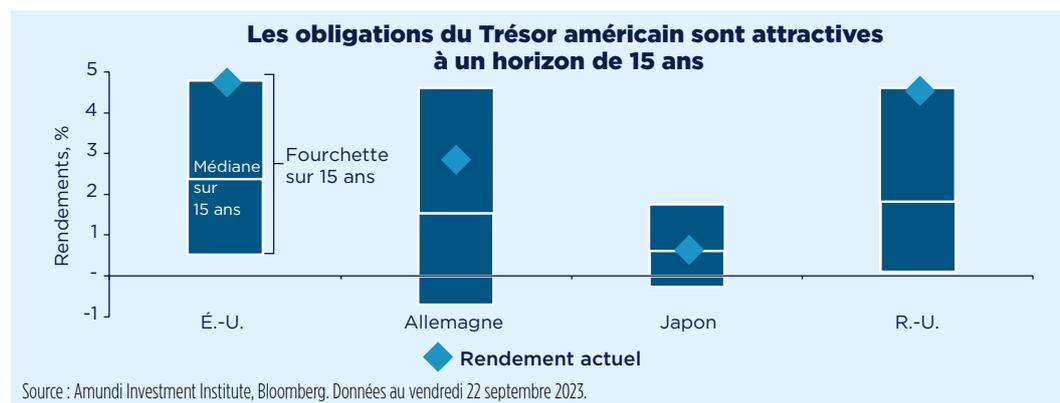
**Amaury D'ORSAY**  
Directeur du Métier  
Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde



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



“Les rendements élevés, le ralentissement de l'inflation et le risque de ralentissement économique créent une toile de fond positive pour les obligations, dont celles du Trésor américain.”



# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 9 octobre 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Pays développés</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,5</b>
États-Unis	2,1	2,1	0,3	8,0	4,1	2,5
<b>Zone euro</b>	<b>3,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>8,4</b>	<b>5,7</b>	<b>2,6</b>
<i>Allemagne</i>	<i>1,9</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>8,6</i>	<i>6,3</i>	<i>2,7</i>
<i>France</i>	<i>2,5</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>5,9</i>	<i>5,8</i>	<i>2,8</i>
<i>Italie</i>	<i>3,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,5</i>	<i>8,7</i>	<i>6,3</i>	<i>2,3</i>
<i>Espagne</i>	<i>5,8</i>	<i>2,3</i>	<i>0,8</i>	<i>8,3</i>	<i>3,5</i>	<i>2,8</i>
Royaume-Uni	4,1	0,5	0,5	9,0	7,4	2,9
Japon	1,0	1,9	1,5	2,5	3,2	1,9
<b>Pays émergents</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>8,7</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Chine	3,0	4,9	3,7	2,0	0,4	1,3
Inde	6,9	6,5	6,0	6,7	6,2	5,9
Indonésie	5,3	5,2	4,8	4,2	3,7	3,3
Brésil	2,9	3,2	1,6	9,3	4,7	3,9
Mexique	3,9	3,4	2,1	7,9	5,6	4,4
Russie	-2,1	2,1	1,5	13,8	5,8	5,6
Afrique du Sud	1,9	0,6	1,0	6,9	6,0	5,1
Turquie	5,4	3,7	3,0	72,0	53,4	56,8
<b>Monde</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>8,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	4 octobre 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	5,50	5,50	5,65	4,00	5,12
Zone euro**	4,00	4,00	3,92	3,25	3,58
Royaume-Uni	5,25	5,50	5,90	4,50	5,75
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chine***	3,45	3,45	3,40	3,45	3,40
Inde***	6,50	6,50	6,43	6,25	6,02
Brésil	12,75	10,75	10,75	9,00	9,25
Russie	13,00	12,00	12,14	9,00	10,25

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au mercredi 4 octobre 2023. IPC : indice des prix à la consommation. \* Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux bancaire de base à un an. \*\*\*\* : Taux de prise en pension.



## Prévisions de marché

### Rendements obligataires

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

	4 octobre 2023	Amundi +6m,	Forward +6m,	Amundi +12m,	Forward +12m,
États-Unis	5,09	4,20-4,40	4,88	3,80-4,00	4,68
Allemagne	3,21	2,60-2,80	2,86	2,40-2,60	2,61
Royaume-Uni	4,97	4,30-4,50	4,70	4,10-4,30	4,69
Japon	0,07	0,10-0,20	0,15	0,20-0,40	0,22

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

	4 octobre 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	4,75	3,70-3,90	4,81	3,60-3,80	4,81
Allemagne	2,95	2,40-2,60	2,95	2,30-2,50	2,94
Royaume-Uni	4,62	3,80-4,00	4,63	3,70-3,90	4,67
Japon	0,81	0,80-1,00	0,92	0,80-1,00	1,02

### Cours de change

	6 octobre 2023	Amundi T1 2024	Consensus T1 2024	Amundi T3 2024	Consensus T3 2024
EUR/USD	1,06	1,09	1,10	1,16	1,12
EUR/JPY	157	153	153	152	150
EUR/GBP	0,87	0,88	0,87	0,89	0,87
EUR/CHF	0,96	0,98	0,97	1,03	0,99
EUR/NOK	11,56	11,65	11,14	11,43	10,86
EUR/SEK	11,61	11,74	11,45	11,58	11,38
USD/JPY	149	141	139	132	132
AUD/USD	0,64	0,65	0,67	0,70	0,69
NZD/USD	0,60	0,60	0,62	0,62	0,63
USD/CNY	7,30	7,20	7,20	6,90	7,05

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au vendredi 6 octobre 2023.

# Amundi Investment Institute

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

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

**Perspectives de mi-année :  
Des opportunités au-delà  
du parcours précaire vers  
la croissance**



**Venez découvrir Amundi Investment Insights sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)**



**Prévisions de rendement des classes d'actifs - T3 2023**



**MNBC : Où en sont les projets et le débat ?**



**Outerblue Convictions - Global Investment Views : l'inflation se stabilise, mais le dilemme pour les banques centrales persiste**



**Global Investment Views - Septembre 2023**



**Baisses de notation du crédit US : Implications pour l'investissement**



**Outerblue Talks Research - Parallèles avec les années 1970. La route étroite et sinueuse continue**

Retrouvez-nous sur :



## INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 9 octobre 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 10 octobre 2023.

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

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Rossana Henriques.

### Contributeurs Amundi Investment Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie Taux, CFA

**BERARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste Senior Taux

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Pol,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**CESARINI Federico,**

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**DI SILVIO Silvia,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**DROZDZIK Patryk,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**MIJOT Éric,**

Responsable de la Stratégie Actions

**PORTELLI Lorenzo,**

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

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable Macroéconomie

**ROSENBERG Anna,**

Responsable Géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste Senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste Souverains Senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice d'Amundi Investment Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

Responsable de l'équipe Edition et Publication

**FIOROT Laura,**

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

**GALLARATE Gianluca,**

Spécialiste Édition & Publication