



Mars 2024

THÈME DU MOIS

# 6 questions sur la faiblesse cachée derrière la résilience des États-Unis

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Marchés, économie et  
valorisations : le débat fait rage

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## TABLE DES MATIÈRES

<b>THÈME DU MOIS</b>	
6 questions sur la faiblesse cachée derrière la résilience américaine	4
<b>MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE</b>	<b>6</b>
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçu macroéconomique	9
Regard sur les banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques pour le scénario central	12
Modèles de l'Amundi Investment Institute	13
Principaux graphiques du mois	14
Matières premières et devises	16
<b>GLOBAL INVESTMENT VIEWS</b>	<b>17</b>
<b>Points de vue du CIO</b>	<b>18</b>
Marchés, économie et valorisations : le débat fait rage	
Trois questions d'actualité	20
Points de vue sur les classes d'actifs	21
<b>PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES</b>	<b>25</b>



**MONICA  
DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

*« Même si nous nous attendons à ce que la Fed, la Banque d'Angleterre et la BCE baissent leurs taux vers le mois de juin, nous garderons un œil sur le rythme de la désinflation afin d'éviter toute surprise. »*

*« L'extension du cycle économique nous permet de rester proches de la neutralité en termes de risque, mais nous surveillons l'incertitude entourant la consommation intérieure américaine et le niveau extrême des valorisations sur certains segments. »*



**VINCENT  
MORTIER**

DIRECTEUR DES  
GESTIONS



**MATTEO  
GERMANO**

DIRECTEUR ADJOINT DES  
GESTIONS

*« Même si nous restons neutres à l'égard des actions des marchés développés, les marchés émergents, dont l'Inde et l'Amérique latine, offrent des opportunités reposant sur des fondamentaux solides en termes de croissance économique, de consommation et d'exportations. »*



THÈME DU MOIS

# 6 questions sur la faiblesse cachée derrière la résilience américaine

RÉDACTEURS

**MAHMOOD PRADHAN**

RESPONSABLE DES  
QUESTIONS  
MACROÉCONOMIQUES  
MONDIALES -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

**ANNALISA USARDI, CFA**

ÉCONOMISTE SENIOR -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

POINTS À RETENIR

L'économie américaine montre des signes de décélération, la baisse des marges bénéficiaires et le repli des indicateurs avancé laissant entrevoir un possible ralentissement au cours des prochains trimestres.

La hausse des taux d'impayés sur les cartes de crédit et les prêts automobiles témoigne d'une montée des tensions financières, en particulier chez les ménages les plus jeunes et à faible revenu.

La politique monétaire restrictive et les taux élevés sur les prêts hypothécaires pèsent sur l'activité dans l'immobilier. Cette tendance devrait se poursuivre en 2024.

**Les dernières statistiques américaines indiquent-elles que l'inflation va rester tenace ? Il y a eu en janvier quelques chiffres supérieurs aux attentes**, notamment sur les prix à l'importation, les prix à la production (IPC global et sous-jacent) et le déflateur PCE. Nous pensons que les prix ont été en partie dopés par des facteurs saisonniers qui ne sont pas pleinement pris en compte dans l'ajustement saisonnier habituel, ce qui s'était également produit l'année dernière. Bien qu'une partie de l'inflation sous-jacente des services reste soutenue par la vigueur de la demande intérieure, nous pensons que la désinflation sous-jacente se poursuivra jusqu'à la fin de l'année sous l'effet de la baisse du coût du logement, et notamment des loyers (qui représentent une part importante de la composante services de l'inflation).

**L'économie américaine peut-elle rester aussi résiliente en 2024 ? Quid de la consommation ?** La faiblesse des ventes au détail en janvier et la révision à la baisse des chiffres de novembre et décembre signalent, selon nous, **une baisse potentielle des dépenses des ménages** – certaines enquête, comme celle sur la confiance des ménages de l'Université du Michigan, sont en baisse pour la première fois depuis six mois. Une partie de cette faiblesse résulte probablement de l'augmentation des dépenses liées aux fêtes de fin d'année. Mais nous pensons que le surplus réel d'épargne est comprimé par le niveau élevé des prix et la hausse des coûts d'emprunt, qui ne sont pas pris en compte dans l'indice d'inflation. Ceci devrait entraîner **un ralentissement supplémentaire**.

**En ce qui concerne la hausse des coûts d'emprunt des ménages, quelles sont les tendances récentes ?** Les **taux d'impayés sur les cartes de crédit et les prêts automobiles continuent d'augmenter, selon le rapport de la Fed de New York** ; la consommation a jusqu'à présent été soutenue par la mobilisation des surplus d'épargne, mais les ménages américains se sont également endettés, et certains de ces prêts ne sont pas remboursés,

GRAPHIQUE : La croissance des salaires devrait ralentir vers un rythme plus normal



Source : Amundi Investment Institute, Bureau of Labour Statistics, Indeed, Atlanta FED. Données au 29 février 2024. ICE = indice du coût de l'emploi, AHE = salaire horaire moyen tous employés.



notamment les prêts sur les cartes de crédit et les prêts automobiles, avec des taux de défauts désormais supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie. Environ 8,5 % des encours de cartes de crédit et 7,7 % des prêts automobiles sont passés en défaut de paiement au quatrième trimestre. Cette tendance témoigne d'une hausse des tensions financières, en particulier chez les ménages les plus jeunes et à faible revenu. La hausse des taux d'intérêt a maintenu les paiements mensuels à un niveau élevé, pesant sur le pouvoir d'achat.

**Quelle est votre analyse du marché du travail ?** Le marché du travail envoie des **signaux mitigés**. Bien que les créations d'emplois aient surpris à la hausse et que le taux de chômage reste historiquement bas, le ralentissement de l'emploi cyclique et la baisse du nombre d'heures hebdomadaires de travail (désormais revenues aux niveaux antérieurs au Covid) témoignent d'un ralentissement de la demande de main-d'œuvre. De fait, le faible taux de participation pourrait avoir prolongé la rétention de la main-d'œuvre et les entreprises retardent peut-être leurs réductions d'effectifs. Cependant le comportement des travailleurs est en train de changer : le taux de démission diminue, ce qui indique que les travailleurs éprouvent plus de difficultés à changer d'emploi et que davantage d'entre eux occupent deux emplois ou plus ; la croissance de l'emploi est au point mort dans l'enquête sur les ménages ; les emplois vacants et les embauches diminuent. Selon nous, cela suggère un **ralentissement à venir de la croissance de l'emploi ainsi qu'un fléchissement de celle des salaires**.

**Comment voyez-vous l'évolution de la croissance des salaires ?** Il est important de noter que les coûts salariaux ralentissent : l'indice du coût de l'emploi (ECI) baisse (lentement), conformément à nos attentes et aux projections fondées sur la dynamique du taux de démission ; la croissance des salaires, telle que mesurée par la Fed d'Atlanta, ralentit de façon significative par rapport à son pic, tandis que les données d'Indeed sur les nouvelles offres d'emploi montre que cette croissance est désormais revenue à un rythme proche de celui de 2019, ce qui suggère que la normalisation va se poursuivre.

**Quels sont les autres signes d'un ralentissement significatif à venir ?**

**Indicateur avancé** : l'indice des indicateurs économiques avancés du Conference Board a reculé pour le 22e mois consécutif en janvier, continuant de signaler une récession. Cet indicateur suggère que la faiblesse pourrait commencer à devenir plus visible. Nous attendions une récession plus tôt, mais, cette fois-ci, la politique budgétaire a été exceptionnellement active au vu du faible taux de chômage et du surplus d'épargne des ménages.

**Stagnation de la production industrielle** : si la production a été élevée et en hausse dans l'informatique et la défense, la production manufacturière s'est, dans l'ensemble, dégradée, notamment dans le secteur des biens de consommation. Les indicateurs manufacturiers des Fed régionales sont restés sur une tendance faible et le dernier indice ISM manufacturier a enregistré son 16e mois consécutif sous 50, témoignant de difficultés persistantes.

**Baisse des marges bénéficiaires** : la baisse des marges bénéficiaires (par ex. celles du S&P 500, selon FactSet) incitera les entreprises à réduire leurs investissements non rentables et leurs coûts inutiles. On note également de faibles perspectives de bénéfices pour les petites entreprises (enquête NFIB), qui représentent environ 40 % de l'emploi aux États-Unis, et qui se retrouvent en territoire de récession. Cela devrait entraîner une réduction des investissements non résidentiels, des dépenses d'investissement et de l'emploi.

**Produit intérieur brut vs Revenu intérieur brut** : le PIB réel a réaccélééré, tandis que le RIB réel, qui devrait soutenir la demande, est resté stable depuis sept trimestres, ce qui est très inhabituel. La divergence entre le PIB et RIB suggère une dépendance accrue à l'emprunt et à l'utilisation de l'épargne pour financer la demande. Cependant cette situation devrait se corriger, en particulier dans un contexte de hausse des taux.

**Politique monétaire restrictive** : l'activité du marché immobilier (achats-ventes) en 2023 a atteint son plus bas niveau depuis 20 ans en raison des taux élevés des prêts. Certains estiment que ce marché devrait se redresser en 2024. Nous notons cependant que les taux des prêts immobiliers à 30 ans sont repassés au-dessus de 7 %. L'activité immobilière devrait rebondir, mais à partir d'une base très faible.

*Le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement avec une baisse du nombre d'heures hebdomadaires travaillées, un faible taux de participation et une baisse des postes vacants et des embauches.*

*L'indice des indicateurs avancés, la production industrielle et les indicateurs manufacturiers régionaux signalent tous un ralentissement économique potentiel.*



MACROÉCONOMIE,  
GÉOPOLITIQUE,  
ET STRATÉGIE



FOCUS MACROÉCONOMIQUE

# Rebond des indices PMI européens, mais la dichotomie entre industrie et services persiste

L'indice PMI composite de la zone euro est passé en février de 47,9 à 49,2, un niveau toujours inférieur au seuil d'expansion, mais signalant un **moindre rythme de contraction et un possible point bas**. Cette amélioration s'explique par une stabilisation généralisée de l'activité dans les services, dont l'indice passe de 48,4 à 50,2, tandis que l'indice manufacturier continue de signaler une contraction, passant de 46,6 à 46,1. **Des divergences persistent non seulement entre les services et l'industrie, mais aussi entre pays et sous-composantes**. Sur le plan géographique, l'indicateur composite d'activité de l'Allemagne a accentué sa dégradation en février (passant de 47 en janvier à 46,3) ; la France se contracte à un rythme beaucoup plus lent (de 44,6 à 48,1) ; l'Italie et l'Espagne se sont améliorées pour le quatrième mois consécutif en février, confirmant l'expansion de l'activité. Alors que l'Italie enregistrerait une légère hausse, passant de 50,7 à 51,1, l'Espagne a progressé à un rythme plus soutenu, de 51,5 à 53,9. **Egalement au niveau des pays, la dichotomie entre industrie et services a été largement confirmée**. Seule exception, l'Espagne où l'expansion concerne à la fois l'industrie et les services. S'agissant des sous-composantes, **l'indicateur composite de l'emploi s'est à nouveau amélioré, signalant un marché du travail résilient**. Cependant, sous la surface, les différences de niveau d'activité entre secteurs transparaissent dans la dynamique de l'emploi, le secteur des services recrutant tandis que les entreprises manufacturières réduisent leurs effectifs. En ce qui concerne la dynamique d'inflation, les entreprises de **services ont maintenu leur pouvoir de fixation des prix** et les pressions haussières sont restées élevées dans le secteur, avec des hausses marginales des prix des intrants, se stabilisant à des niveaux élevés. Ceci s'est traduit par des hausses beaucoup plus importantes des prix à la production, dont l'indice a atteint son plus haut depuis mai 2023. **En revanche, dans le secteur manufacturier, les indices des prix des intrants et des prix à la production restent en territoire de contraction**, signe d'une contribution désinflationniste des biens qui n'a apparemment pas été affectée par les perturbations en mer Rouge, du moins jusqu'à présent.

RÉDACTEURS

**MAHMOOD PRADHAN**

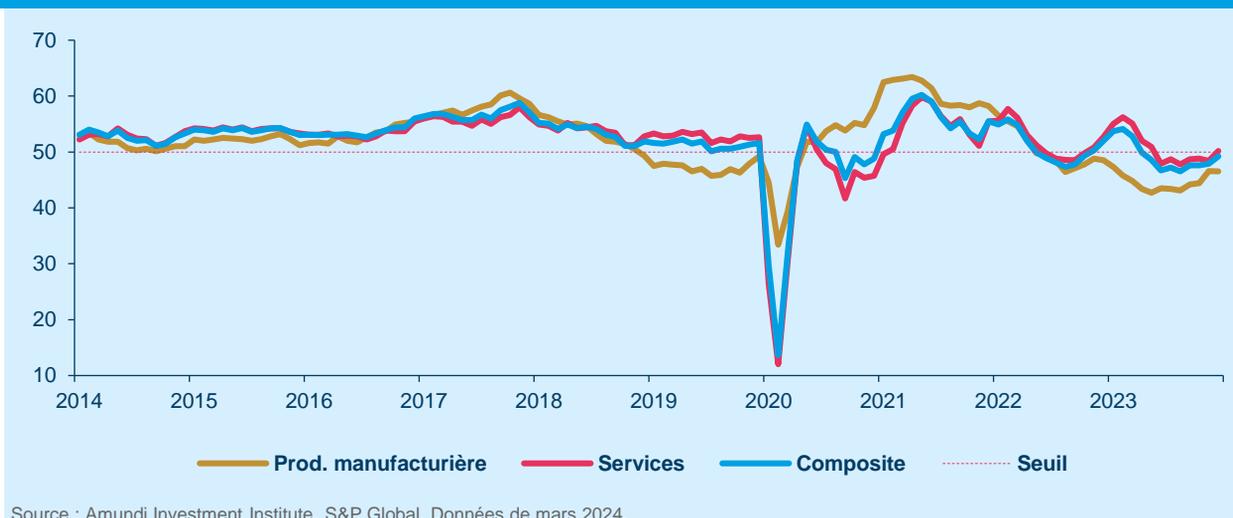
RESPONSABLE DES  
QUESTIONS  
MACROÉCONOMIQUES  
MONDIALES -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

**ANNALISA USARDI, CFA**

ÉCONOMISTE SENIOR -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

*Les indices PMI européens divergent non seulement entre secteurs, mais aussi entre pays et sous-composantes.*

GRAPHIQUE : Indices PMI de la zone euro



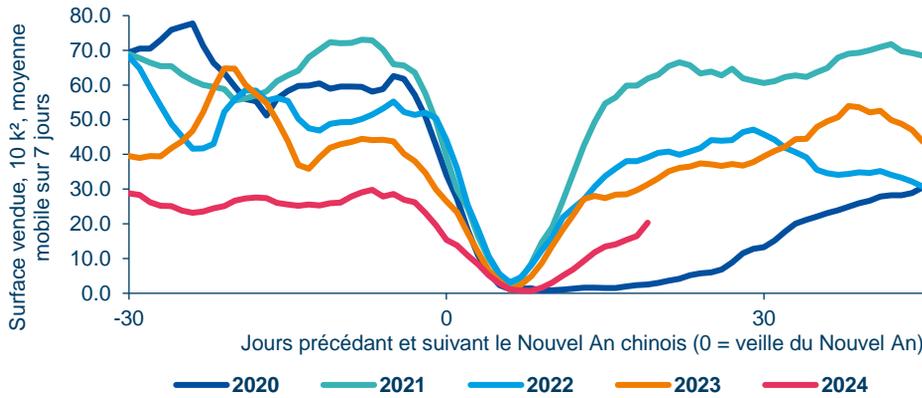
Source : Amundi Investment Institute, S&P Global. Données de mars 2024.



CHINE

# Faiblesse persistante de l'immobilier

GRAPHIQUE : Ventes de logements neufs en Chine dans 30 grandes villes



Source : Amundi Investment Institute, Wind. Données au 29 février 2024.

Les ventes de logements neufs ont continué de chuter fortement début 2024. Dans 30 grandes villes, les surfaces vendues ont reculé de 38,5 % en glissement annuel en janvier et février. Les ventes des 100 premiers promoteurs ont chuté de 51 % en glissement annuel au cours ces deux même mois. Nous restons prudents à l'égard du marché de l'immobilier et des perspectives économiques générales de la Chine. L'augmentation de l'offre de logements existants, de biens mis aux enchères et de logements publics à prix abordable risque d'affaiblir encore le marché des nouvelles constructions privées, aggravant ainsi le ralentissement du secteur.

RÉDACTEURS

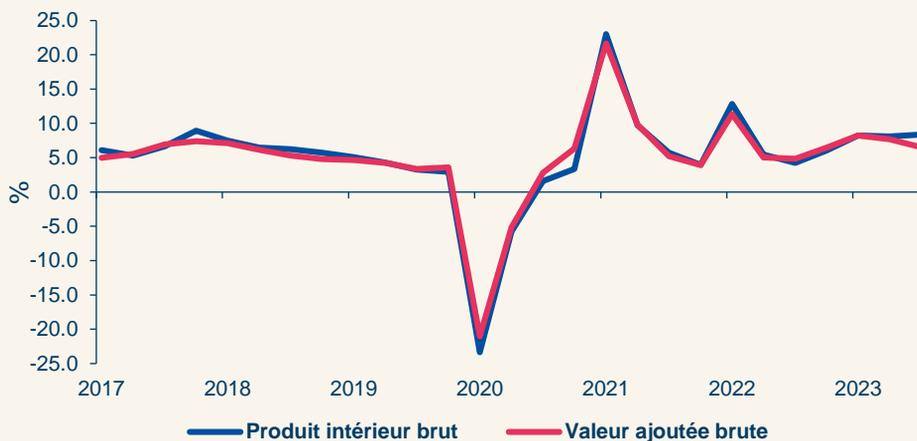
**CLAIRE HUANG**

STRATÉGISTE  
MACROÉCONOMIQUE  
SENIOR SUR LES  
MARCHÉS  
ÉMERGENTS -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

INDE

# Une fin d'année 2023 dynamique

GRAPHIQUE : PIB vs VAB de l'Inde



Source : Amundi Investment Institute, CEIC. Données au 1er mars 2024.  
La VAB est le PIB hors impôts indirects et subventions. La valeur ajoutée brute (VAB) est le PIB hors impôts et subventions.

RÉDACTEURS

**ALESSIA BERARDI**

RESPONSABLE DE LA  
STRATÉGIE  
MACROÉCONOMIQUE  
MARCHÉS ÉMERGENTS -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

Le PIB indien pour l'année civile s'est révélé beaucoup plus solide que prévu au T4 2023, en hausse de 8,4 % en glissement annuel (contre 6,6 %). La demande intérieure (consommation privée et investissements) a soutenu la croissance, tandis que les exportations nettes l'ont freinée. En outre, les chiffres du PIB ont été révisés ces dernières années et les récentes révisions trimestrielles ainsi que les nouvelles données ont montré une croissance nettement plus forte que prévu. Les données à haute fréquence, comme les indices PMI, indiquent une croissance toujours robuste, mais beaucoup plus modérée au cours du trimestre (comme l'indique le chiffre de 6,5 % pour la valeur ajoutée brute en glissement annuel). Pour 2024, nous maintenons une perspective de croissance positive mais plus modérée (environ 6 % en glissement annuel).



## APERÇU MACROÉCONOMIQUE



L'économie américaine a démarré l'année sur des bases solides, mais nous anticipons une décélération significative au cours de 2024. Les données restent mitigées, plusieurs chiffres d'activité et indicateurs avancés pointant vers le bas, tandis que d'autres, comme les conditions financières et l'amélioration des indicateurs de confiance, suggèrent une certaine résilience. Nous continuons de tabler sur une décélération de l'inflation sous l'effet de la modération de la dynamique des prix des services, même si celle-ci reste forte pour l'heure.



Nous pensons que l'économie de la zone euro connaîtra le pic du resserrement de politique monétaire au cours des premiers mois de l'année. Dans un environnement de croissance mondiale modérée et de politique budgétaire moins favorable, la croissance de la zone euro devrait rester inférieure à la normale en 2024, même si une amélioration est attendue au second semestre. L'inflation ralentira progressivement pour se rapprocher de l'objectif, bien que ce ralentissement soit plus rapide pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente.



Nous anticipons une croissance faible au Royaume-Uni en 2024 en raison du ralentissement de la demande intérieure, de la dégradation du marché de l'emploi et de la faiblesse des dépenses d'investissement. Le resserrement de la politique monétaire et l'environnement extérieur peu porteur freineront l'activité, même si la politique budgétaire pourrait avoir un effet légèrement compensateur. L'inflation devrait ralentir et se rapprocher de l'objectif d'ici la fin de l'année.



Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance pour le Japon en 2024, qui passent de 1,6 % à 1,1 %, suite aux chiffres décevants du PIB au T4 et à une probable stagnation au T1. Cela étant, la croissance du Japon est volatile par nature et nos prévisions impliquent toujours une reprise supérieure à la tendance et un écart de production légèrement positif. La reprise sera principalement tirée par la demande extérieure, tandis que la consommation privée devrait rester atone. L'inflation est restée modérée et n'incite pas la BoJ à relever ses taux au-delà de 0 %.

La Banque nationale tchèque (CNB) a surpris en baissant son taux de 50 pb à 6,25 %, contre 25 pb attendu. Cette décision a été motivée par une forte baisse de l'inflation en janvier (inférieure à 3 % en glissement annuel) et une faible dynamique de croissance. Selon les chiffres préliminaires du PIB du T4, l'économie s'est contractée de 0,4 % en glissement annuel en 2023 et les prévisions de la CNB pour 2024 sont faibles (0,6 %). Nous anticipons une poursuite de l'assouplissement dans les mois à venir.



Alors que l'inflation sud-africaine (5,2 % en glissement annuel) est déjà revenue dans sa fourchette cible, le déficit courant du pays s'est réduit et la croissance est actuellement stable, si bien que la Banque de réserve sud-africaine (SARB) n'a pas encore commencé à réduire ses taux. Les déficits budgétaires élevés, la volatilité du sentiment du marché mondial et les élections de mai ont pesé sur le ZAR et les SAGB (obligations d'État sud-africaines), limitant la marge de manœuvre de la SARB. Toutefois, lorsque le calendrier des baisses de taux de la Fed sera clarifié, une partie de ces pressions devraient s'atténuer, permettant à la SARB de commencer à baisser ses taux.



Le ralentissement de l'activité au Brésil au S2-2023 commence à laisser place à une réaccélération, grâce à une nouvelle récolte abondante (bien que moins que l'année dernière), une baisse des taux et des mesures de relance budgétaire (par le biais des « precatórios ») qui constituent des facteurs favorables. L'inflation se trouve déjà dans la fourchette cible et continue de baisser, comme l'a confirmé la récente enquête IMPCA-15. La Banque centrale du Brésil devrait continuer de signaler des baisses de taux de 50 pb pour l'instant et passer sous la barre des 9 % au cours de ce cycle, sous réserve, bien entendu, de l'action de la Fed et de l'évolution de la situation budgétaire intérieure.



L'économie chilienne accélère enfin après avoir connu un long processus de rééquilibrage et de stagnation. Les statistiques de janvier ont ainsi globalement surpris à la hausse. Dans le même temps, l'inflation ralentit et n'est plus que légèrement supérieure à l'objectif. La Banque centrale du Chili a procédé à un assouplissement rapide et drastique, baissant parfois ses taux directeurs de 100 pb au détriment du peso chilien. La question est de savoir si elle va ralentir ce rythme maintenant que l'économie est plus dynamique.





REGARD SUR LES BANQUES CENTRALES

# Les banques centrales des MD en retard sur celles des ME dans le cycle d'assouplissement

## Marchés développés

Vers la fin du S1, la Fed, la BCE et la BoE devraient toutes commencer à réduire leurs taux, **pour un total sur 2024 de 100 pb pour la Fed et de 125 pb pour la BCE et la BoE.**

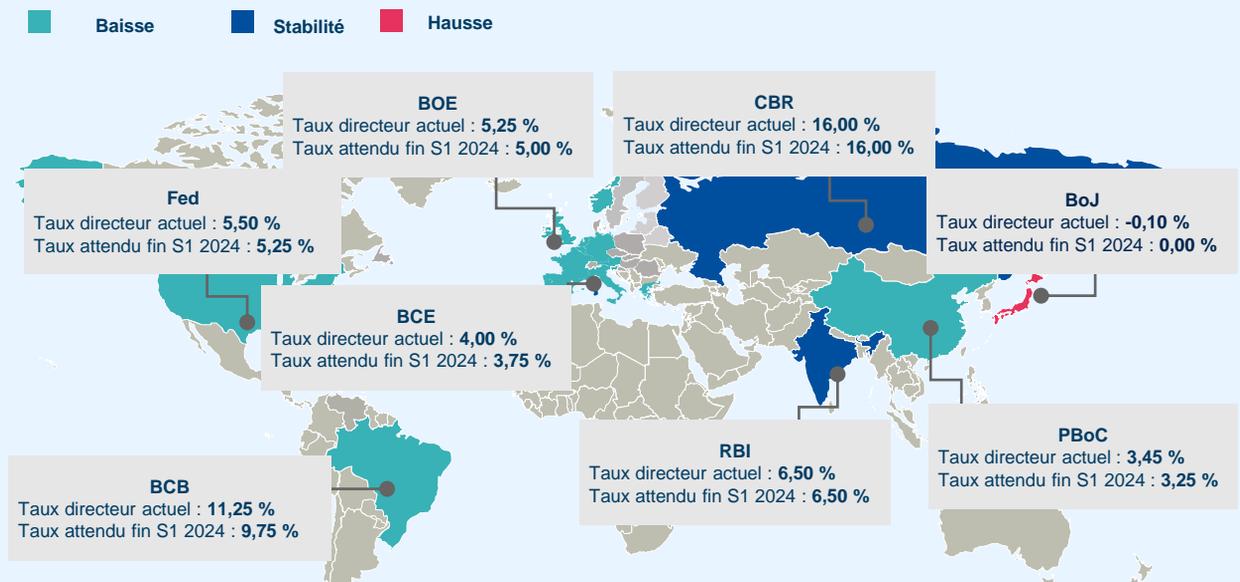
La Fed devrait maintenir un positionnement légèrement restrictif compte tenu du récent rebond de l'inflation et de la résilience de l'économie américaine. **La BCE reste vigilante concernant le rythme de la désinflation**, notamment celle des services et des salaires. Nous sommes attentifs au risque d'un resserrement excessif dans la zone euro. La politique monétaire a un impact beaucoup plus rapide sur l'économie dans la zone euro qu'aux États-Unis. Le processus de désinflation semble également plus rapide en Europe. **Au Royaume-Uni, l'inflation globale devrait rapidement baisser** et une majorité des membres du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre semble être favorable à des baisses de taux.

Dans le même temps, **nous restons convaincus que la BoJ saisira l'occasion unique qui se présente aujourd'hui de normaliser sa politique monétaire**, mais avec un taux final de 0 %.

## Marchés émergents

Dans un contexte d'inflation globalement favorable et alors que le marché anticipe davantage de prudence de la part de la Fed, **les BC des marchés émergents restent sur leur trajectoire d'assouplissement en mode « pilote automatique », à quelques exceptions près.** L'Asie reste peu active à l'exception de la Chine, **la PBoC ayant baissé son taux préférentiel de prêt à 5 ans de 25 pb, soit plus que prévu.** En Amérique latine, après plusieurs baisses prudentes en janvier (à l'exception habituelle du Chili), la Banque centrale du Pérou a de nouveau baissé ses taux de 25 pb et Banxico a finalement ouvert la voie à des baisses en laissant entendre que sa réunion de mars serait animée. Une fois de plus, **l'assouplissement le plus rapide a lieu dans la région CEMEA.** Contre toute attente, la BC tchèque a accéléré la cadence (50 pb contre 25 pb), les prochaines étapes dépendant de l'équilibre entre stabilité de la devise et accélération des baisses de taux. Soucieuse du même équilibre, la Banque nationale de Hongrie pourrait bientôt modérer son rythme de baisse. Tout en maintenant le statu quo, la BC turque devrait baisser ses taux sous peu, même si la vigueur de la croissance et la persistance de l'inflation devraient l'inciter à la prudence.

## Prochaines décisions de politique monétaire : prévisions d'Amundi pour le S1 2024



Source : Amundi Investment Institute, au 26 février 2024. L'évaluation par Amundi de l'évolution des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Investment Institute concernant l'orientation des taux directeurs, établi sur la base des indications prospectives et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS	20 mars	21 mars	11 avril
	Réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) américain	Réunion du Comité de politique monétaire de la BOE	Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE



GÉOPOLITIQUE

## Perspectives très incertaines au Moyen-Orient

Si nous n'anticipons pas d'intensification supplémentaire des conflits au Moyen-Orient, **de nombreux risques graves resteront présents à moyen et à long terme du fait de la situation politique en Israël, d'une éventuelle guerre entre le Liban et Israël et d'une potentielle escalade entre Israël et l'Iran.** Malgré les préoccupations actuelles concernant la possible offensive terrestre d'Israël à Rafah, la lenteur des pourparlers de cessez-le-feu et les frappes en cours au Liban, **de nombreux signes indiquent qu'un cessez-le-feu et un accord sur les otages pourraient bientôt être annoncés, probablement au moment du ramadan, qui commence le 10 mars. Il semble qu'un consensus se dégage entre les différentes parties pour qu'un accord soit mis en place avant le début du ramadan, tandis que le Hamas tient à retarder/arrêter une manœuvre israélienne à Rafah.** Les Houthis continuent leurs attaques, dont la fréquence semble toutefois avoir diminué. En effet, les opérations menées par les États-Unis et le Royaume-Uni contre les positions des Houthis semblent porter leurs fruits pour réduire la menace sur le trafic en mer Rouge. Au vu des chiffres, **le coût du fret semble se normaliser et, dans l'ensemble, la situation est conforme à notre scénario de référence.** À plus long terme, **Israël continuera de faire face à des menaces existentielles** en raison de l'onde de choc issue des événements du 7 octobre. Le danger que représente l'Iran pour les États-Unis s'est également considérablement accru. Son avancée dans le domaine nucléaire ajoute une nouvelle dimension au risque, de sorte que **l'Iran constitue une menace croissante à laquelle les États-Unis et Israël pourraient bientôt juger nécessaire de faire face.**

POLITIQUE

## UE : retour de l'arbitrage « armes contre beurre »

Les dépenses de défense en Europe sont en hausse depuis 10 ans. **Depuis 2014**, année marquée par l'annexion de la Crimée par la Russie, les pays européens ont réalisé un **effort très important**, avec une hausse des dépenses réelles de défense de 44 % (Allemagne), 15 % (France), 37 % (Italie), 58 % (Espagne) et 75 % (Pays-Bas). Mais les dépenses des grands pays restent comprises entre 1,3 et 1,6 % du PIB. La France fait exception (avec 2 % du PIB) en raison de sa puissante industrie de défense. L'Allemagne a annoncé qu'elle atteindrait l'objectif de 2 % cette année. D'ici 2024, 13 États membres de l'OTAN consacreront environ 2 % de leur PIB aux dépenses de défense. Par ailleurs, l'UE dans son ensemble consacre déjà 20 % de ses dépenses de défense à l'investissement (autre objectif de l'OTAN).

Ces ratios sont toutefois loin d'être suffisants pour construire une défense crédible. **Des efforts supplémentaires sont nécessaires à un moment où les pays de l'UE doivent investir dans la transformation de leurs économies**, tout en assainissant leurs finances publiques. **La question de l'arbitrage entre les dépenses militaires et les autres dépenses publiques (comme la santé et l'éducation) risque de se poser.**

Les opérations ayant des implications militaires ou de défense ne peuvent pas être couvertes par le budget de l'UE (article 41 du Traité de l'UE). Ursula Von der Leyen vient de proposer la création d'un commissaire européen à la défense et a annoncé une « **stratégie industrielle européenne de défense** » destinée à stimuler la production et à faciliter l'acquisition de matériel de défense dans l'UE. Mais il reste à voir si l'UE aura les moyens financiers et institutionnels de répondre à ses ambitions.

RÉDACTEURS

**ANNA ROSENBERG**  
RESPONSABLE  
GÉOPOLITIQUE -  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

*Israël continuera de faire face à des menaces existentielles en raison de l'onde de choc issue des événements du 7 octobre.*

RÉDACTEURS

**DIDIER BOROWSKI**  
RESPONSABLE DE LA  
RECHERCHE SUR LES  
POLITIQUES  
MACROÉCONOMIQUES  
- AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

*Les responsables politiques ont très peu de marge de manœuvre budgétaire pour augmenter les dépenses de défense dont il y a tant besoin.*



# Scénario central et scénarios alternatifs

Probabilité 70 %

## SCÉNARIO CENTRAL

Baisse de la croissance mondiale

- GÉOPOLITIQUE**
  - Ukraine/Russie : poursuite des combats (cessez-le-feu peu probable).
  - Israël : le conflit reste local.
  - Chine/US : dégradation maîtrisée des relations.
  - Montée du protectionnisme, friend-shoring.
- INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE**
  - Ralentissement de l'inflation ; persistance de l'inflation sous-jacente (services)
  - BC des MD : pas d'urgence à baisser les taux. Taux Fed funds -100 pb fin 2024, BCE -125 pb.
  - Les taux de la plupart des BC des ME ont atteint leurs plus hauts.
  - Divergences budgétaires: politique restrictive dans l'UE, impulsion négative aux États-Unis ; mesures modérées en Chine.
- TRAJECTOIRE DE CROISSANCE**
  - Ralentissement mondial avec de fortes divergences : croissance très anémique en Europe ; ralentissement aux États-Unis ; transition accélérée vers une croissance plus faible en Chine.
  - Écart de croissance favorable aux ME.
- CHANGEMENT CLIMATIQUE**
  - Le changement climatique freine la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.

Probabilité 20 %

## SCÉNARIO BAISSIER

Ralentissement mondial

- Aggravation de la guerre en Ukraine.**
- Extension du conflit au Moyen-Orient/en Mer Rouge.**
- Escalade protectionniste (mesures protectionnistes et représailles).**
- Persistance de l'inflation sous-jacente entraînant un resserrement des conditions financières.**
- Tensions financières.**
- Récession entraînant des baisses de taux (fortes en cas de récession très marquée).**
- Perspectives de récession plus généralisées (croissance mondiale inférieure à 2 %).**
- Nouveaux retards avec davantage de phénomènes climatiques défavorables.**

Probabilité 10 %

## SCÉNARIO HAUSSIER

Résilience économique

- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.**
- Fin de la guerre Israël/Hamas.**
- Baisse des prix de l'énergie/de l'alimentation.**
- Baisse progressive des taux d'intérêt, mais moins de baisses que dans le scénario central.**
- Seule une désinflation cyclique prononcée pourrait permettre un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024 en Europe.**
- Transition ordonnée et coordonnée entre les régions.**

## Risques pesant sur le scénario central



FAIBLE

Probabilité

ÉLEVÉE

15 %

**Persistance des pressions stagflationnistes (États-Unis/Europe)**

15 %

**Forte récession des bénéficiaires**

15 %

**Risques macro-financiers induits par le resserrement des conditions de crédit et de liquidité**

25 %

**Risque géopolitique et escalade des conflits**

IMPACT SUR LE MARCHÉ

**Positif** pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.

**Positif** pour les liquidités, le JPY, l'or, la qualité par rapport aux valeurs de croissance et les valeurs défensives par rapport aux valeurs cycliques.

**Positif** pour les bons du Trésor américain, les liquidités et l'or.

**Positif** pour les emprunts d'État des MD, les liquidités, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.

**Négatif** pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

**Négatif** pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.

**Négatif** pour le crédit.

**Négatif** pour le crédit, les actions et les ME.

Source : Amundi Investment Institute, mars 2024. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : marchés des changes.



MODÈLES DE L'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

# Modèle Nelson-Siegel de juste valeur de la courbe des taux - gros plan sur l'évolution des taux à 10 ans pour 2024

RÉDACTEURS

**LORENZO PORTELLI**

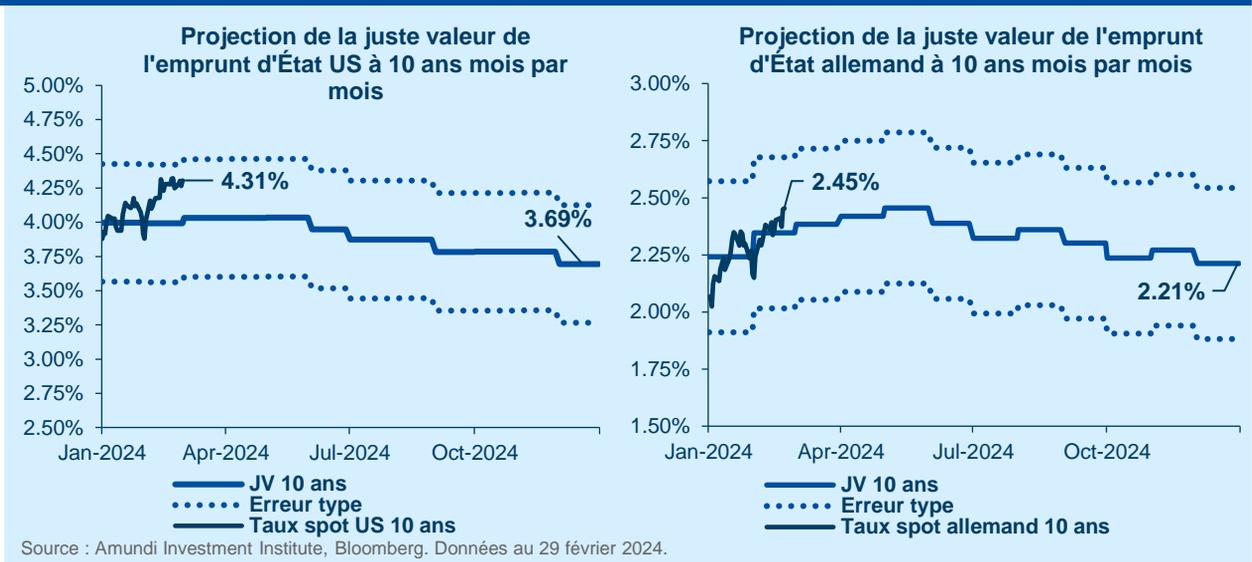
RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE CROSS ASSET, RESPONSABLE DE LA RECHERCHE CHEZ AMUNDI ITALIE – AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

- **US 10 ans** : aux États-Unis, les deux premiers mois de l'année 2024 ont vu **resurgir les inquiétudes quant à la convergence de l'inflation vers l'objectif de la Fed**, dans un contexte de croissance très résiliente. En particulier, deux statistiques économiques clés ont surpris à la hausse (l'emploi de janvier et l'indice des prix à la consommation), alimentant un rebond des rendements et exerçant des pressions à l'aplatissement des courbes. En outre, la croissance du PIB au T4 2023 a semé le doute sur le fait que la politique monétaire soit assouplie durant l'année. **Nous continuons d'anticiper un ralentissement tardif mais prononcé aux États-Unis**, les chiffres plus élevés qu'anticipé de l'inflation en janvier ne devant pas interrompre la tendance à la désinflation anticipée pour les trimestres à venir. Dans ce contexte, la Fed devrait pouvoir réduire ses taux de 100 pb cette année.
- **Allemagne 10 ans** : les statistiques économiques publiées dans la zone euro ont été plus en ligne avec les enquêtes. Toutefois, les obligations allemandes ont peine à surperformer celles des États-Unis et leurs rendements ont suivi la hausse mondiale. **Nous pensons que la croissance de la zone euro va continuer de stagner, l'Allemagne étant probablement le pays le moins performant cette année.** La baisse de l'inflation devrait permettre à la BCE de réduire ses taux de 125 pb cette année.
- **Valorisation** : l'analyse ci-dessus laisse entrevoir davantage de valeur pour le taux US à 10 ans par rapport aux niveaux actuels que pour son homologue allemand. Le premier se rapproche du haut de sa fourchette de juste valeur, 60 pb au-dessus de son niveau de juste valeur de fin d'année (3,69 %, graphique 1). Le Bund, assez cher début janvier, se trouve désormais un peu au-dessus de son niveau de juste valeur, 30 pb au-dessus du niveau auquel il devrait se trouver en fin d'année (2,21 %, graphique 2) d'après le scénario fondamental.

*Le niveau actuel du rendement américain à 10 ans se rapproche du haut de la fourchette de juste valeur.*

[Découvrez plus en détail notre modèle dans le Cross Asset d'avril 2023.](#)

## GRAPHIQUE : Fourchettes de juste valeur pour les rendements à 10 ans en 2024





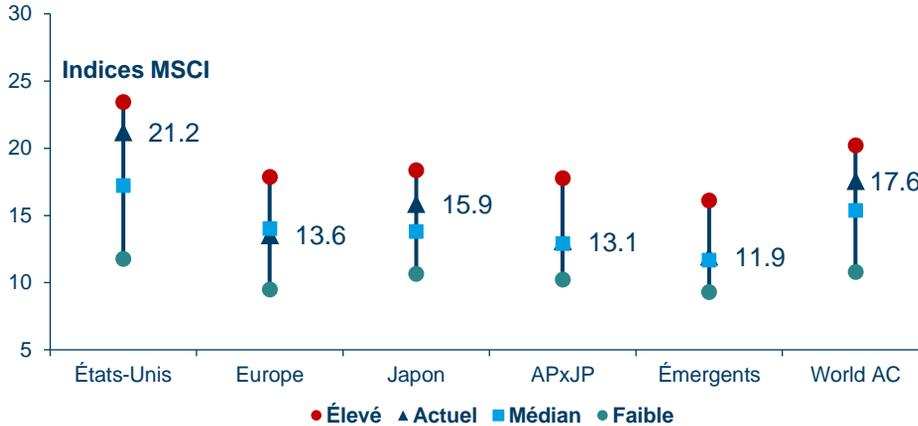
LES ACTIONS SOUS FORME DE GRAPHIQUES

RÉDACTEURS

# MD : pause attendue après un bon début d'année

**ERIC MIJOT**  
RESPONSABLE DE LA  
STRATÉGIE ACTIONS  
MONDIALES - AMUNDI  
INVESTMENT  
INSTITUTE

GRAPHIQUE : Ratio cours/bénéfices à 12 mois sur 12 ans



Source : Amundi Investment Institute, LSEG Datastream. Données au 29 février 2024.

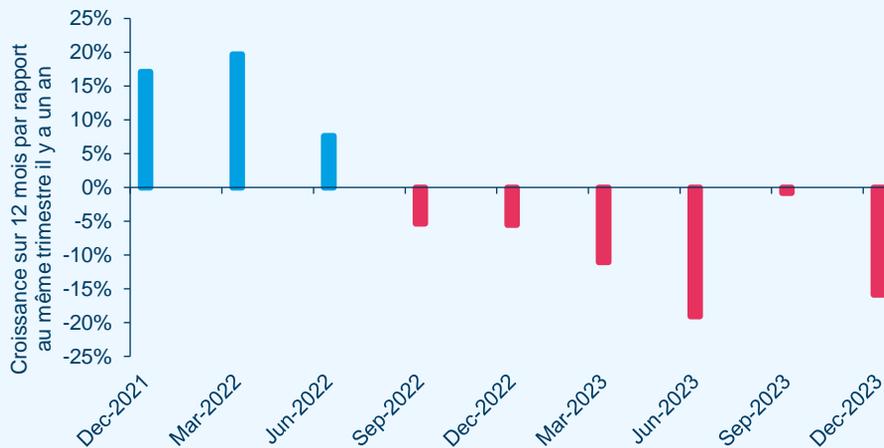
Les actions atteignent des niveaux record, portés notamment par l'IA aux États-Unis, la gouvernance d'entreprise, la vigueur des bénéficiaires et le thème de la sortie de la déflation au Japon. Les ratios C/B, y compris celui du MSCI ACWI, sont désormais nettement supérieurs à leur moyenne. Une pause serait logique.

# ME : Bilan négatif des publications de résultats jusqu'à présent

RÉDACTEURS

GRAPHIQUE : MSCI EM USD – Dernières informations concernant la saison de publication des résultats

**ALESSIA BERARDI**  
RESPONSABLE DE LA  
STRATÉGIE  
MACROÉCONOMIQUE  
MARCHÉS ÉMERGENTS  
– AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE



Source : Amundi Investment Institute, Capital IQ. Données de mars 2024.

Environ 43 % des composantes de l'indice MSCI EM ont publié leurs résultats du T4 2023. La croissance du résultat net en glissement annuel est négative (-16 % en USD). Jusqu'à présent, les résultats MSCI en glissement annuel sont positifs en Grèce, au Qatar, en Inde, aux Philippines, en Indonésie et en Thaïlande, mais négatifs dans les autres pays. Au niveau sectoriel, les meilleurs résultats (en moyenne) sont réalisés par les valeurs de la consommation cyclique, de l'énergie, de la santé et des services aux collectivités, tandis que les moins bons sont enregistrés dans les technologies de l'information.



LES OBLIGATIONS SOUS FORME DE GRAPHIQUES

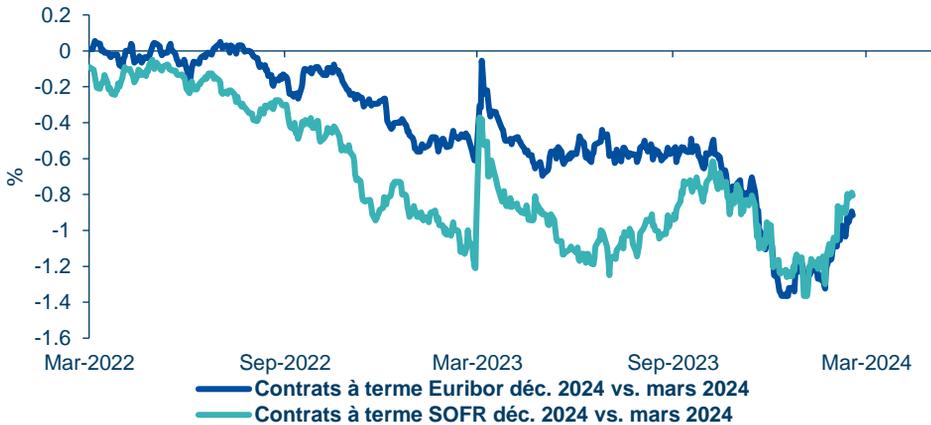
RÉDACTEURS

# MD : Correction excessive des taux courts en zone euro

**VALENTINE AINOUZ**

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**GRAPHIQUE : Anticipation de baisses de taux en 2024 (Fed et BCE)**



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 27 février 2024. SOFR : taux de financement au jour le jour garanti.

La correction des taux courts de l'UE a été encore plus marquée que celle des taux américains (variation depuis le début de l'année pour les taux à 2 ans : +52 pb en Allemagne et +35 pb aux États-Unis). Compte tenu de la divergence persistante des anticipations de croissance et d'inflation entre les États-Unis et la zone euro, cela semble excessif. Les écarts de taux entre les États-Unis et l'UE devraient encore se creuser à mesure que le marché anticipe de nouvelles baisses de taux de la BCE.

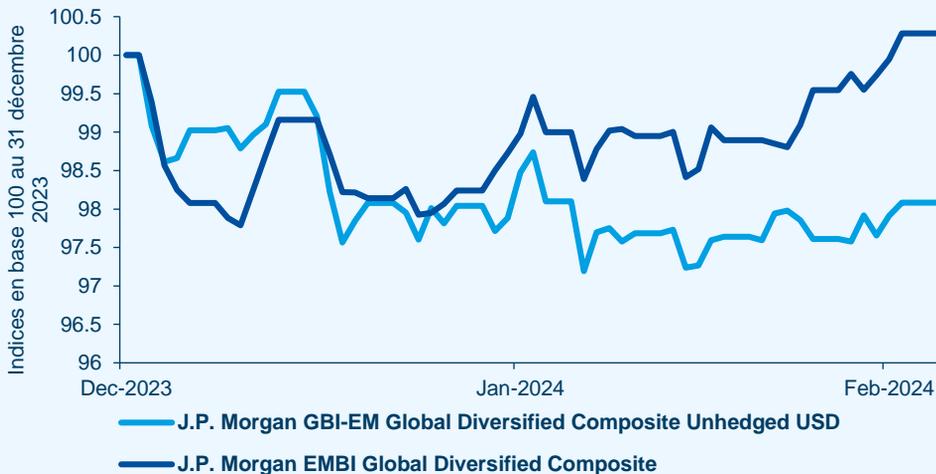
# ME : les obligations en devise locale pénalisées par les rendements US

RÉDACTEURS

**ALESSIA BERARDI**

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MACROÉCONOMIQUE MARCHÉS ÉMERGENTS – AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**GRAPHIQUE : Les obligations émergentes en devise forte commencent à surperformer leurs homologues en devise locale**



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 4 mars 2024.

Après un début d'année morose, les obligations émergentes libellées en devise forte ont récemment surperformé les obligations émergentes en devise locale : malgré la forte baisse de l'inflation dans les ME, la performance totale de cette classe d'actifs a été pénalisée par la forte hausse du rendement des obligations américaines à 10 ans et par la dépréciation des devises émergentes par rapport au dollar.



## MATIÈRES PREMIÈRES

## RÉDACTEURS

### Or



L'or reste dans l'expectative, les marchés repoussant leurs anticipations de baisses de taux. Ce n'est que partie remise car nous anticipons une hausse de l'or à 2100 dollars l'once grâce au soutien supplémentaire apporté par les déficits budgétaires, les tensions géopolitiques et les flux d'ETF.

### Pétrole



Nous nous attendons à ce que le Brent se négocie dans une fourchette proche de notre objectif de 85 dollars le baril, le cours étant plafonné par les importantes capacités de production supplémentaire, l'assouplissement de la discipline de l'OPEP, la production des pays du NOPEP et le ralentissement de la croissance chinoise. Nous anticipons une plus grande dispersion des cours des produits raffinés.

### Métaux industriels



L'excès temporaire d'offre plafonne les prix à court terme, mais un rebond cyclique en Chine et la résilience de la croissance mondiale pourraient générer un léger potentiel de hausse supplémentaire. Nous anticipons un regain de vigueur au S2, car l'offre commencera à accuser un retard par rapport à la demande, en particulier pour le cuivre.

*L'or conserve un léger potentiel haussier. Les cours du pétrole devraient évoluer dans une fourchette étroite.*

## DEVISES

## RÉDACTEURS

### Euro



Le ralentissement de la croissance et la normalisation de l'inflation, plus rapide qu'aux États-Unis, constituent des obstacles pour la devise, mais il reste difficile de dépasser les niveaux de 2023 compte tenu des légères inquiétudes concernant l'attitude de la Fed et de l'amélioration de la juste valeur de l'euro.

### Dollar



L'avantage de croissance des États-Unis par rapport aux autres MD conduit à un différentiel de taux plus important et soutient le dollar à court terme. Les valorisations élevées et la perspective des baisses de taux de la Fed suggèrent que cette vigueur ne devrait pas persister au S2.

### Livre sterling



Les surprises baissières concernant l'économie et l'inflation suggèrent que le marché pourrait progressivement attendre de nouvelles baisses de taux de la part de la Banque d'Angleterre en 2024. Nous anticipons un affaiblissement de la livre sterling au S1, mais la faible volatilité et le portage élevé limiteront la baisse.

### Yen



La forte décote par rapport aux fondamentaux et le positionnement très survendu suggèrent que la tendance du JPY devrait désormais être haussière. Toutefois, en l'absence d'un véritable cycle de hausse des taux de la BoJ, les taux américains resteront le moteur principal.

*La vigueur de la croissance américaine soutient le dollar ; la Fed limitera la hausse.*

---

GLOBAL  
INVESTMENT VIEWS



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

## Marchés, économie et valorisations : le débat fait rage

La vigueur de l'activité économique et les anticipations des marchés concernant les décisions des banques centrales et les bénéfices des entreprises ont fait monter les prix des actifs. Les valorisations sont excessives dans certains segments tels que les méga-capitalisations, dont les marges bénéficiaires sont également élevées. Mais la question clé est de savoir si de telles marges justifient les valorisations actuelles. Ces entreprises seront-elles en mesure d'accroître rapidement leur chiffre d'affaires tout en maintenant leurs marges dans un contexte de concurrence mondiale accrue et d'essoufflement des consommateurs ? Par ailleurs, il devient de plus en plus difficile de prévoir dans quel sens va évoluer l'activité économique. Nous pensons que les facteurs suivants vont prendre de l'importance :

- **Un ralentissement américain tardif mais prononcé** : Nous prévoyons un ralentissement de la demande intérieure en raison d'un soutien budgétaire limité ou inexistant et de difficultés croissantes pesant sur les entreprises. Jusqu'à présent, la consommation a été soutenue par la baisse de l'épargne, voire par un endettement excessif. Mais, à mesure que les marchés du travail ralentissent, ces moteurs pourraient s'affaiblir, affectant la croissance.
- **Divergences / stagnation de la croissance en Europe** : L'Allemagne, confrontée à de nombreux défis structurels, devrait être le pays le plus à la traîne cette année en raison de la faiblesse des investissements et des exportations. Des pays comme l'Espagne devraient faire un peu mieux. Dans ce contexte, le rôle de la force budgétaire et politique collective de l'UE est important dans le cadre de la transition écologique.
- **La politique monétaire** : À partir de la fin du 1<sup>er</sup> semestre, la Fed, la BCE et la BoE devraient commencer à réduire leurs taux, pour une baisse totale de 100 pb pour la Fed cette année et de 125 pb pour la BCE et la BoE. Si l'inflation continue de baisser, nous voyons peu de raisons pour que la Fed maintienne des taux restrictifs.

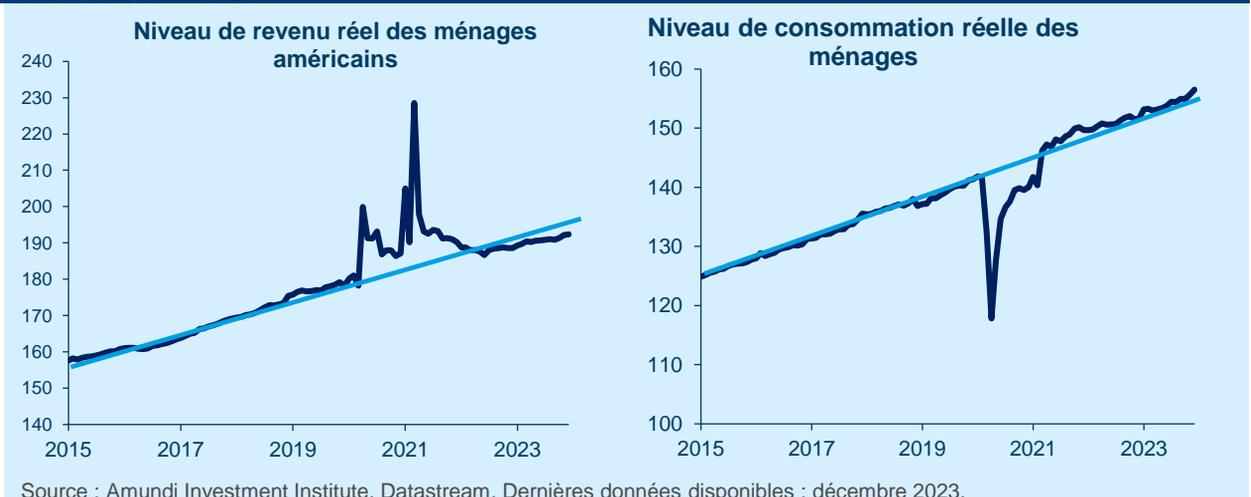


**VINCENT MORTIER**  
DIRECTEUR DES  
GESTIONS GROUPE



**MATTEO GERMANO**  
DIRECTEUR ADJOINT  
DES GESTIONS GROUPE

### Aux États-Unis, la baisse des revenus réels des ménages devrait entraîner une détérioration de la consommation





Nous identifions de la valeur dans quatre domaines principaux :

- **Cross Asset.** Nous sommes désormais proches de la neutralité sur les actions des marchés développés, car la croissance économique s'avère meilleure que prévu. Toutefois, compte tenu des valorisations élevées, nous nous méfions de l'excès d'exubérance et recherchons des opportunités régionales sur les marchés émergents et au Japon. Nous sommes passés neutres sur les États-Unis. En termes de durée, nous sommes prudents sur le Japon, mais positifs sur les États-Unis et l'Europe. Compte tenu du risque de tensions budgétaires et de surprises inflationnistes, mieux vaut être actif dans la gestion de la durée. En outre, toute appréciation à court terme du dollar pourrait affecter les performances des obligations émergentes et appelle donc à la vigilance. Enfin, le pétrole constitue une bonne couverture au vu des tensions géopolitiques, avec un potentiel de légère hausse, l'offre étant restreinte à court terme.
- **Sur le marché obligataire, nous restons légèrement prudents sur la durée en Europe et au Japon, mais positifs aux États-Unis,** où l'inflation poursuit sa baisse, **et positifs sur le crédit mondial de qualité.** En Europe, nous suivons l'analyse de l'économie par la BCE afin de déceler tout signe d'inflexion de sa politique. Au Royaume-Uni, nous sommes légèrement optimistes au vu des pressions sur la BoE pour qu'elle réduise ses taux. Les obligations d'entreprises restent bien orientées, mais la liquidité est une préoccupation, surtout sur le HY. Nous sommes optimistes sur l'IG aux États-Unis et plus encore dans l'UE. Aux États-Unis, nous privilégions le crédit à maturité courte et les titres liés à l'assurance. Nous sommes prudents vis-à-vis du HY moins bien noté, mais décelons de la valeur, de façon sélective, dans les secteurs non cycliques dans un contexte de dispersion croissante.
- **Les récents mouvements des actions américaines ont été tirés par un nombre limité de méga-capitalisations, ce qui augmente les risques de concentration.** Dans une moindre mesure, cela est également vrai pour l'Europe. À mesure que le cycle économique évolue, les marchés devraient commencer à accorder davantage d'attention à la tendance des bénéfices. Nous maintenons une position sélective et sommes légèrement prudents à l'égard des secteurs les plus chers aux États-Unis et en Europe. Cependant, toute anomalie de marché concernant les bénéfices et les valorisations est l'occasion de tirer parti de situations idiosyncrasiques. En termes de styles et de régions, nous restons positifs sur les entreprises à marge élevée (qualité), sur les actions Value américaines, ainsi que sur le Japon.
- **Sur les marchés émergents, les rendements attractifs** et la poursuite de la désinflation nous incitent à rester positifs à l'égard de la dette en devise forte et en devise locale, avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG. Sur le plan régional, nous privilégions l'Amérique latine et sommes plus sélectifs en Asie et dans la région EMEA. Sans surprise, la région présente des opportunités idiosyncrasiques comme l'Argentine. Nous sommes également optimistes sur les actions, notamment en Asie (Inde, Indonésie, Corée du Sud) et en Amérique latine.

*L'extension du cycle économique nous permet de rester proches de la neutralité en termes de risque, mais nous surveillons l'incertitude au sujet de la consommation intérieure américaine et le niveau extrême des valorisations dans certains segments.*

## Sentiment de risque global

**Aversion**

**Appétit**



Proche de la neutralité en termes de risque compte tenu de l'écart entre, d'une part, la performance et les valorisations du marché et, d'autre part, le ralentissement économique attendu.

*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.*

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, DF = dette libellée en devises fortes, DL = dette libellée en devises locales. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.

### Changements par rapport au mois dernier

- Cross asset : Neutralité sur les actions américaines ; Protection sur la durée américaine du fait des risques de surprises inflationnistes ; Toujours positif sur les obligations émergentes, mais, à court terme, la vigueur du dollar pourrait affecter les performances dans ce segment.



## Trois questions d'actualité

1

### Comment les grandes banques centrales des marchés développés réagiront-elles au ralentissement de l'inflation ?

Même si la désinflation est en cours en Europe, les risques d'un resserrement excessif et d'un retard de la BCE ne sont pas pris en compte par les marchés. La BCE surveille les données économiques, les marchés du travail et l'assouplissement récent des conditions financières. Nous continuons de penser qu'elle commencera à réduire ses taux vers la fin du 1<sup>er</sup> semestre, pour une baisse totale de 100 pb cette année. La BoE a également abandonné son ton restrictif et devrait réduire ses taux de 125 pb à partir du milieu de l'année, même si nous n'excluons pas une baisse surprise plus tôt. Aux États-Unis, la Fed aura besoin d'être sûre que la tendance de l'inflation converge vers son objectif.

#### Conséquences en matière d'investissement

- Légèrement positifs à l'égard de la duration aux États-Unis et au Royaume-Uni

2

### Que pensez-vous des nouveaux sommets atteints par les actions ?

Alors que les actions américaines et européennes ont atteint des niveaux record en février, le moment est venu de réévaluer les valorisations. Les marchés semblent tendus dans leur ensemble et il est difficile de croire qu'une prime supplémentaire de valorisation puisse se construire rapidement et avec une ampleur significative. De plus, si le contexte économique est meilleur qu'auparavant, les valorisations élevées nous empêchent d'adopter une opinion plus favorable sur les actions. Une correction tactique pourrait offrir des points d'entrée à des niveaux attractifs. D'ici là, nous aurons également plus de visibilité sur les perspectives économiques.

#### Conséquences en matière d'investissement

- Proches de la neutralité sur les États-Unis et l'Europe
- Légèrement positifs à l'égard du Japon

3

### Quelles sont vos perspectives à court terme concernant les matières premières ?

A court terme, les prix du pétrole pourraient connaître une certaine vigueur en raison de facteurs techniques solides et de la résilience de la croissance mondiale. Toutefois, nous prévoyons des gains limités à moyen terme en raison de freins tels que les capacités de production inutilisées et la faible discipline de production de l'OPEP. En revanche, les cours de l'or semblent attentistes. Compte tenu de sa faible valorisation et de la dissipation des espoirs de baisses de taux rapides de la Fed, nous identifions un léger potentiel de hausse à court terme. Toutefois, si la Fed réduit ses taux plus tôt que prévu, le potentiel haussier pourrait être plus important.

#### Conséquences en matière d'investissement

- Objectif Brent : 85 \$ / baril à court terme
- Or : 2050 \$ / once

*Même si nous nous attendons à ce que la Fed, la Banque d'Angleterre et la BCE baissent leurs taux vers le mois de juin, nous restons attentifs au rythme de la désinflation, qui peut créer des surprises.*

**MONICA DEFEND**  
DIRECTRICE  
D'AMUNDI  
INVESTMENT  
INSTITUTE





MULTI-ASSET

# Allocation dynamique : neutralité, vigilance sur le risque

Même si nous anticipons un ralentissement aux États-Unis, la situation n'est pas facile à lire, en particulier si l'on considère les bénéfices et les valorisations des actifs risqués. **Par conséquent, nous maintenons une approche dynamique qui tient compte des nuances à court terme et équilibre les convictions à long terme.** Nous avons adopté une position neutre sur les actions des marchés développés, mais basons notre conviction sur les divergences géographiques (MD vs Asie). Dans le même temps, nous restons bien diversifiés grâce aux matières premières et avons affiné nos vues sur les changes et les couvertures. L'environnement des **actions mondiales** est de plus en plus incertain. Le cycle américain se prolonge mais la croissance future s'annonce difficile. Nous sommes passés neutres sur les États-Unis dans un contexte de désinflation et de croissance solide. Nous sommes prudents sur l'Europe et légèrement positifs sur le Japon malgré les derniers chiffres. Toutefois, notre positionnement est plus affirmé sur les marchés émergents (Indonésie, Corée, Inde).

**Nous restons légèrement optimistes sur la durée américaine et européenne** compte tenu de l'incertitude entourant l'activité future et des anticipations de baisse de taux. Étant donné que l'inflation et des tensions budgétaires (dues aux élections américaines) pourraient affecter l'attitude des banques centrales et l'évolution des taux, nous restons très flexibles. Concernant les BTP italiens, nous pensons que les risques idiosyncrasiques sont limités et qu'il existe un potentiel supplémentaire. Nous restons toutefois prudents à l'égard des JGB et surveillons la manière dont les derniers chiffres de PIB pourraient freiner la BoJ dans sa sortie de sa politique de taux négatifs.

En ce qui concerne le crédit des marchés développés, nous apprécions le crédit IG de l'UE, compte tenu de sa qualité élevée et de ses valorisations relatives attractives. Ailleurs, la tendance désinflationniste dans les marchés émergents et l'approche du cycle d'assouplissement des banques centrales des marchés développés créent un environnement positif pour les obligations émergentes. Les rendements des marchés émergents sont attractifs, mais une inflation plus élevée que prévu ou de meilleures perspectives de croissance aux États-Unis (par rapport au reste du G10), alors que le cours du dollar intègre la perspective d'un assouplissement monétaire (marge d'appréciation), pourraient prolonger la vigueur du billet vert. Les investisseurs doivent tenir compte de cet aspect dans leur allocation. Même si nous restons tactiquement positifs à l'égard du dollar, nous pensons que cette tendance ne se poursuivra pas. Nous sommes également optimistes sur les paires EUR/GBP et JPY/CHF. Par ailleurs, la politique monétaire et la croissance américaines devraient également avoir un effet sur le yen. Concernant les devises émergentes, nous maintenons notre préférence pour l'Amérique latine (BRL) par rapport à l'Asie.

**L'inflation américaine recule, mais toute surprise pourrait peser sur les obligations du Trésor américain, ce qui rend nécessaire une certaine protection.** En revanche, le pétrole offre une protection contre les risques géopolitiques, compte tenu de ses solides facteurs techniques.

RÉDACTEURS

**FRANCESCO SANDRINI**

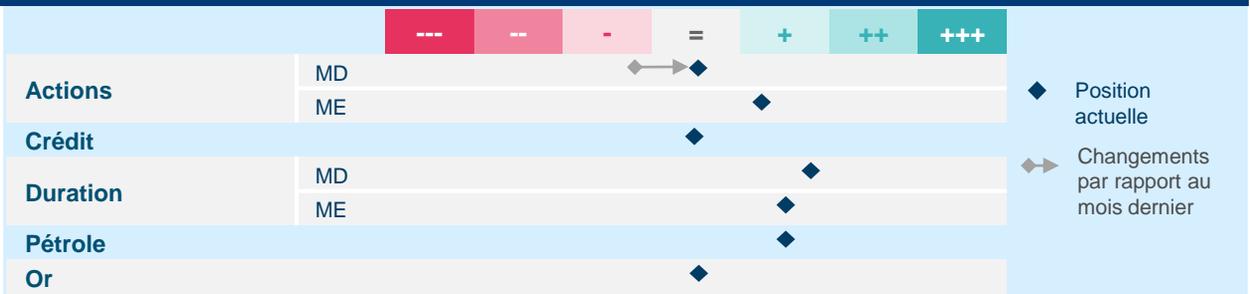
RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

**JOHN O'TOOLE**

RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

*La combinaison désinflation/ croissance aux États-Unis et les anticipations de baisse des taux stimulent les actions américaines, d'où notre neutralité tactique à l'égard des actions des marchés développés.*

## Convictions cross-asset d'Amundi



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. FX = devises, BTP = obligations d'État italiennes, BoJ = Banque du Japon, JGB = obligations d'État japonaises, BoE = Banque d'Angleterre, NIRP = politique de taux d'intérêt négatifs, MD = marchés développés, ME = marchés émergents. Pour d'autres définitions et abréviations de devises, veuillez consulter la dernière page du présent document.



OBLIGATIONS

# Investir dans les obligations à l'échelle mondiale, en gardant un œil sur l'inflation du « dernier kilomètre »

Les marchés révisent leurs anticipations (par rapport à il y a quelques mois) de baisse des taux directeurs aux États-Unis du fait de la communication de la Fed et des chiffres de l'inflation américaine. Tant la Fed que la BCE souhaiteraient constater une poursuite de la désinflation avant de commencer à baisser leurs taux. Aussi, compte tenu de la tendance récente de l'inflation sous-jacente des services aux États-Unis, il est logique qu'elles fassent preuve de patience. Pour les investisseurs, cela signifie que les rendements sans risque sont attractifs aux niveaux actuels, en particulier aux États-Unis. Toutefois, en raison de l'incertitude entourant l'évolution des économies, nous restons très agiles sur les obligations et recherchons des opportunités à l'échelle du monde. Nous restons positifs vis-à-vis du crédit mondial de qualité et des obligations émergentes.

Obligations mondiales et européennes	Obligations américaines	Obligations émergentes
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous restons <b>légèrement prudents sur la durée des principaux pays européens</b>. Cependant, la situation pourrait changer lorsque l'action de la BCE deviendra plus claire.</li> <li><b>Concernant le Japon, nous sommes prudents</b> et suivons l'action de la BoJ.</li> <li><b>Sur le marché du crédit, nous apprécions les obligations IG européennes</b> mais restons agiles pour nous adapter aux fluctuations du marché. Nous privilégions les financières et les dettes subordonnées et <b>l'IG par rapport au HY</b>. Sur le HY, nous observons une forte dispersion, avec des opportunités sélectives sur les maturités courtes en Europe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous <b>sommes optimistes sur la durée au vu de la tendance à la désinflation</b>, mais nous restons flexibles.</li> <li><b>Nous préférons l'IG au HY</b> et au sein de l'IG, nous apprécions les <b>valeurs financières</b>. De plus, la <b>partie intermédiaire de la courbe de crédit</b> et les échéances plus courtes offrent un meilleur potentiel.</li> <li>Nous sommes prudents sur le HY, mais recherchons des obligations d'entreprise et des titres liés à l'assurance mieux notés. <b>Nous sommes également attentifs à la liquidité</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>La poursuite de la désinflation, la croissance soutenue des marchés émergents</b> et l'assouplissement potentiel de la Fed sont des facteurs positifs.</li> <li><b>Nous apprécions la dette en devises fortes et la dette d'entreprise, et privilégions le HY par rapport à l'IG</b>, compte tenu des valorisations relatives attractives et d'un meilleur portage. Concernant les devises locales, nous maintenons notre préférence pour <b>l'Amérique latine</b>.</li> <li>Nous identifions de bonnes opportunités idiosyncrasiques, à savoir l'Argentine (forte récolte, portage attractif) et l'Égypte.</li> <li>Nous sommes toutefois prudents à l'égard du Moyen-Orient, même si nous apprécions les exportateurs de matières premières.</li> </ul>

## L'inflation globale recule, mais attention à la persistance de l'inflation des services



### RÉDACTEURS

**AMAURY D'ORSAY**  
RESPONSABLE DE LA  
PLATEFORME  
DE GESTION  
OBLIGATAIRE

**YERLAN SYZDYKOV**  
RESPONSABLE  
MONDIAL DES  
MARCHÉS ÉMERGENTS

**MARCO PIRONDINI**  
DIRECTEUR  
DES  
INVESTISSEMENTS  
AUX ÉTATS-UNIS



ACTIONS

# Se concentrer sur la résilience des bénéfices et les valorisations

Alors que les marchés ont atteint de nouveaux sommets et que les risques de concentration se sont accrues aux États-Unis et en Europe, nous sommes en train d'évaluer la soutenabilité de cette hausse au vu de la croissance. Compte tenu du niveau élevé des valorisations, tout catalyseur baissier (déception sur les baisses de taux, faiblesse des données économiques, etc.) pourrait peser sur les performances des segments les plus chers. La question principale est donc de savoir si nous assisterons à un ralentissement aux États-Unis, et, si oui, quelle en sera l'ampleur. En cas de faiblesse économique aux États-Unis et en Europe, les bénéfices en seraient affectés. Les investisseurs ont donc intérêt à explorer les segments offrant le bon équilibre entre potentiel de croissance des bénéfices et valorisations aux États-Unis, en Europe, au Japon et sur les marchés émergents.

Actions européennes	Actions mondiales et américaines	Actions ME
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Nous privilégions une approche barbell</b>, avec une préférence pour les valeurs défensives et cycliques de qualité.</li> <li>▪ Sur le plan sectoriel, nous <b>sommes légèrement plus optimistes à l'égard des biens de consommation de base</b>. Les investisseurs doivent également envisager de profiter de la volatilité des marchés pour explorer les entreprises du luxe.</li> <li>▪ Dans le secteur financier, nous privilégions les banques offrant des dividendes élevés et une croissance des bénéfices supérieure à celle du marché.</li> <li>▪ En revanche, les valorisations de certains fabricants de semi-conducteurs semblent exagérées.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sur les marchés qui font la part belle aux méga-capitalisations, nous cherchons à tirer parti des écarts</b> entre les titres « value » et « growth », entre l'approche équilibrée et les méga-capitalisations.</li> <li>• Nous sommes de moins en moins positifs à l'égard du secteur de l'énergie en raison des craintes d'offre excédentaire.</li> <li>• Nous privilégions les valeurs défensives présentant des valorisations raisonnables et apprécions les valeurs cycliques de qualité qui deviennent attractives après les derniers résultats.</li> <li>• Au Japon, des ajustements sont possibles d'un point de vue bottom-up.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Nous sommes optimistes vis-à-vis des émergents, dont la dynamique diverge de celle des économies développées</b>. Nous sommes vigilants à l'égard de la Chine en raison de la faiblesse de la consommation, mais la volonté du gouvernement d'améliorer le sentiment est incontestable.</li> <li>▪ Ailleurs en Asie, nous sommes <b>légèrement plus optimistes en Corée du Sud</b> sur fond d'amélioration de la gouvernance des entreprises.</li> <li>▪ Dans l'ensemble, nous <b>recherchons des tendances structurelles en Asie et en Amérique latine</b>, et continuons d'apprécier l'Inde et l'Indonésie.</li> </ul>

## Les valorisations relatives du S&P 500 attirent l'attention sur les risques de concentration



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, 19 février 2024. Indices S&P 500 et S&P équi pondéré (Equal Weighted). SD = Écart-type

### RÉDACTEURS

**FABIO DIGIANSANTE**  
RESPONSABLE DES  
ACTIONS À GRANDE  
CAPITALISATION

**YERLAN SYZDYKOV**  
RESPONSABLE  
MONDIAL DES  
MARCHÉS ÉMERGENTS

**MARCO PIRONDINI**  
DIRECTEUR  
DES INVESTISSEMENTS  
AUX ÉTATS-UNIS



OPINIONS

# Allocation d'actifs Amundi

## Focus ce mois-ci

- **Méga-capitalisations américaines** : Nous sommes sceptiques à l'égard des méga-capitalisations et pensons qu'il existe des opportunités en dehors de ce segment, y compris sur le segment Value aux États-Unis. En ce qui concerne les valeurs de croissance mondiale, nous sommes proches de la neutralité.
- **Govies GB** : L'inflation globale devrait rapidement baisser et la majorité des membres du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre semble être favorables aux baisses de taux. Nous sommes donc légèrement positifs sur les Gilts.

## Actions et facteurs globaux

Régions	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++	Facteurs mondiaux	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++
États-Unis				◆			Croissance				◆		
Europe				◆			Value					◆	
Japon					◆		Petites capitalisations				◆		
ME					◆		Qualité					◆	
Chine				◆			Faible volatilité				◆		
Émergents hors Chine					◆		Momentum				◆		
Inde					◆		À dividende élevé					◆	

## Obligations et devises

Govies	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++	Crédit	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++
États-Unis					◆		IG É.-U.				◆		
Noyau dur de l'UE				◆			HY É.-U.			◆			
UE périph.				◆			IG UE				◆		
UK					◆		HY UE			◆			
Japon			◆										
Dette ME	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++	Devises	Évolution vs M-1	--	-	=	+	++
Oblig. d'État chinoises				◆			USD					◆	
Oblig. d'État indiennes				◆			EUR			◆			
Dette ME en devise forte					◆		GBP				◆		
Dette ME en devise locale					◆		JPY					◆	
Oblig. d'entreprises émergentes					◆		CNY			◆			

Source : Amundi, février 2024. Opinions relatives à un investisseur en 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.



## PRÉVISIONS

# Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 7 mars 2024						
Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, GA, %			Inflation (IPC), GA, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1,6	1,1	1,2	4,7	2,5	2,1
États-Unis	2,5	1,8	1,1	4,2	2,7	2,1
Zone euro	0,5	0,2	1,0	5,4	2,4	2,1
<i>Allemagne</i>	-0,1	0,1	0,9	6,1	2,4	2,2
<i>France</i>	0,9	0,5	1,3	5,7	2,7	2,0
<i>Italie</i>	0,7	0,5	1,1	5,9	1,5	2,2
<i>Espagne</i>	2,5	1,3	1,5	3,4	2,8	2,2
Royaume-Uni	0,1	0,0	1,0	7,5	2,5	2,3
Japon	1,9	1,1	1,5	3,3	2,0	1,4
Pays émergents	4,3	3,7	3,7	5,8	5,4	4,0
Chine	5,2	3,9	3,4	0,2	0,2	0,2
Inde	7,7	6,3	6,0	5,7	5,4	6,0
Indonésie	5,0	5,1	4,8	3,7	3,1	3,9
Brésil	2,9	1,8	2,2	4,6	3,7	3,6
Mexique	3,2	1,7	1,9	5,6	4,5	3,8
Russie	3,2	1,6	2,0	6,0	6,4	4,5
Afrique du Sud	0,5	1,0	1,3	5,9	4,8	3,5
Turquie	4,1	2,8	3,6	53,4	59,0	29,0
Monde	3,2	2,7	2,7	5,3	4,3	3,2

Prévisions concernant les taux directeurs des banques centrales, %					
	7 mars 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
États-Unis*	5,50	5,25	5,10	4,50	4,50
Zone euro**	4,00	3,75	3,70	2,75	3,00
Royaume-Uni	5,25	5,00	5,10	4,00	4,50
Japon	-0,10	0,00	0,09	0,00	0,27
Chine***	3,45	3,25	3,30	3,25	3,20
Inde****	6,50	6,50	6,40	6,00	6,00
Brésil	11,25	9,75	9,75	8,75	9,00
Russie	16,00	16,00	15,05	12,00	11,50

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 7 mars 2024. IPC : indice des prix à la consommation. \* : Haut de la fourchette cible des fonds fédéraux. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux préférentiel des prêts à un an. \*\*\*\* : Taux de rachat. T2 2024 indique fin juin 2024 ; T4 2024 indique fin décembre 2024.



## PRÉVISIONS

# Prévisions des marchés financiers

## Rendements obligataires

### Prévisions concernant les rendements obligataires à deux ans, %

	3 mars 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	4,56	3,80-4,00	4,20	3,70-3,90	4,03
Allemagne	2,89	2,30-2,50	2,47	1,90-2,10	2,21
Royaume-Uni	4,29	3,60-3,80	3,91	3,40-3,60	3,84
Japon	0,18	0,10-0,20	0,24	0,10-0,20	0,28

### Prévisions concernant les rendements obligataires à dix ans, %

	3 mars 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	4,21	3,70-3,90	4,17	3,80-4,00	4,18
Allemagne	2,41	2,20-2,40	2,37	2,00-2,20	2,35
Royaume-Uni	4,11	3,80-4,00	4,06	3,70-3,90	4,09
Japon	0,72	0,80-1,00	0,83	0,80-1,00	0,92

## Taux de change

	7 mars 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
EUR/USD	1,09	1,08	1,09	1,14	1,11
EUR/JPY	162	154	159	154	156
EUR/GBP	0,85	0,87	0,86	0,87	0,87
EUR/CHF	0,96	0,96	0,97	1,01	0,98
EUR/NOK	11,39	11,28	11,20	11,31	11,12
EUR/SEK	11,20	11,37	11,20	11,46	11,13
USD/JPY	148	142	145	135	139
AUD/USD	0,66	0,65	0,67	0,70	0,69
NZD/USD	0,62	0,60	0,62	0,63	0,64
USD/CNY	7,19	7,10	7,15	7,00	7,06

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 7 mars 2024.



## CONTRIBUTEURS AII\*

### **SERGIO BERTONCINI**

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**POL CARULLA** SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES  
DIVISIONS CLIENT

**UJJWAL DHINGRA** SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES  
DIVISIONS CLIENT

**SILVIA DI SILVIO** MACROSTRATÉGISTE  
SENIOR, RECHERCHE CROSS-ASSET

**PATRYK DROZDIK**  
MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS  
ÉMERGENTS

**DELPHINE GEORGES**  
STRATÉGISTE SENIOR TAUX

**GIAUSA GABRIELE**  
MACROSTRATÉGISTE JUNIOR

**KARINE HERVÉ**  
MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS  
ÉMERGENTS

**SOSI VARTANESYAN** ANALYSTE  
SOUVERAINS SENIOR

## CONCEPTION ET VISUALISATION DES DONNÉES

**CHIARA BENETTI** DIRECTRICE ARTISTIQUE  
NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII \*

**VINCENT FLASSEUR** RESPONSABLE  
GRAPHISME ET VISUALISATION DES DONNÉES, AII \*

## DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

**MONICA DEFEND** DIRECTRICE D'AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

**VINCENT MORTIER** DIRECTEUR DES  
GESTIONS

**MATTEO GERMANO** DIRECTEUR ADJOINT DES  
GESTIONS

## RÉDACTRICES EN CHEF

**CLAUDIA BERTINO** RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION  
ET PUBLICATION, AII \*

**LAURA FIOROT** RESPONSABLE DE L'ÉDITION & DES  
DIVISIONS CLIENT, AII \*

## RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

**FRANCESCA PANELLI** SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION &  
DES DIVISIONS CLIENT

**TRISTAN PERRIER** MACROÉCONOMISTE ET SPÉCIALISTE  
DE L'ÉDITION

**GIANLUCA GALLARATE** SPÉCIALISTE ÉDITION &  
PUBLICATION

\* Amundi Investment Institute

## 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 figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du 8 mars 2024. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. 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 sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, les personnes ayant participé à la réalisation de ce document ne peuvent en aucun cas être tenues responsables de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage éventuel.

Date de première utilisation : 11 mars 2024.

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](http://www.amundi.com)

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Matthias Clamer.



# Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs doivent être en mesure de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de mieux construire leurs portefeuilles.

Cet environnement recouvre des dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale.

Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités d'Amundi en matière de recherche, de stratégie de marché, de thèmes d'investissement et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une seule entité : l'Amundi Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des publications de recherche et de **Thought Leadership** qui anticipent et innovent au profit des équipes d'investissement et des clients.



## Consultez les dernières informations sur :

-  Géopolitique
-  Économie et marchés
-  Stratégie de portefeuille
-  Analyses ESG
-  Hypothèses du marché des capitaux
-  Recherche Cross Asset

[Visit our Research Center](#)



Retrouvez-nous sur

