

## LE THÈME DU MOIS

## Le Covid s'essouffle tandis que le risque chinois s'aggrave



**Alessia BERARDI,**  
Responsable des Marchés  
émergents, Recherche Stratégie  
Macroéconomique



**Claire HUANG,**  
Macrostratégiste, Marchés  
Émergents



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents

*Le désendettement du secteur immobilier et la stabilisation des prix des logements conviennent au programme politique à long terme de la Chine*

Alors que les marchés émergents s'orientent vers un environnement plus sain (les cas de Covid sont en recul et les campagnes de vaccination s'accroissent), la décélération provoquée volontairement par la Chine est désormais imminente. Les économies les plus exposées à la Chine (commerce et matières premières) et dont la marge de manœuvre politique est limitée sont les plus à risque. La dette émergente reste une bonne source de portage et nous privilégions les taux en devise locale où les banques centrales sont plus proches de la fin de leur cycle de normalisation. Positionnement prudent, mais constructif vis-à-vis des actions émergentes, valorisations attractives dans le contexte mondial.

### Contexte macroéconomique des marchés émergents : tendances de croissance, dynamiques d'inflation et *policy mix*

À partir du mois de juillet, la dynamique économique des marchés émergents s'est stabilisée à des niveaux élevés en Amérique latine et en Europe de l'Est, tandis qu'elle est restée modérée en Asie. Cette dernière a souffert d'un variant delta ravageur et des politiques moins tolérantes face au Covid-19. En effet, des mesures de confinement de plus en plus strictes ont été mises en place depuis juin dans la région. Récemment, dans la région, le mois d'août et le début septembre ont apporté quelques bonnes nouvelles liées à l'évolution de la pandémie : le nombre de cas a atteint un pic (bien qu'à des rythmes différents) et certaines restrictions ont été levées dans les pays. Les chiffres récents en Indonésie montrent le plus petit nombre de cas (moyenne sur 7 jours) depuis près d'un an ; à la mi-septembre, le pays a rouvert aux touristes étrangers (pleinement vaccinés et observant une quarantaine allant de 8 à 14 jours). Dans l'intervalle, le déploiement de la vaccination s'est accéléré, bien qu'il reste lent.

Le rebond de la croissance observé depuis la réouverture par les marchés émergents de leurs économies est principalement tiré par la demande extérieure (accentuée chez les exportateurs de matières premières par des termes de l'échange très favorables) et par la consommation des ménages (soutenue par la demande insatisfaite et/ou les aides directes en espèces). Au contraire, **la reprise des investissements reste à la traîne, voire absente dans le pire des cas, ce qui rend le rebond actuel moins autonome et**

**durable à l'avenir.** C'est pourquoi le *policy mix* devrait rester favorable et se normaliser progressivement vers des conditions financières plus neutres et une politique budgétaire plus prudente. **Jusqu'à présent, les conditions financières mondiales ont permis aux marchés émergents de maintenir une politique accommodante.** En effet, le plan de réduction des achats d'actifs, qui a fait l'objet d'une communication habile de la part de la Réserve fédérale a été bien accueilli par le marché, réduisant pour l'instant le potentiel perturbateur des conditions extérieures vulnérables dans les marchés émergents. Bien sûr, le fait que les niveaux de balance des paiements soient plus sains aujourd'hui par rapport à ceux enregistrés lors du *taper tantrum* est un atout. Malheureusement, les dynamiques d'inflation excessives des marchés émergents ont déjà contraint de nombreuses banques centrales des marchés émergents à entamer une normalisation de leur politique monétaire. La pression sur l'inflation liée aux coûts (prix de l'alimentation, de l'énergie, du transport maritime) est encore loin de se calmer. Pour rappel, en ce qui concerne le *policy mix* des marchés émergents, un cycle de relèvement audacieux a déjà eu lieu dans certains pays (comme au Brésil et en Russie et plus récemment dans d'autres pays comme la Colombie, le Chili ou la Hongrie) et des hausses supplémentaires sont prévues, de sorte que les conditions de liquidité sont en train de se normaliser à un rythme très progressif.

### Chine : une « nouvelle » source de stress macro-financier pour l'économie mondiale et les marchés émergents

**Dans un contexte toujours fragile sur les marchés émergents, le ralentissement plus important que prévu de l'économie chinoise a commencé à se manifester en juillet-août.**

Les chiffres de la croissance ont globalement surpris à la baisse au T3, les exportations

étant la seule exception. Le durcissement des politiques avec le ralentissement de l'immobilier, les restrictions auto-imposées (politique de tolérance zéro face au Covid-19, baisses de production à des fins de décarbonisation/rationnement de l'électricité)

LE THÈME DU MOIS

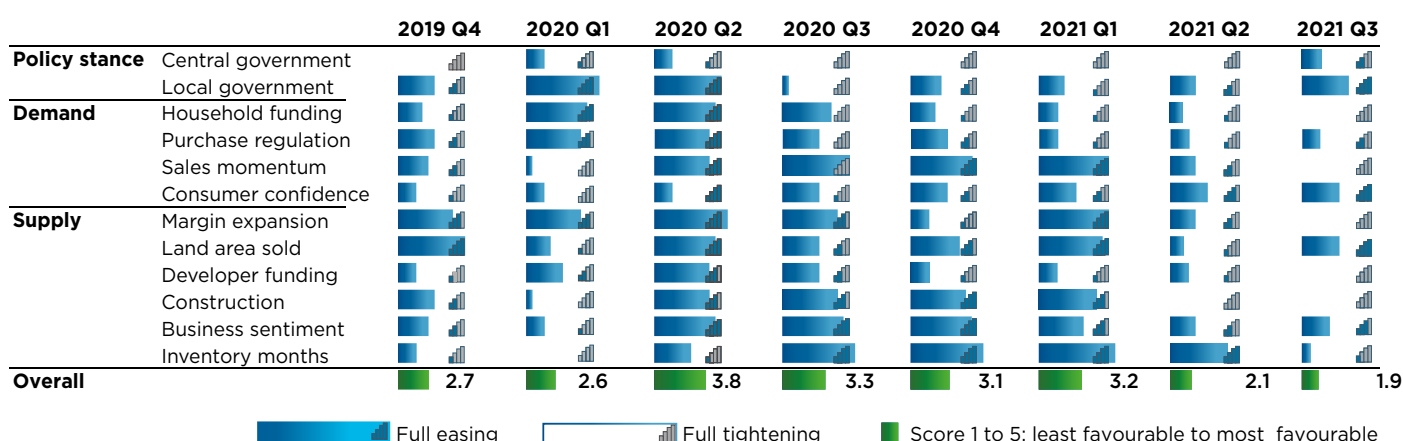
et la pénurie mondiale de puces ont contribué à la détérioration des performances économiques.

**Pour la deuxième fois en moins de deux mois, nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance**; nous n'anticipons plus de redressement de la croissance au T4 2021. En revanche, nous tablons toujours sur un rebond de la production au T1 2022, car les contraintes sur l'offre mondiale s'atténuent et les quotas d'utilisation de l'énergie seront renouvelés. Par ailleurs, nous anticipons toujours un ajustement de la politique de tolérance zéro pour faciliter les déplacements domestiques début 2022, ce qui devrait devenir moins pénalisant pour le secteur des services. **Nous anticipons désormais une croissance moyenne du PIB réel 2021 à 8,3 % contre 8,7 % auparavant et une croissance 2022 à 4,9 % contre 5,4 % auparavant.**

L'activité dans le secteur du logement ralentit rapidement et, en l'absence de changement de politique, la pression sur la liquidité restera élevée dans ce secteur. Dans le cadre de

nouvelles réglementations mises en place il y a un an, les promoteurs immobiliers devront atteindre certains objectifs de désendettement d'ici mi-2023. Le désendettement du secteur immobilier et la stabilisation des prix des logements conviennent au programme politique à long terme de la Chine. Dans le cadre de son objectif de « Prospérité Commune », le gouvernement est en train de promouvoir un marché immobilier durable et sain pour le bien collectif. Hong Kong et la Corée du Sud rappellent constamment à Pékin comment la hausse de l'inflation du logement pourrait rapidement éroder les revenus des ménages et les bases politiques. Compte tenu de l'engagement général de la Chine à réduire le risque financier, des entreprises comme le promoteur Evergrande devront restructurer leur stock de dette. **La véritable contagion, en Chine et à l'étranger, liée au redimensionnement du secteur du logement s'ajoute à la contagion financière à partir du secteur immobilier sur le marché du crédit asiatique et aux interrogations liées à l'exposition au secteur bancaire.**

1/ Tableau de bord du marché immobilier chinois



Source : CEIC, GS, Recherche Amundi - Données au 15 septembre 2021

**Parmi les catalyseurs positifs de la croissance, l'assouplissement budgétaire se poursuit et les émissions nettes élevées devraient se poursuivre en septembre et décembre.** L'assouplissement budgétaire devrait permettre aux investissements en infrastructures de repartir à la hausse, mais une reprise faible est plus probable compte tenu des exigences accrues en matière de qualité des projets et de la prudence des responsables locaux avant l'Assemblée nationale populaire en mars et le Congrès du Parti en 2022. Néanmoins, nous n'anticipons pas encore d'assouplissement du contrôle de la dette hors budget, limitant les dépenses des LGFV (véhicules de financement des gouvernements locaux) et des entreprises publiques locales. La croissance du crédit

est au plus bas. Le désendettement en 2022 devrait se poursuivre à un rythme plus lent par rapport à l'année 2021 afin d'éviter les risques de contagion. La PBoC devrait maintenir une liquidité interbancaire accommodante. Les dernières injections de liquidités hebdomadaires ont été les plus élevées en huit mois, en partie pour répondre à la demande saisonnière. **Nous tablons sur une nouvelle baisse du taux de réserves obligatoires de la PBoC en octobre. Toutefois, la baisse du taux de réserves obligatoires à elle seule n'aidera pas beaucoup.** La faiblesse actuelle de l'économie nécessite une suspension du resserrement du crédit ou une baisse des taux (moins efficace sans assouplissement du crédit). Mais il n'y a pas de signal de la part de la banque centrale qu'elle le ferait

LE THÈME DU MOIS

*Les économies émergentes les plus exposées à la Chine (commerce et matières premières) et dont la marge de manœuvre politique est limitée sont les plus à risque*

**Ralentissement de la croissance chinoise : quel impact sur les marchés émergents ?**

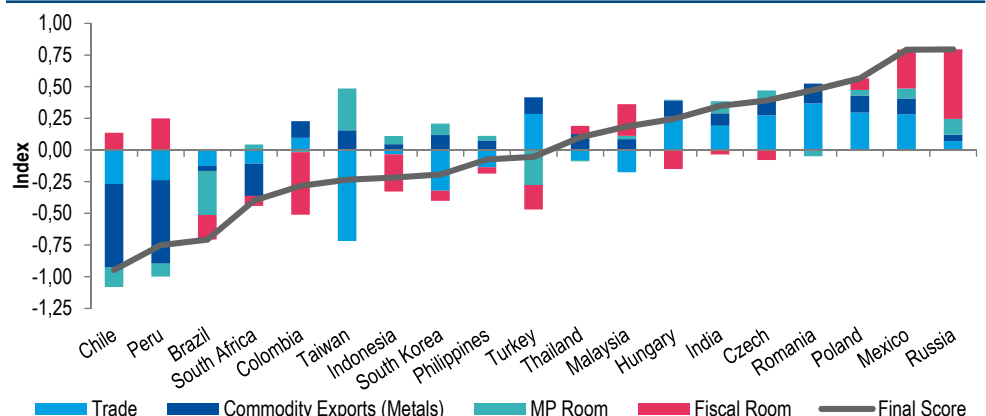
Le ralentissement attendu de l'économie chinoise devrait normalement avoir un impact sur la plupart des économies du monde. Sur le plan purement macroéconomique, nous analysons cet impact selon différents aspects.

**Le premier impact, qui est également le plus direct, devrait être par le canal commercial** en raison de la grande pertinence de la Chine en tant que partenaire commercial pour de nombreux pays du monde. La première conclusion d'une analyse des chiffres de l'exposition aux échanges commerciaux à valeur ajoutée est qu'à l'exception de l'Australie et du Japon, l'impact d'un choc baissier sur la croissance chinoise sera plus important dans les marchés émergents que dans les marchés développés. Parmi les marchés émergents, d'une manière générale, si l'on met de côté la proximité régionale de Taïwan ou de la Corée du Sud, les exportateurs de matières premières seront les pays les plus pénalisés, ce qui est déjà évident dans le canal commercial. Toutefois, compte tenu des déterminants négatifs qui selon nous impactent la croissance chinoise le plus fortement, **nous souhaitons souligner l'importance d'un redimensionnement du secteur immobilier (pas totalement compensé par l'amélioration modérée des investissements en infrastructures), en attribuant un rang plus négatif aux pays exportateurs de métaux qu'aux exportateurs de carburants et de matières premières agricoles.**

Au-delà de l'impact direct du ralentissement chinois, il est intéressant d'évaluer la marge de manœuvre (monétaire et budgétaire) dont disposent les marchés émergents pour compenser ce type de choc externe sur la croissance. **La marge de manœuvre de la politique monétaire des marchés émergents dépend principalement de deux aspects : les conditions financières mondiales extérieures et les conditions**

**macroéconomiques intérieures (croissance et inflation).** Même si, selon nous, les conditions financières mondiales déterminées par les principales banques centrales ont un biais de resserrement, il existe encore une certaine asynchronie et l'idée de « croissance insuffisante » reste dominante dans le contexte d'une inflation plus persistante que prévu. Par conséquent, même s'il n'est pas encore possible d'établir de distinction significative entre les différents pays émergents, dans un contexte mondial changeant, il convient de rester attentif aux vulnérabilités extérieures. La crise a déclenché un bon rééquilibrage extérieur qui, à l'heure actuelle, s'est légèrement détérioré dans certains pays en raison du rebond de leur économie intérieure. Si les conditions mondiales ont laissé du temps aux BC des marchés émergents pour ajuster leur politique accommodante exceptionnelle, les conditions intérieures et l'inflation réduisent considérablement leur marge de manœuvre. Le processus de durcissement politique dans les marchés émergents n'a fait que s'accélérer et la capacité à le réduire semble impossible à court terme, à l'exception des pays d'Asie émergente où la normalisation des politiques n'a même pas commencé (à l'exception de la Chine et de la Corée du Sud). S'agissant de la marge budgétaire, il est juste de dire que la pandémie a dégradé la situation budgétaire de tous les pays, sans exception. Par rapport aux marchés développés, la détérioration budgétaire des marchés émergents s'explique davantage par la pénurie de recettes due aux mauvaises performances économiques que par la mise en place de plans budgétaires d'importance stratégique (les principaux outils étant les distributions d'argent, les aides/subventions sociales et le soutien au secteur de la santé). Au-delà de la détérioration générale, les fragilités budgétaires d'avant la pandémie

2/ Impact du ralentissement chinois



Sources : OECD, WTO, CEIC, Bloomberg, IMF, Recherche Amundi - Données à septembre 2021.

## LE THÈME DU MOIS

qui n'ont pas sensiblement évolué en termes relatifs après la pandémie continuent de façonner la marge de manœuvre budgétaire relative des marchés émergents : le Brésil, la

Colombie ou l'Indonésie auront des difficultés à trouver une nouvelle marge de manœuvre budgétaire contrairement à la Russie ou au Mexique.

**Obligations émergentes Compte tenu de la hausse des taux et de l'inflation, la dette émergente pourrait-elle encore constituer une source de portage pour les investisseurs internationaux ?**

L'inflation a continué à surprendre à la hausse, tant sur les marchés émergents que développés, sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure et des goulets d'étranglement de l'offre. Nous surveillons l'inflation pour comprendre dans quelle mesure l'inflation sera persistante. Nous pensons qu'il est encore trop tôt pour trancher de manière définitive sur le caractère transitoire ou structurel de l'inflation et nous n'attendons pas de hausses des taux dans les pays développés pendant encore au moins un an. Toutefois, les taux des marchés « core » sont trop bas et une remontée des taux par rapport aux niveaux actuels est donc à attendre, d'où notre opinion baissière sur la duration.

Notre prévision pour les taux des bons du Trésor américain à 10 ans prévoit une remontée progressive des taux à 1,6 - 1,8 % (à l'heure où nous écrivons, il est autour de 1,5 %). Selon nous, la Fed devrait continuer à se baser sur les données, la configuration macroéconomique actuelle laissant entrevoir une réduction du risque de normalisation rapide malgré les chiffres de l'inflation qui continuent de surprendre à la hausse. Bien que la réduction des dispositifs de soutien reste un risque et que cette réduction devrait commencer dès novembre, la communication précoce et l'approche progressive de la Fed dans un contexte de détérioration des données macroéconomiques devraient contribuer à éviter un scénario de « *taper tantrum* ». Nous pensons qu'au lieu de craindre la normalisation de la politique de la Fed, les investisseurs devraient l'accueillir favorablement, car elle marquerait la confiance dans la durabilité de la croissance.

**Dans un contexte de hausse progressive des rendements, qui restent faibles par rapport aux niveaux historiques, la dette émergente continue d'offrir un potentiel de rendement attractif, tant sur la dette en devise locale qu'en devise forte.** L'indice de référence de la dette en devise locale offre un rendement d'environ 5 % et les spreads de la dette en devise forte s'établissent à environ 335 pb. Même si nous n'anticipons pas de compression significative des *spreads* cette année, nous continuons de penser que la dette émergente constitue une source de portage. Toutefois, compte tenu des divergences de trajectoire entre les économies émergentes, la sélection reste essentielle. Nous restons

optimistes vis-à-vis de la classe d'actifs à long terme et considérons la résilience des marchés émergents comme une preuve de sa capacité à surperformer une fois que son taux de croissance relatif s'améliorera.

Selon nous, l'inflation devrait être moins préoccupante pour les *spreads* de la dette en devise forte (en fait, la hausse de l'inflation soutient la croissance du PIB nominal dans des pays comme le Brésil, réduisant le ratio dette/PIB plus que prévu, tandis que l'élément surprise de l'inflation contribue à doper les soldes budgétaires primaires - ce qui est un facteur positif pour le crédit. Nous maintenons notre opinion globalement positive à l'égard de la dette émergente en devises fortes.

En ce qui concerne la dette en devises locales, nous ne pensons pas qu'il soit opportun d'acheter la dette émergente sans discernement, car une grande partie de la correction est attribuable à l'évolution de la politique des banques centrales en faveur d'un durcissement et à l'émergence de pressions inflationnistes. Cela dit, **nous avons adopté un biais plus positif sur les taux des marchés émergents par rapport au début de l'année.** Bien que dans l'ensemble, les marchés des taux locaux semblent chers, les taux locaux nous semblent bien plus proches de leur juste valeur dans de nombreux pays émergents que dans les principaux marchés obligataires. Par conséquent, nous continuons à privilégier les pays émergents où les cycles de resserrement sont proches de la fin au détriment de ceux qui sont au début d'un cycle de hausse.

**En ce qui concerne les obligations d'entreprises des marchés émergents, même si les *spreads* ne semblent pas bon marché par rapport au passé, ils semblent attractifs par rapport aux autres classes d'actifs, en particulier les marchés développés.**

Nous nous concentrons sur une sélection « *bottom-up* » et continuons à déceler des opportunités de portage attractives, la reprise des bénéfices se poursuivant en 2021. Selon nous, le segment de la dette émergente à haut rendement offre toujours plus de valeur, car ces obligations bénéficient d'une amélioration des fondamentaux et d'une moindre sensibilité aux taux américains. Nous sommes optimistes à l'égard du secteur de l'énergie au Mexique, où les *spreads* sont attractifs et nous privilégions sur ce segment les titres

---

*La dette émergente constitue toujours une source de portage. Nous continuons à privilégier les marchés des taux locaux où les cycles de resserrement sont proches de la fin*

---



## LE THÈME DU MOIS

*Nous sommes prudents, mais optimistes à l'égard des actions des marchés émergents, dont les valorisations sont attractives au regard des standards mondiaux*

quasi souverains, car ils offrent le bêta le plus liquide. Nous pensons que l'exposition du Mexique à l'économie américaine devrait également soutenir la croissance du pays. Les échanges commerciaux entre les pays se redressent et les indicateurs cycliques s'améliorent. Nous apprécions également le secteur des services aux collectivités en Ukraine. En termes de risques, nous suivons de près les révisions des anticipations de croissance macroéconomique pour 2022 et leur impact sur la croissance des bénéficiaires. Nous surveillons également les effets de contagion liés à la saga Evergrande. La nécessité de réduire l'endettement dans le secteur immobilier chinois, sous l'effet des pressions réglementaires et du durcissement

**Devises émergentes**

Dans l'ensemble, nous modérons notre optimisme vis-à-vis des devises émergentes compte tenu de leur solide performance après la publication des dernières statistiques américaines signalant un marché du travail nettement plus faible que prévu et une croissance des salaires bien supérieure aux attentes. Nous ne sommes pas sûrs que cette série de données devrait entraîner une nouvelle faiblesse du dollar, compte tenu du caractère stagflationniste des données et du fait que la stagflation est l'environnement de marché le plus redouté pour les actifs risqués. Le profil rendement/risque des devises émergentes ne nous semble pas très intéressant à ce stade.

**Nous restons donc neutres, avec, peut-être, une préférence pour les devises qui ont sous-performé durant le rebond, mais dont les fondamentaux et le positionnement sont favorables.**

Nous avons revu à la baisse notre opinion sur le réal brésilien et sommes désormais neutres compte tenu de la surperformance sur l'année en cours de la devise par rapport aux autres obligations à haut rendement des marchés émergents. Bien que la devise pâtisse de l'agitation politique, nous pensons que le contexte macroéconomique général du pays, caractérisé par une forte croissance, une balance des paiements saine

des conditions monétaires, pourrait peser sur la croissance du secteur, mais devrait permettre un ajustement nécessaire au profil financier des émetteurs et bénéficier au secteur à moyen et long terme. Les facteurs techniques ont été faibles en raison d'événements idiosyncrasiques, mais nous pensons que cela devrait s'améliorer au fil du temps. Sur le plan microéconomique, nous estimons qu'il est très probable que le gouvernement intervienne dans le processus de restructuration et qu'il s'efforcera d'éviter une restructuration désordonnée d'Evergrande. Sur le plan macroéconomique, nous pensons que ces mesures permettront d'accroître la liquidité du secteur.

et un resserrement de la politique monétaire devrait finir par se révéler favorable.

Nous sommes désormais plus prudents à l'égard du peso mexicain compte tenu de la solide performance de la devise cette année, malgré un cycle de resserrement en demi-teinte de la part de la banque centrale. La devise pourrait également subir des pressions baissières de la part d'une économie américaine avec un delta de croissance négatif.

Parallèlement, nous sommes constructifs sur le peso colombien, car nous pensons que les ventes forcées liées à la dégradation du pays en catégorie spéculative devraient être derrière nous. Parallèlement, nous sommes devenus plus négatifs à l'égard du peso chilien.

Dans la région CEEMEA, le principal changement a été l'adoption d'une opinion positive vis-à-vis du zloty polonais. La devise a nettement sous-performé ses homologues régionaux. Selon nous, les chiffres inflationnistes toujours élevés pourraient contraindre la banque centrale toujours accommodante à adopter une attitude plus restrictive lors des prochaines réunions de politique monétaire. Dans le reste de la région, nous maintenons une opinion positive à l'égard du rouble russe, tandis que nous sommes neutres ailleurs.

**Actions ME Quels sont les principaux catalyseurs et risques à investir dans les actions émergentes ?**

**Nous sommes prudents, mais optimistes à l'égard des actions des marchés émergents.**

Alors que les pays émergents ont clairement été en retard sur les États-Unis et l'Europe en termes de déploiement des vaccins, nous constatons des efforts croissants pour accélérer les campagnes de vaccination. Notre scénario de base reste que cela devrait suffire à contrôler les flambées épidémiques de Covid-19, même si l'émergence de

nouveaux variants continue de ralentir le processus de réouverture.

Le ton moins accommodant de la Fed est clairement positif, car il réduit la probabilité que les économies traversent une période de surchauffe durable. Il permet également d'ancrer les anticipations d'inflation à des niveaux plus bas tout en renforçant l'opinion selon laquelle les pressions inflationnistes

## LE THÈME DU MOIS

sont de nature plus temporaire. Dans l'ensemble, ce positionnement est très positif pour les marchés émergents, car il réduit considérablement le risque extrême de hausse des taux.

**Bien que les valorisations des actions émergentes ne soient plus déprimées en valeur absolue, elles restent très attractives dans un contexte mondial**, en particulier pour les investisseurs à long terme. Les bénéfices ont commencé à rebondir dans le sillage de la croissance économique, mais restent nettement inférieurs aux niveaux de 2019. La normalisation des bénéfices et de la rentabilité devrait rester favorable aux marchés.

Dans une perspective à plus long terme, nous continuons de penser que l'amélioration de la discipline en matière de dépenses d'investissement, l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs et l'augmentation du taux de distribution devraient aider les économies émergentes à réduire la volatilité économique et bénéficiaire.

Notre plus grande conviction géographique est l'Inde, car le marché semble être au début d'un cycle de hausse des bénéfices. Nous sommes également optimistes à l'égard de la Russie compte tenu de sa résilience macroéconomique, de la crédibilité de sa Banque centrale et des valorisations attractives. Parallèlement, nous faisons preuve de prudence à l'égard de la Chine dans un contexte de durcissement des conditions réglementaires, mettant en péril les bénéfices et les multiples. Nous sommes également prudents à l'égard du Mexique compte tenu de la détérioration des fondamentaux du fait de la mauvaise gestion de la pandémie par le gouvernement. En termes sectoriels, notre idée privilégiée est la consommation discrétionnaire, soutenue par la réouverture du commerce mondial et les valorisations attractives. En revanche, les secteurs que nous aimons le moins sont la santé et les biens de consommation de base.

*Achévé de rédiger le 28/09/2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 1<sup>er</sup> octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation 1<sup>er</sup> octobre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Martin Puddy

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**AINOUZ Valentine**, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche