



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



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie -
Amundi Investment Institute



Annalisa USARDI, CFA

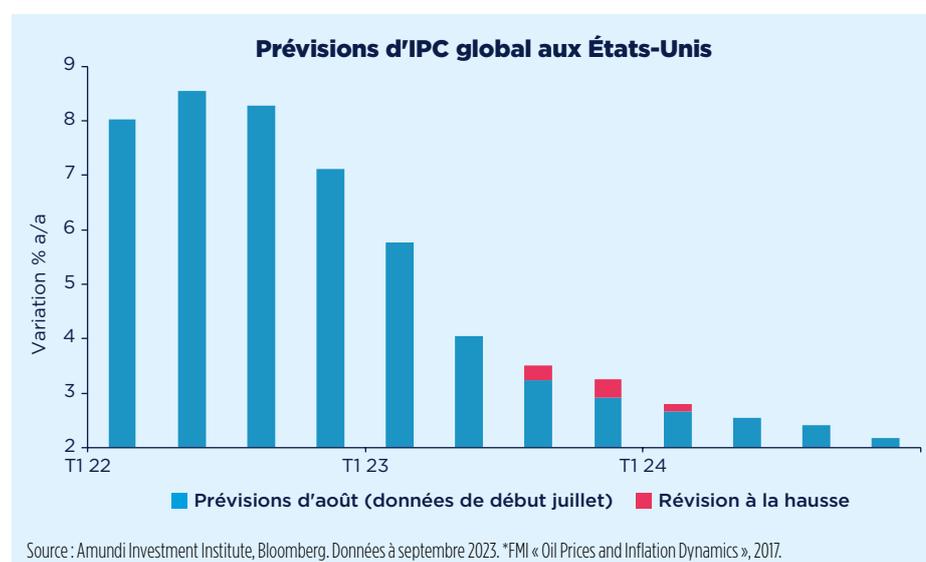
Économiste senior -
Amundi Investment Institute

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

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

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

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





Le virage de Pékin est-il adapté ?

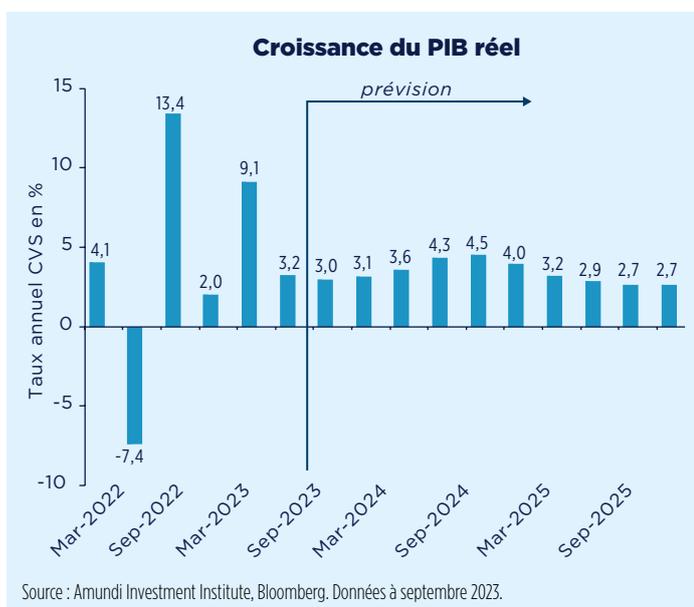


Claire HUANG

Macrostratège Senior,
Marchés émergents –
Amundi Investment
Institute

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

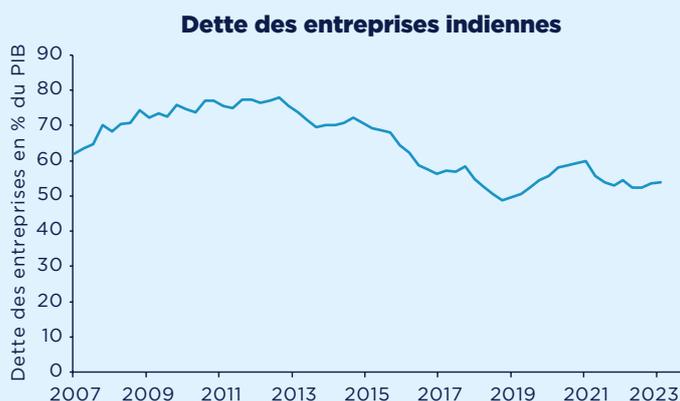
Depuis fin août, Pékin a commencé à mettre en œuvre des mesures de relance, invitant les grandes villes et les autorités de régulation financière à assouplir leur politique en matière de logement. **Nous nous attendons à des gestes supplémentaires, qui pourraient inclure la suppression totale des restrictions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



INDE

Inde : un cycle industriel vigoureux

Malgré un ralentissement par rapport au rythme très élevé actuel (6,5 % en glissement annuel pour l'exercice 2024), **l'Inde devrait conserver un potentiel de croissance important, de l'ordre de 5 % à 5,5 % dans l'avenir proche.** La vigueur de la production industrielle, notamment dans le domaine des infrastructures et des biens d'équipement, ouvre la voie à un cycle d'investissement nécessaire, qui fait défaut depuis de nombreuses années. De plus, après une légère augmentation durant la pandémie, les entreprises ont progressivement réduit leur endettement (53,8 % du PIB en mars 2023). **La demande des ménages, malgré un redressement, n'a pas encore retrouvé ses niveaux pré-Covid,** en particulier dans le secteur rural, et les derniers chiffres de l'inflation (6,8 % en glissement annuel en août, ce qui est bien supérieur aux objectifs de la RBI – la banque centrale Indienne) ne sont pas très favorables à la consommation. **L'inflation devrait progressivement baisser pour revenir dans la fourchette cible d'ici 2024** et la RBI ne devrait pas s'attarder sur les chiffres récents et maintenir l'orientation neutre de sa politique monétaire.



Alessia BERARDI

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

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



Aperçus macroéconomiques



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



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



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



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



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



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



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



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

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

Marchés développés

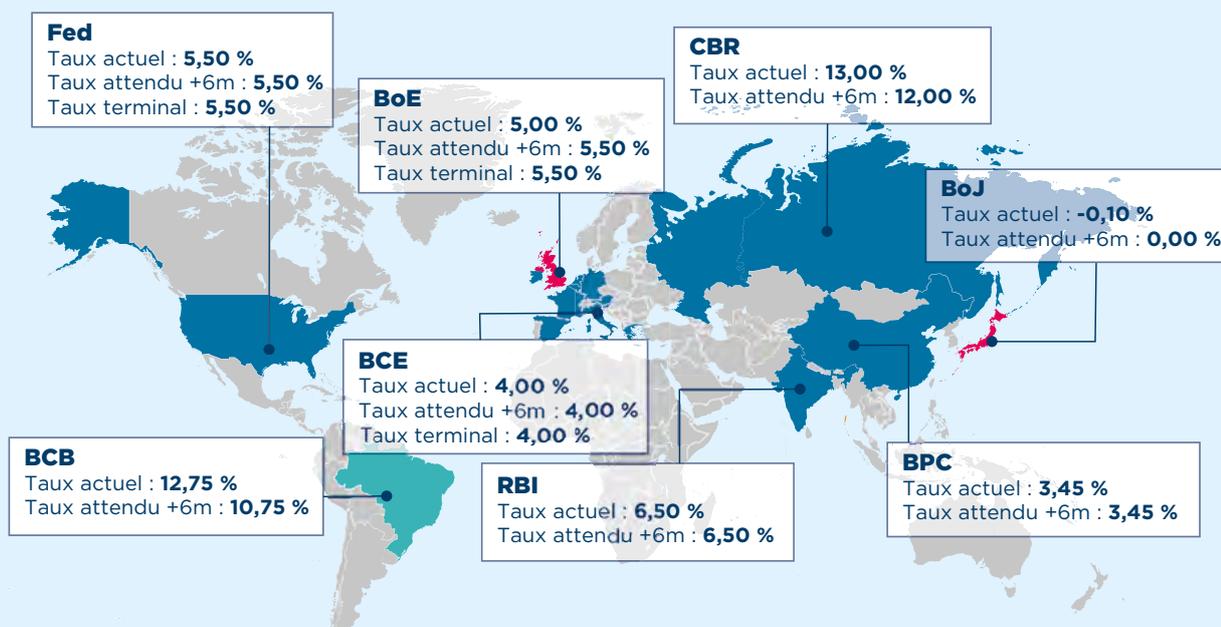
Le dernier FOMC (Comité fédéral de l'open market) de la Fed a laissé les taux inchangés. Toutefois, la Fed a indiqué qu'elle pourrait continuer son resserrement en cas de persistance de la croissance au-dessus du potentiel. Son dot plot* s'est ainsi révélé plus restrictif, annonçant désormais des taux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

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

Marchés émergents

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

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



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

DATES CLÉS	26 octobre	1 ^{er} novembre	2 novembre
	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)	Réunion du comité de politique monétaire de la BoE



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



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique –
Amundi Investment
Institute

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

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



Compromis difficile sur les règles budgétaires de l'UE



Didier BOROWSKI

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

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

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

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

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

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

Scénario central et scénarios alternatifs



	Prob. 20%	Prob. 70%	Prob. 10%
SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial	<ul style="list-style-type: none"> L'aggravation de la guerre en Ukraine compromet le commerce des matières premières. Protectionnisme et représailles. 	<ul style="list-style-type: none"> Ukraine-Russie : une désescalade reste probable dans les six prochains mois. Tensions entre les États-Unis et la Chine. Protectionnisme et relocalisations dans des pays proches. L'OPEP+ impose un plancher aux prix du pétrole. 	<ul style="list-style-type: none"> Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine. Baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation.
SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation sous-jacente persistante entraîne un resserrement des conditions financières. Hausse plus importante que prévu des taux des BC. Stress financier. Deux scénarios secondaires avec des trajectoires de taux différentes : <ol style="list-style-type: none"> Récession modérée : les risques d'inflation peuvent encore prévaloir, et Récession forte : fortes baisses de taux dès le S1 2024. Le second est le plus probable. 	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement progressif de l'inflation ; l'inflation sous-jacente persiste, s'approche de la cible d'ici fin 2024. BC des MD : statu quo, pas de baisse de taux avant juin 2024. Taux plus élevés pendant plus longtemps. Retour des <i>Fed funds</i> à 3,75 % d'ici fin 2024 (-150 pb) dans la foulée de la désinflation. BCE : pas de baisse des taux avant mi-2024. De nombreuses BC de ME ont atteint leur taux maximum. Baisse attendue dans certains pays (Amérique latine...). Politiques budgétaires très différentes d'un pays à l'autre. Resserrement budgétaire dans l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, loi sur les semi-conducteurs) pourrait continuer à soutenir la croissance en 2024. Marge budgétaire limitée dans les ME sur fond de prudence. Mesures budgétaires modérées en Chine pour contenir le ralentissement. 	<ul style="list-style-type: none"> Statu quo des BC, taux directeurs plus élevés pour plus longtemps.
SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique	<ul style="list-style-type: none"> Risque plus étendu de récession (croissance mondiale bien inférieure à 2 %). 	<ul style="list-style-type: none"> Le ralentissement mondial est de plus en plus synchronisé : croissance très anémique en Europe (avec des risques de récession croissants), récession superficielle aux États-Unis au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine. Le durcissement des conditions de crédit aura un impact sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres. L'écart de croissance reste favorable aux ME en 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> En cas de forte désinflation cyclique, nous pourrions assister à un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024. Scénario de type FMI ou BCE.
	<ul style="list-style-type: none"> Report des mesures de transition climatique : de nouveaux chocs climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement. 	<ul style="list-style-type: none"> Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes. 	<ul style="list-style-type: none"> Les mesures contre le changement climatique et la transition énergétique sont des priorités, coordonnées entre régions.

Risques pesant sur le scénario central

← ÉLEVÉE PROBABILITÉ BASSE →

Impact de marché

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

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

Indicateur Mood ON Mood OFF (MoMo)



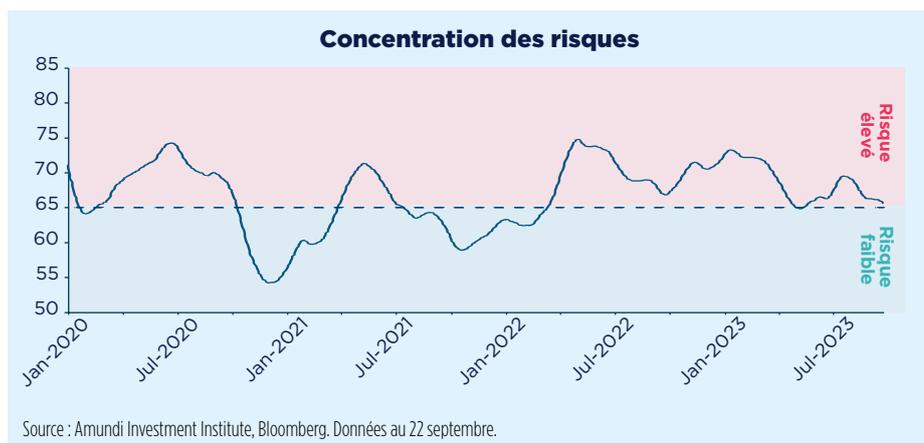
Lorenzo PORTELLI

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

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

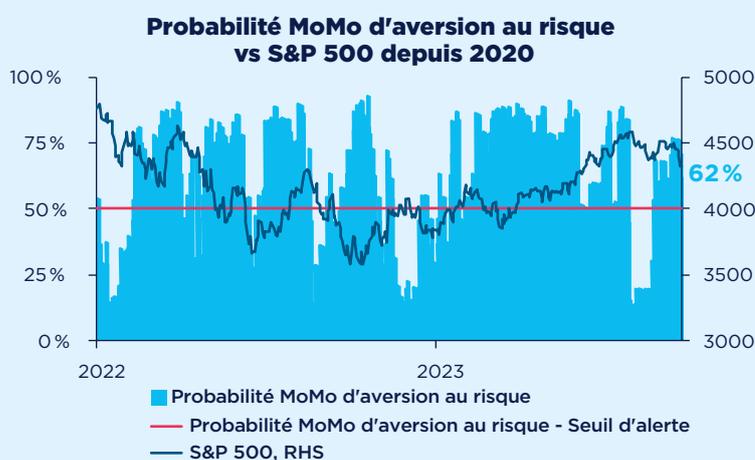
À quoi sert le modèle ?

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



Quels sont les signaux actuels ?

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



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 22 septembre 2023.

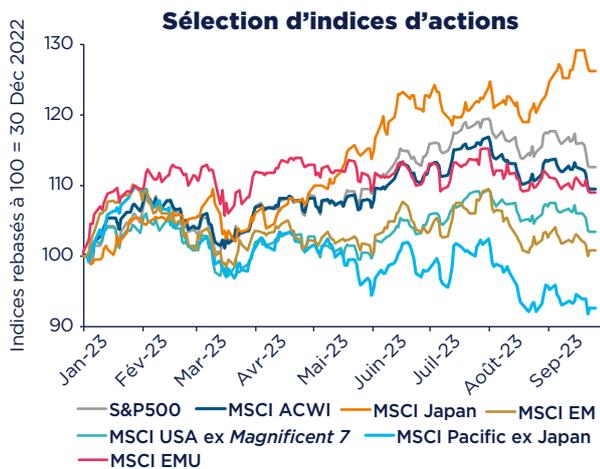


Les marchés actions en graphiques

Marchés développés

Correction depuis la hausse de la Fed en juillet

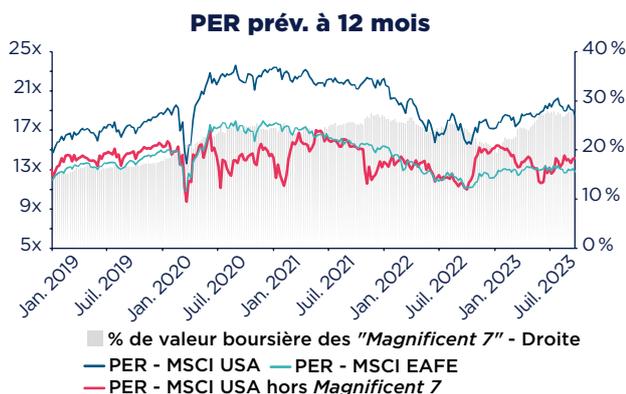
L'UEM est sans tendance depuis février. Les États-Unis ont progressé en cumul annuel, mais ont été plus volatils et, excepté les *Magnificent seven**, ont fait à peine mieux que les ME.



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

Valorisations : MSCI USA vs. Magnificent 7

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



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



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

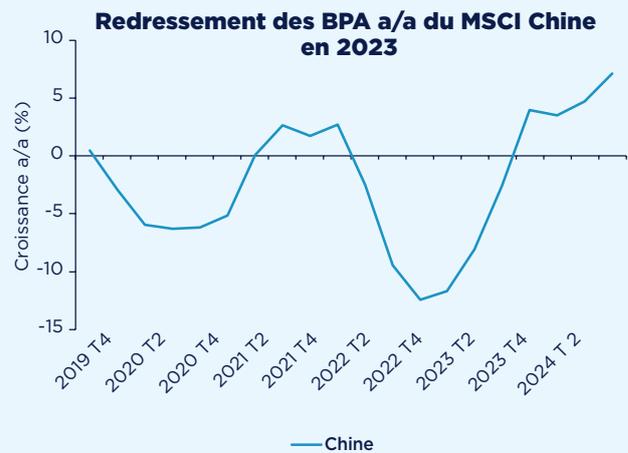
Éric MIJOT

Responsable de la Stratégie Actions, Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Rebond des bénéfices chinois : bon pour les ME

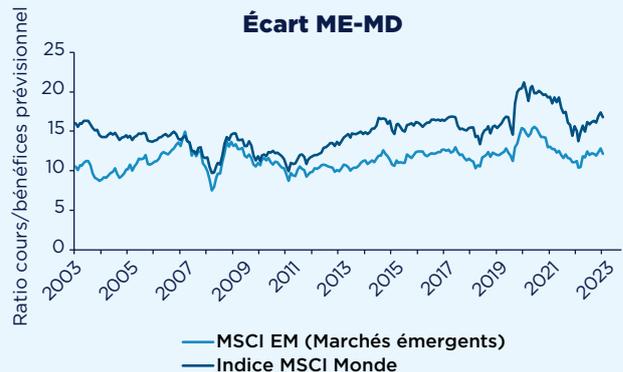
La saison de publication du T2 2023 s'est achevée sur des chiffres négatifs pour les ME. Toutefois, nos prévisions de croissance des bénéfices par action (BPA) à 12 mois restent assez positives, grâce à la reprise en Chine.



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

PER : creusement de l'écart entre ME et MD

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



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

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



Alessia BERARDI

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

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Vers des taux plus élevés plus longtemps

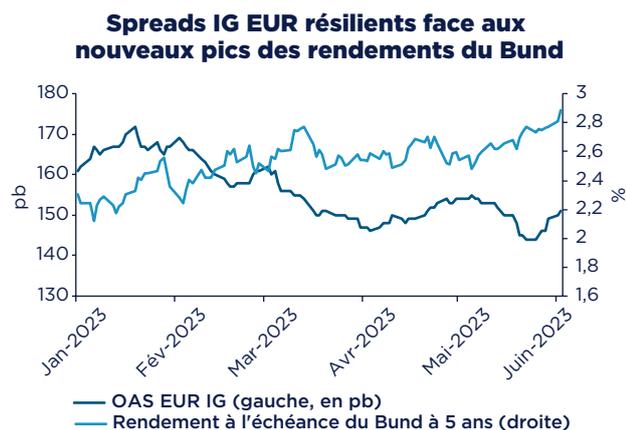
L'atterrissage en douceur intégré par les marchés, ainsi que la révision en hausse du *dot plot* de la Fed, ont entraîné une augmentation des taux d'intérêt implicites pour 2024, d'où la montée des rendements obligataires.



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

Spreads résilients face à la volatilité des taux

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



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



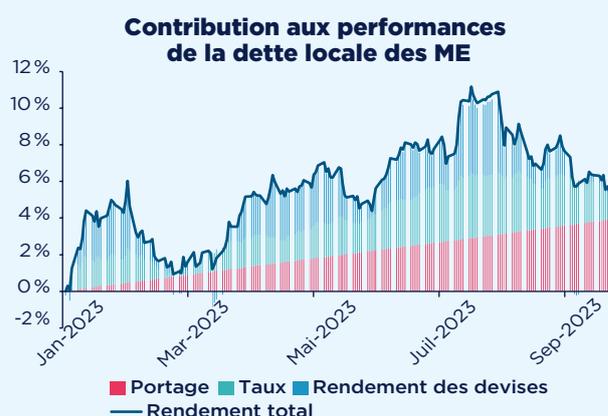
“La révision à la hausse du dot plot de la Fed a soutenu la montée récente des rendements obligataires.”

Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Dettes ME devise locale : positive sur l'année

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



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

HY en Asie (hors immobilier) : peu de défauts

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

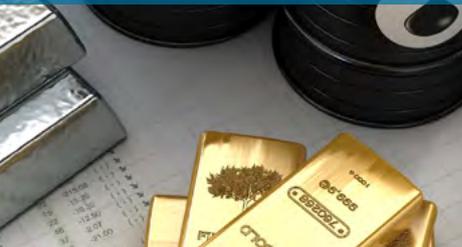


Source : Amundi Investment Institute, BOFA. Données au jeudi 31 août 2023.



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

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



Les stratégies *global macro* à la croisée des chemins



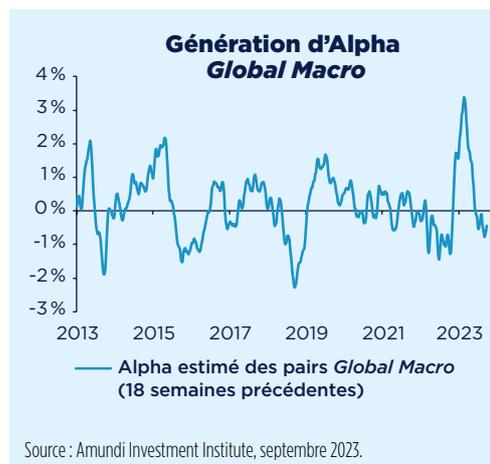
Jean-Baptiste BERTHON

Macro Stratégiste Senior,
Recherche Cross Asset – Amundi
Investment Institute

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

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

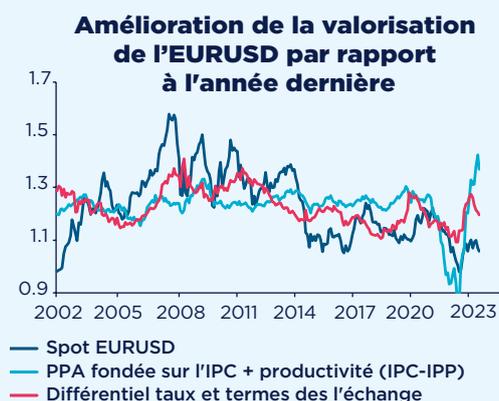
L'alpha accumulé jusqu'en début 2023 a ensuite été effacé, les opportunités se concentrant sur les marchés obligataires. Les gérants restent prudents et positionnés pour une dégradation. La liquidité devrait se resserrer à nouveau et les banques centrales atteignent le pic de leur cycle. Aussi, les fondamentaux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



CURRENCIES

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

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



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



Federico CESARINI

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

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

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

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation : 10 octobre 2023.

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

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

Contributeurs Amundi Investment Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BERARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,

Spécialiste Édition & Publication