



Avril 2024

THÈME DU MOIS

Actions européennes : une conjoncture favorable

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

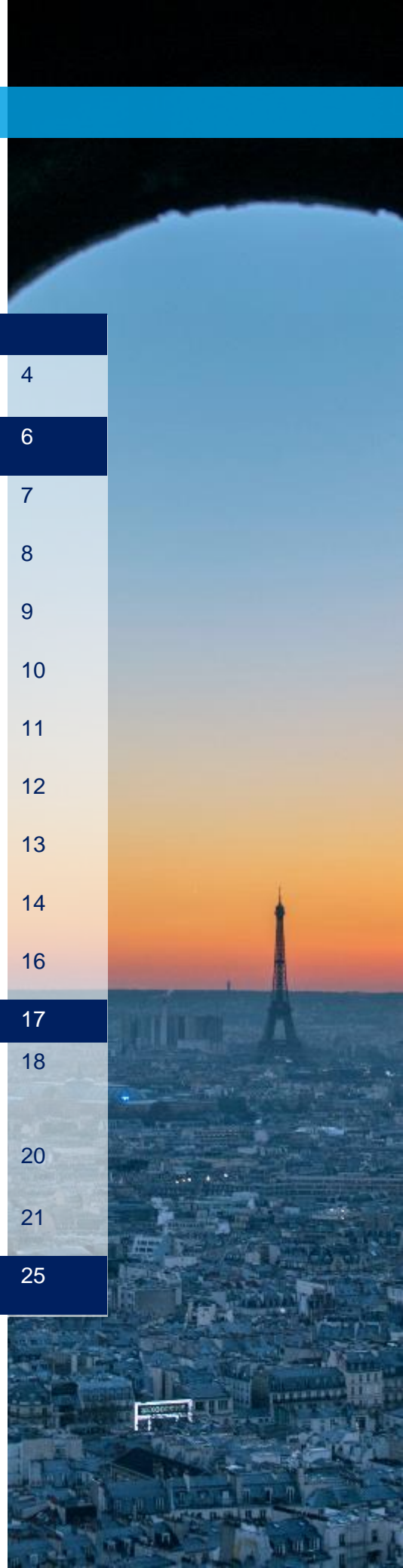
L'environnement de fin de cycle
se poursuit

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

SOMMAIRE

THÈME DU MOIS	
Actions européennes : une conjoncture favorable	4
MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE	6
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçu macroéconomique	9
Observatoire des banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques pour le scénario central	12
Modèles d'Amundi Investment Institute	13
Graphiques mensuels clés	14
Matières premières et devises	16
GLOBAL INVESTMENT VIEWS	17
Opinions du CIO	18
L'environnement de fin de cycle se poursuit	
Trois questions d'actualité	20
Allocation d'actifs Amundi	21
PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES	25





**MONICA
DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Le sentiment du marché pourrait rester positif si nous n'observons ni ralentissement économique ni mauvaise surprise concernant l'inflation. Cependant, des excès se sont formés, ce qui implique de rester vigilant. »

« Nous reconnaissons la vigueur de la tendance des actifs risqués, mais les valorisations élevées nous dissuadent d'accroître massivement notre exposition au risque. »



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE



**MATTEO
GERMANO**
CIO ADJOINT GROUPE

« Le rallye boursier se généralise et nous observons une rotation en faveur des actions européennes, sur lesquelles notre position est désormais neutre. »



THÈME DU MOIS

Actions européennes : une conjoncture favorable

RÉDACTEURS

ERIC MIJOT

RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE ACTIONS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

RÉSUMÉ

Après 5 mois de forte hausse, les marchés d'actions mondiaux, portés par les méga-capitalisations, intègrent implicitement un fort rebond de l'économie et des bénéfices.

Une pause et/ou un élargissement des participants à ce rallye ont du sens, donnant lieu à une conjoncture favorable pour les titres cycliques et « value » à la traîne.

Les marchés européens pourraient y participer, ainsi que, à terme, les petites capitalisations. Leurs bénéfices ont commencé à surperformer, contrairement au cours de leurs actions, ce qui les rend plus attractives.

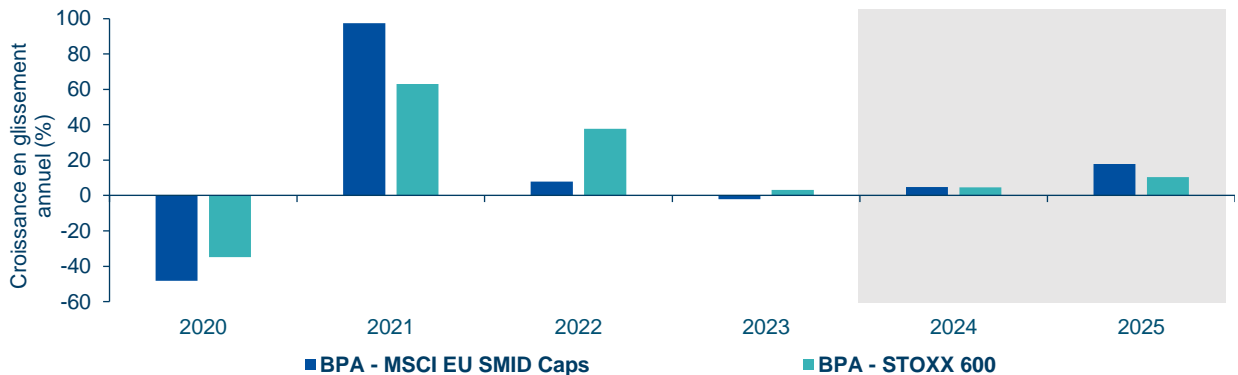
Les actions se sont très bien comportées au premier trimestre de l'année. Où allons-nous désormais ?

Le Japon domine les principaux marchés actions (Topix +17 %) depuis le début de l'année. En fonction des indices, les États-Unis et l'Europe sont à peu près à égalité : le S&P500 (+10,2 %) surperforme le Stoxx600 (+7,1 %), mais l'EuroStoxx50 (+12,4 %) devance le Nasdaq100 (+8,5 %) sur la période, ce qui montre que les grandes valeurs européennes enregistrent de meilleures performances que leurs homologues américaines. **Jusqu'où pourrait aller ce rallye ?**

Après 5 mois de hausse, les marchés actions ont déjà intégré de nombreuses bonnes nouvelles. Aux États-Unis, la performance des actions par rapport aux obligations est désormais cohérente avec un indice ISM manufacturier d'environ 60* ; en Europe, la performance des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives indique implicitement un indice PMI manufacturier autour de 55.

Sur cette base, nous pensons que trois facteurs devraient guider nos choix d'investissement en actions au cours des prochains mois : 1) la possibilité d'une pause ou d'une consolidation (ne pas courir après le rallye) ; 2) un élargissement des participants (privilégier les actions qui ont sous-performé) ; 3) le fait que le ralentissement attendu n'est qu'un ralentissement de milieu de cycle et non une récession (chercher des opportunités du côté cyclique plutôt que du côté défensif).

GRAPHIQUE : Vers des BPA plus favorable aux petites/moyennes capitalisations en Europe



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 28 mars 2024. *Un indice supérieur à 50 indique une expansion du segment manufacturier de l'économie par rapport au mois précédent.



L'élargissement des participants au-delà des Mag 7 (les « 7 magnifiques ») devrait bénéficier aux indices équipondérés aux États-Unis, mais **le marché européen est également un bon candidat pour profiter de cette conjoncture favorable**. Le principal segment du marché européen ayant tiré parti du rallye a été celui des grandes capitalisations ; **une extension de la participation pourrait également profiter aux petites capitalisations européennes**.

Trois autres remarques :

Les marchés américains et européens présentent des caractéristiques de croissance et de valorisation contrastées, d'où notre neutralité entre les deux régions.

Le marché américain bénéficie d'une croissance des bénéfices plus dynamique que le reste du monde, mais sa valorisation est bien supérieure à celle des autres marchés. Au T4, les bénéfices des entreprises américaines ont progressé de 10 %, dépassant les attentes qui n'étaient que de 4,4 % au 1^{er} janvier. Les bénéfices des trois secteurs qui incluent les Mag 7 ont augmenté de 24 % pour l'informatique, de 37 % pour la consommation discrétionnaire et de 53 % pour les services de communication. Toutefois, cela a un prix, et le ratio cours/bénéfice à 12 mois du MSCI USA s'établit à 21,4x, soit plus d'un écart-type au-dessus de sa moyenne historique depuis 2000, contre 17,9x pour le MSCI ACWI.

A l'inverse, **le marché européen est très peu cher, mais sa dynamique bénéficiaire est également plus faible**. A 13,8x les bénéfices à 12 mois, le MSCI Europe se négocie à des multiples conformes à sa moyenne depuis 2000. En revanche, les résultats du T4 ont chuté de 6,5 % en glissement annuel pour le Stoxx600, en baisse pour le troisième trimestre consécutif, et restent conformes aux attentes (-6,4 % attendu au 1^{er} janvier). A noter que les prévisions IBES pour le prochain trimestre sont toujours dans le rouge (-11 %), contre une hausse (+5,1 %) pour les prévisions américaines.

Toutefois, à court terme, les caractéristiques « value » de l'Europe pourraient constituer un avantage.

L'indice MSCI World des titres « Growth » par rapport à celui des titres « Value » se situe à un triple sommet ; l'écart de valorisation entre les deux est très important, encore plus qu'en 2000. L'élastique étant tendu, il est tentant de penser qu'en l'absence de récession il va se détendre au profit des titres « Value », ce qui est plus favorable aux marchés européens. Cela explique en partie la stabilisation des indices européens par rapport aux indices américains depuis le début de l'année.

Si la Fed devrait baisser ses taux cette année, la BCE également, ce qui pourrait relancer le facteur négligé des capitalisations boursières, en particulier en Europe.

Bien que cycliques, les petites capitalisations n'ont pas encore rejoint le mouvement en faveur des cycliques au détriment des défensives, renforcé par la réunion du FOMC (Federal Open Market Committee) de décembre qui a changé la donne.

Avec des bilans plus endettés et des financements bancaires plutôt que directement par le marché, **les petites capitalisations réagissent généralement favorablement à la baisse des taux d'intérêt, qui pourrait jouer un rôle de catalyseur lorsqu'elle deviendra réalité.**

*La recherche
d'anomalies de
valorisation
pourrait à
nouveau être
récompensée, y
compris sur les
actions
européennes.*

Pourquoi s'intéresser plus particulièrement aux petites capitalisations européennes ?

La baisse des taux pourrait être un catalyseur pour le facteur taille dans son ensemble. Cependant, parce que nous sommes en milieu de cycle plutôt qu'en phase de reprise après une récession profonde, se concentrer sur les anomalies de valorisation plutôt que sur un fort redressement des bénéfices pourrait être un bon argument pour nous positionner sur ce thème en Europe. Aux États-Unis, en revanche, nous privilégions le thème d'une participation plus large au rallye boursier en retenant davantage une approche équipondérée.

En effet, après avoir subi une pression plus forte que les grandes capitalisations depuis 2022, les bénéfices des petites capitalisations européennes surperforment ceux des grandes depuis mi-2023, contrairement à leurs homologues américaines ; Factset prévoit que cette tendance devrait se poursuivre (voir le graphique de la page précédente). Cela nous semble logique compte tenu de notre anticipation d'une faible reprise. Comme leurs cours ont sous-performé, les petites capitalisations deviennent plus attrayantes en termes de valorisation (l'écart du ratio cours/bénéfice avec les grandes capitalisations est à son plus haut niveau depuis 2003) et constituent une option intéressante pour jouer le rattrapage (que nous anticipons) des actions « value » cycliques à la traîne.



MACROÉCONOMIE,
GÉOPOLITIQUE
ET STRATÉGIE



FOCUS MACROÉCONOMIQUE

Banque du Japon : retour au conventionnel

RÉDACTEURS

CLAIRE HUANG

MACROSTRATÉGISTE
SENIOR, MARCHÉS
ÉMERGENTS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

En mars, la Banque du Japon (BoJ) a fait preuve d'audace en abandonnant d'un seul coup sa politique de taux d'intérêt négatifs, son contrôle de la courbe des taux et ses engagements complexes en matière de base monétaire et de dépassement de la cible d'inflation. **Ce changement marque le retour à un cadre de politique monétaire plus simple et plus conventionnel**, le taux d'intérêt à court terme (TONA) devenant le principal instrument, accompagné d'une communication générale allant dans le sens du maintien de conditions financières accommodantes.

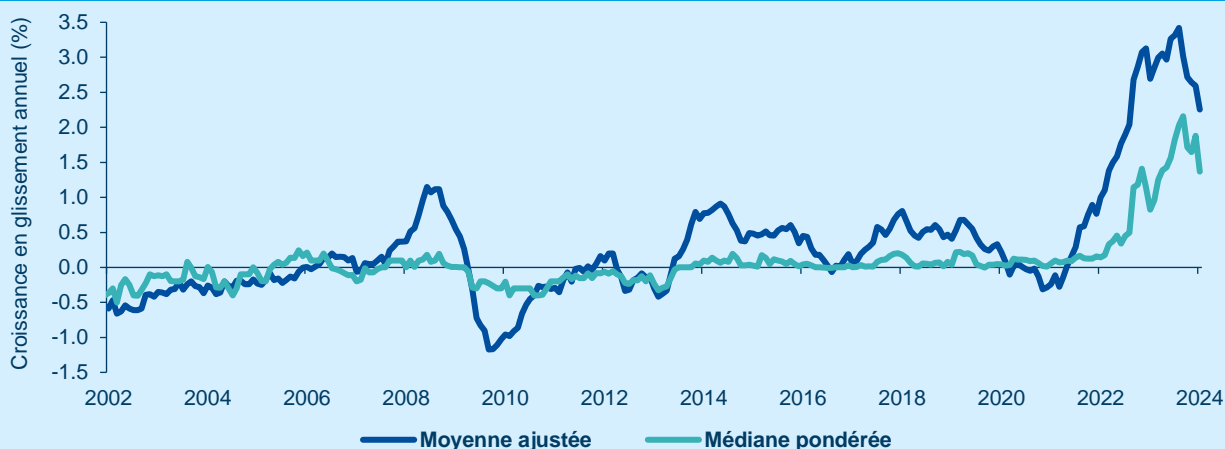
Les futures hausses de taux d'intérêt seront principalement dictées par l'inflation, comme l'a précisé le gouverneur Ueda lors de la conférence de presse, en soulignant que ces hausses seront conditionnées à de nouvelles progressions de l'inflation sous-jacente vers l'objectif de 2 %. Cependant, **au vu du ralentissement prévu de l'inflation, les conditions ne seront pas réunies pour que la BoJ relève ses taux en 2024 ou 2025**. Nous pensons que la Banque maintiendra son TONA entre 0 et 1 %, en procédant à un resserrement quantitatif ou à des ajustements sporadiques si nécessaire.

Les pressions inflationnistes se sont atténuées, toutes les mesures d'inflation sous-jacente, telles que la moyenne ajustée et la médiane pondérée, ayant reflué vers 2 % ou moins (graphique ci-dessous). Selon nous, le risque d'une nouvelle accélération au S2 est faible. Nous anticipons une inflation à moyen terme autour de 1,5 %, ce qui n'est pas suffisant pour inciter la BoJ à relever davantage ses taux.

En tant qu'élément clé de l'évaluation des conditions financières selon le nouveau cadre de la BoJ, le taux d'intérêt réel se situe autour de -3 %, soit un niveau nettement inférieur au taux neutre* de -0,5 % à 0 % (estimations du FMI). **Compte tenu de nos prévisions concernant la trajectoire de l'inflation sous-jacente, le taux d'intérêt réel se rapprochera progressivement du taux neutre tout au long de l'année**. Ce processus d'ajustement automatique implique que les conditions financières deviendront progressivement moins accommodantes, réduisant ainsi la marge de manœuvre de la BoJ pour durcir davantage sa politique.

Les conditions ne sont pas réunies pour que la BoJ relève ses taux en 2024 ou 2025.

GRAPHIQUE : Une inflation non pas élevée, mais modérée à moyen terme



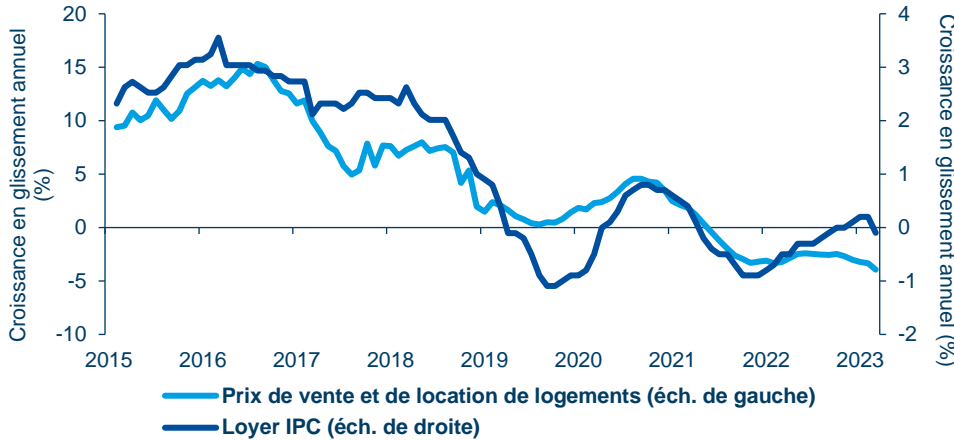
Source : Amundi Investment Institute, BoJ. Données à mars 2024. Moyenne ajustée : obtenue en excluant les queues supérieure et inférieure (ici les queues de 10 %) de la distribution des variations de prix ajustée en fonction du poids de l'article dans l'IPC ; Médiane pondérée : moyenne pondérée des taux d'inflation des articles autour du 50^e centile de la distribution. *Taux d'intérêt naturel : taux d'intérêt réel qui ne stimule ni ne contracte l'économie.



CHINE

Reflation en vue ?

GRAPHIQUE : IPC chinois - inflation du logement



RÉDACTEURS

CLAIRE HUANG

MACROSTRATÉGISTE
SENIOR, MARCHÉS
ÉMERGENTS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

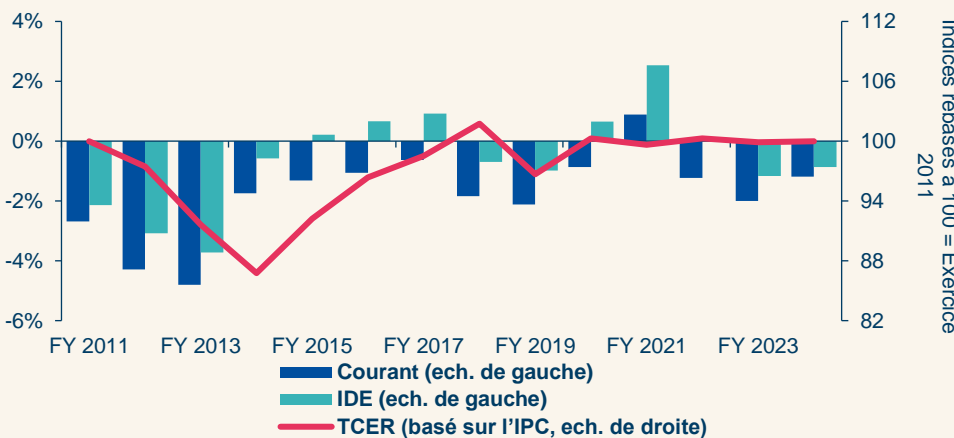
Source : Amundi Investment
Institute, Wind. Données au
27 mars 2024.

Entre janvier et février 2024, l'IPC est resté stable par rapport à l'année précédente, se rétablissant après -0,3 % en glissement annuel (g.a.) au T4 2023. Cela s'explique par un rebond de l'inflation des services à 1,2 % en g.a. au cours des deux premiers mois, tandis que l'indice des biens a reculé en février pour le 11^e mois consécutif. Nous pensons qu'il est trop tôt pour crier victoire. À terme, la principale composante de l'IPC des services – les loyers imputés – pourrait commencer à baisser avec la chute des prix de location et de vente. Elle représente 38 % du panier des services et 14 % de l'IPC total. Par conséquent, la Chine sera très probablement engluée dans une inflation faible, avec des risques baissiers dans la mesure où la déflation pourrait s'étendre au secteur des services.

INDE

Forte dynamique de croissance

GRAPHIQUE : Le déficit courant pourrait encore se réduire en 2024



RÉDACTEURS

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE DES
MARCHÉS ÉMERGENTS,
RECHERCHE STRATÉGIE
MACROÉCONOMIQUE –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Source : Amundi Investment
Institute, CEIC. Données à mars
2024. FY : Exercice ; CY : Année
civile, CA : Compte courant ;
IDE : Investissements directs
étrangers ; TCER : Taux de
change effectif réel.

Début 2024, la dynamique de croissance de l'Inde est restée forte. Les chiffres du crédit, la production d'électricité, le volume du fret et l'indice PMI manufacturier ainsi que les données de consommation (ventes de véhicules) se sont améliorées en février. Les exportations sont également en hausse, ce qui implique que le déficit courant – déjà sur une trajectoire en amélioration au T4 2023 – pourrait encore se réduire en 2024. La vulnérabilité extérieure de l'Inde a diminué au fil des ans. Comme prévu, l'inflation globale s'est inscrite en février dans la moitié supérieure de l'objectif de la Banque centrale indienne (Reserve Bank of India, RBI), tandis que les prix sous-jacents continuent de baisser. S'il y a une pression sur l'inflation, elle provient de la composante alimentaire, mais la perspective d'un statu quo de la RBI à court terme et de baisses de taux plus tard dans l'année reste inchangée.



APERÇU MACROÉCONOMIQUE



Après une solide fin d'année 2023 et un T1 résilient, nous anticipons un ralentissement de l'économie américaine en 2024. Les segments les plus vulnérables de l'économie montrent des signes de tension, même si les données d'ensemble restent mitigées. Nous continuons de tabler sur un ralentissement de l'inflation, avec toutefois une certaine volatilité, en particulier dans les services dont les prix font preuve de rigidité à la baisse, alors que la demande intérieure ralentit et que l'inflation séquentielle converge vers un rythme plus normal.



Les signes que les points bas sont passés sur les enquêtes de conjoncture confortent notre opinion selon laquelle le pic du resserrement monétaire est presque terminé. Toutefois, les conditions financières toujours tendues, la croissance mondiale modérée et les politiques budgétaires moins favorables cumuleront leurs effets pour maintenir la croissance à un niveau inférieur à la normale en 2024, avec une légère amélioration au S2. L'inflation sous-jacente ralentira progressivement pour se rapprocher de l'objectif, dans un contexte de volatilité et d'hétérogénéité entre pays.



Nous tablons sur une croissance faible au Royaume-Uni en 2024, même si la contraction du T1 a très probablement marqué le creux de l'activité. Les freins exercés par la politique budgétaire et monétaire restrictive maintiendront la croissance à un niveau modéré, en particulier au S1. L'économie pourrait progressivement reprendre de la vigueur plus tard dans l'année grâce au soutien apporté aux revenus réels disponibles par la baisse de l'inflation, qui devrait continuer à un rythme moindre, pour se rapprocher de l'objectif avant la fin de l'année.

La Banque centrale de la République de Turquie (CBRT) a créé la surprise en relevant son taux directeur de 500 pb pour le porter à 50 %, alors que le consensus n'attendait pas de changement. L'inflation va continuer d'augmenter et la livre turque va se déprécier davantage. Un nouveau resserrement ne peut être exclu, mais l'évolution des réserves de change sera déterminante.



La Banque nationale hongroise (NBH) a abaissé son taux de 75 pb à 8,25 %, contre 100 pb le mois dernier. Cette précaution a été justifiée par la volatilité élevée du marché et les risques pour le forint hongrois et l'évolution de l'inflation. Les tensions géopolitiques et l'incertitude entourant le cycle d'assouplissement de la Fed ne diminueront pas ce mois-ci et la baisse du taux de la NBH devrait être plus faible en avril.



La forte tendance désinflationniste en Pologne va s'arrêter en avril, l'inflation augmentant ensuite : i) les chiffres des deux premiers mois montrent un net rebond de la consommation privée sous l'effet d'une forte croissance des salaires et d'une hausse des transferts sociaux, et ii) les mesures de protection contre l'inflation vont commencer à être supprimées. La Banque nationale de Pologne (NBP) n'a pas de marge de manœuvre pour réduire ses taux et pourrait les laisser inchangés jusqu'au T4.



Fait inhabituel, mais largement anticipé, la Banque centrale du Mexique (Banxico) a réduit ses taux d'intérêt de 25 pb, bien avant la Fed, par une décision non unanime (4-1), après les avoir maintenus inchangés à 11,25 % pendant toute une année au cours de laquelle la politique monétaire s'est resserrée de manière passive. L'assouplissement va certainement rester lent et pourrait être interrompu (en fonction de la dynamique de l'inflation, des mesures de la Fed et des élections locales et américaines).





BANQUES CENTRALES

Approche prudente du pivot dans les MD, adaptation au changement pour les BC des ME

Marchés développés

Le discours de la Fed n'a pas changé malgré l'accélération récente de l'inflation. La Fed maintient que « l'inflation recule progressivement sur une trajectoire parfois chaotique vers 2 % ». Le point médian des *dots* a continué d'indiquer trois baisses de taux en 2024.

Les membres de la BCE sont désormais « plus confiants quant à l'atteinte de l'objectif d'inflation ». La BCE a revu à la baisse ses prévisions d'inflation. La dynamique se renforce en faveur d'une baisse des taux en juin.

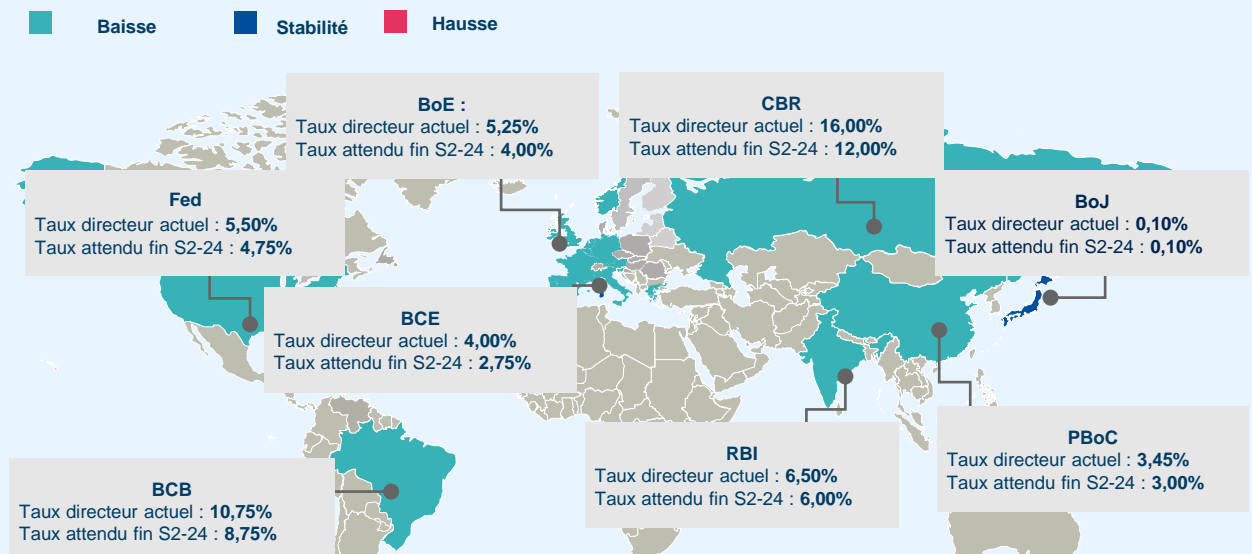
La BoE a fait un nouveau pas accommodant. Ses membres ont besoin de voir davantage de progrès dans la tendance désinflationniste, mais les conclusions générales de la réunion semblent cohérentes avec l'approche d'un tournant du cycle.

La BoJ a mis fin à sa politique non conventionnelle, relevant ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2007 et supprimant l'objectif et le taux de référence des rendements des JGB à 10 ans. Le gouverneur Ueda a souligné qu'un cycle de hausse rapide des taux pourrait créer des risques pour l'économie après des années de taux d'intérêt bas.

Marchés émergents

Après des chiffres très favorables en décembre 2023 et janvier 2024, **l'inflation a légèrement et généralement surpris à la hausse en février dans les économies émergentes,** sauf en Europe centrale et orientale où la surprise a été à la baisse. Selon nous, **les chiffres de février ne constituent pas un changement de tendance,** mais il faut noter que nos prévisions d'inflation pour 2024 privilégient une trajectoire relativement stable. Les données américaines ont conduit à anticiper une Fed plus prudente jusqu'à ce que Jerome Powell confirme les *dots* précédents. Ainsi, que ce soit en raison des mauvais chiffres d'inflation ou d'une volatilité excessive des devises, **les banques centrales des marchés émergents se sont à nouveau rapidement adaptées aux conditions changeantes** et ont quelque peu refroidi les attentes de baisses de taux. En effet, la BCRP (Pérou) a mis fin à son cycle d'assouplissement, la BCB (Brésil) a modifié sa communication dans un sens moins accommodant, la CBC (Taïwan) a relevé de manière inattendue ses taux directeurs afin de contrer la faiblesse de sa devise et la CBRT (Turquie) a audacieusement relevé ses taux de 500 pb (à 50 %), alors que le consensus s'attendait au maintien du statu quo et à la continuation de politiques macroéconomiques plus orthodoxes.

Prochaines réunions de décision de taux et prévisions d'Amundi pour le S2 2024



Source : Amundi Investment Institute, à avril 2024. L'évaluation par Amundi de l'évolution des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Investment Institute quant à l'orientation des taux directeurs, sur la base des indications prospectives et de la communication des banques centrales. Pour la Réserve fédérale, le taux actuel correspond à la valeur supérieure de la fourchette cible. Pour la BoJ, le taux actuel correspond à la valeur supérieure de la fourchette cible. Pour la BCE, le taux actuel fait référence au taux de dépôt.

DATES CLÉS	1 ^{er} mai	9 mai	6 juin
	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

Les implications d'une présidence Trump pour l'OTAN

Les inquiétudes grandissent quant à la possibilité que la prochaine administration américaine refuse de défendre les alliés de l'OTAN. Il est légalement difficile pour les États-Unis de se retirer réellement de l'OTAN, car l'approbation du Congrès est désormais nécessaire pour une telle décision. Néanmoins, si le président américain ne veut pas défendre un allié, peu importe que les États-Unis soient membres de l'OTAN ou non, car **personne ne peut forcer le président américain à le faire**. Toutefois, Donald Trump n'est pas anti-OTAN en soi. **Ses commentaires portent principalement sur l'arrêt de la protection des membres de l'OTAN qui ne paient pas leur « juste part »** (2 % du PIB). D'ici l'entrée en fonction du prochain président des États-Unis, les membres de l'OTAN les plus à risque auront le temps d'augmenter leurs dépenses jusqu'au niveau minimum en prévision d'une deuxième administration Trump, mais aussi pour tenir compte du risque croissant de guerre. Les pays de l'OTAN voisins de la Russie et de l'Ukraine dépassent déjà le seuil de 2 % ; l'Allemagne aurait atteint 2 % en janvier et devrait dépenser davantage dans les années à venir. La France prévoit également d'atteindre 2 % cette année. Même si les membres européens de l'OTAN atteignent désormais ce niveau minimum de dépenses, cela fait suite à des années de sous-investissement, laissant un manque de 56 milliards d'euros. **La question est donc de savoir si une éventuelle administration Trump se satisfera du rattrapage des pays au fil du temps ou si elle exigera des membres de l'OTAN qu'ils rattrapent leur retard historique pour garantir la sécurité.**

RÉDACTEURS

ANNA ROSENBERG
RESPONSABLE
GÉOPOLITIQUE -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

Les pays les plus à risque auront atteint le niveau minimum de dépenses de l'OTAN d'ici l'entrée en fonction du prochain président américain.

POLITIQUE

La défense de l'UE a le vent en poupe

Lors du sommet de l'UE des 21 et 22 mars, les dirigeants européens ont exprimé leur détermination à renforcer la base technologique et industrielle en mettant en œuvre rapidement la Stratégie industrielle européenne de défense (EDIS) présentée par la Commission européenne début mars. Au menu, **une augmentation substantielle des dépenses consacrées à la défense, des investissements conjoints et un meilleur accès aux financements public et privé**. Le Conseil et la Commission doivent examiner toutes les possibilités de mobilisation de fonds et présenter leurs conclusions en juin.

L'objectif est d'inverser les tendances récentes et de produire davantage en Europe. Entre début 2022 et juin 2023, 78 % des achats de défense par les États membres de l'UE ont été réalisés en dehors de l'UE, les États-Unis représentant à eux seuls 63 % de cette part. Il est désormais prévu que **50 % des équipements de défense soient achetés au sein de l'UE d'ici 2030 et 60 % d'ici 2035**.

L'utilisation des bénéfices exceptionnels provenant des avoirs russes gelés devrait permettre, à court terme, d'acheter conjointement du matériel militaire pour l'Ukraine. Mais, à moyen terme, d'autres sources de financement devront être mobilisées et les budgets seront également mis à contribution. **Dans le prochain cadre financier pluriannuel (à partir de 2028), une enveloppe financière ambitieuse devra être allouée à la défense.**

Enfin, **les Européens rappellent que les investissements de défense visant à maintenir la paix ne contreviennent pas aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)**. Il n'existe pas de règles de l'UE qui entravent les investissements privés dans le secteur de la défense.

RÉDACTEURS

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

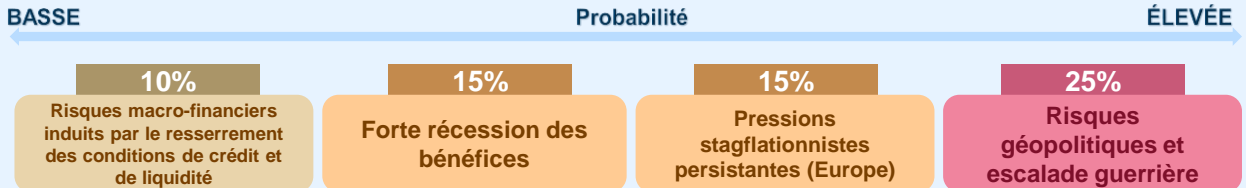
La recherche de nouvelles sources de financement est de plus en plus le nerf de la guerre.



Scénario central et scénarios alternatifs

	Probabilité 70 %	Probabilité 20 %	Probabilité 10 %
	SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement de la croissance mondiale	SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial	SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique
GÉOPOLITIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Ukraine/Russie : poursuite des combats (cessez-le-feu peu probable). Israël : Le conflit devrait rester local. Chine/États-Unis : une trajectoire baissière maîtrisée. Protectionnisme, délocalisations vers des pays proches. 	<ul style="list-style-type: none"> Aggravation de la guerre en Ukraine. Extension du conflit au Moyen-Orient / Mer Rouge. Plus de protectionnisme, représailles et escalade. 	<ul style="list-style-type: none"> Désescalade / cessez-le-feu en Ukraine. Fin de la guerre entre Israël et le Hamas. Baisse des prix de l'énergie/de l'alimentation.
INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement de l'inflation ; persistance de l'inflation sous-jacente (services). BC des marchés développés : Taux Fed funds -75bp fin 2024, BCE -125bp. Début du cycle de baisse en été. La plupart des BC émergentes ont atteint leurs pics de taux. Politiques budgétaires différentes : position restrictive dans l'UE, impulsion négative aux États-Unis ; relance modérée en Chine. 	<ul style="list-style-type: none"> La persistance de l'inflation sous-jacente entraîne un resserrement des conditions financières. Tensions financières. La récession entraîne des baisses de taux (fortes baisses en cas de récession marquée). 	<ul style="list-style-type: none"> Baisse progressive des taux d'intérêt, mais moins importante que dans le scénario central.
TRAJECTOIRE DE CROISSANCE	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement mondial avec de fortes divergences : croissance anémique en Europe ; ralentissement aux États-Unis ; transition plus rapide vers une croissance plus faible en Chine. L'écart de croissance favorise les marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> Perspectives de récession plus généralisées (croissance mondiale inférieure à 2 %). 	<ul style="list-style-type: none"> Seule une désinflation cyclique prononcée pourrait permettre un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en Europe.
CHANGEMENT CLIMATIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Le changement climatique freine la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes. 	<ul style="list-style-type: none"> Nouveaux retards avec davantage d'événements climatiques défavorables. 	<ul style="list-style-type: none"> Transition ordonnée et coordonnée entre les régions.

Risques pesant sur le scénario central



IMPACT SUR LE MARCHÉ	10%	15%	15%	25%
Positif pour <i>Treasuries</i> , les liquidités et l'or.	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 TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.	Positif pour les govies des marchés développés, les liquidités, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	
Négatif pour le crédit.	Négatif pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.	Négatif pour le crédit, les actions et les marchés émergents.	

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



MODÈLES D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Advanced Investment Phazer : Point trimestriel d'Amundi Investment Institute

RÉDACTEURS

**LORENZO
PORTELLI**

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

- **Le principe** : les cycles économiques ont été un moteur crucial pour les marchés financiers, faisant de l'allocation dynamique d'actifs basée sur les changements de régimes une pratique courante pour la construction optimale de portefeuille. Les variations des principaux indicateurs économiques, des orientations de politique monétaire et du niveau de levier financier se sont avérées un guide fiable pour identifier les phases du cycle économique. L'évaluation des changements de probabilité de différents régimes est souvent le meilleur indicateur pour tirer parti de l'évolution des anticipations.
- **Configuration du modèle** : Nous avons développé une approche disciplinée identifiant les régimes au moyen d'un algorithme de groupement appliqué à un ensemble complet de variables macro-financières organisées en quatre dimensions : croissance, inflation, politique monétaire et levier financier. Nous utilisons cet ensemble de données (datant de 1875) pour identifier les cinq régimes récurrents les plus pertinents – correction, contraction, reprise, fin de cycle et reflation des actifs – et passer au crible l'ensemble des classes d'actifs pour identifier quels modèles d'allocation auraient le mieux fonctionné pendant les différents régimes.
- **Objectif** : L'objectif de l'outil *Advanced Investment Phazer* (AIP) développé par Amundi Investment Institute est d'évaluer la probabilité qu'un régime financier perdure à un certain horizon et d'identifier le modèle d'allocation d'actifs à privilégier au vu de l'estimation des probabilités associées à ce régime. En fait, nous avons constaté que les classes d'actifs et les secteurs affichent des comportements différents suivant les régimes, dont les investisseurs devraient tenir compte dans leurs allocations de portefeuille.
- **Résultats du modèle** : Nous pouvons identifier différentes allocations d'actifs en fonction de la distribution des probabilités, en privilégiant la combinaison d'actifs qui devrait être la plus performante dans le scénario central, considéré comme le plus probable.

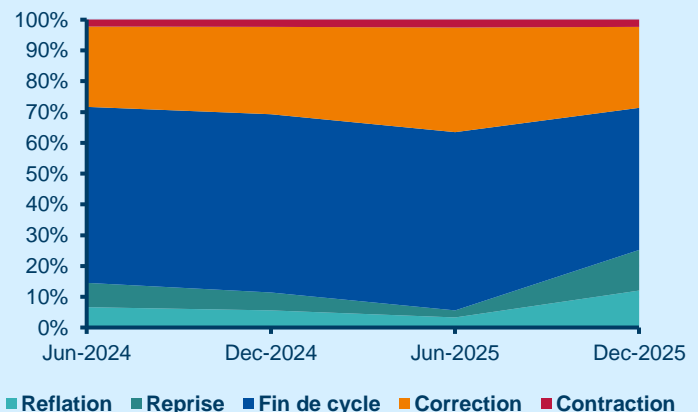
*Les régimes
macro-financiers
sont essentiels
pour l'ajustement
de l'exposition au
risque et la
rotation au sein de
chaque classe
d'actifs macro
dans le cadre de
l'allocation de
portefeuille.*

GRAPHIQUE : La phase la plus probable en 2024 est la Fin de Cycle

Quels sont les signaux actuels ?

- L'AIP signale la Fin de Cycle comme la phase la plus probable en 2024 en raison de la forte résilience de l'économie américaine et de la croissance positive à un chiffre des BPA dans les économies émergentes, qui devrait également soutenir la croissance mondiale.
- La phase de Fin de Cycle favorise une allocation d'actifs légèrement favorable au risque, avec un accent particulier sur les actifs de haute qualité. La probabilité non négligeable de risques négatifs extrêmes suggère également une exposition importante aux govies.

Probabilités selon l'Advanced Investment Phazer



Source : Amundi Investment Institute. Données à mars 2024.



LES MARCHÉS ACTIONS EN GRAPHIQUES

RÉDACTEURS

La participation au rallye a commencé à s'étendre

ERIC MIJOT
RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE ACTIONS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

GRAPHIQUE : MSCI ACWI & MSCI ACWI Equal Weighted



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

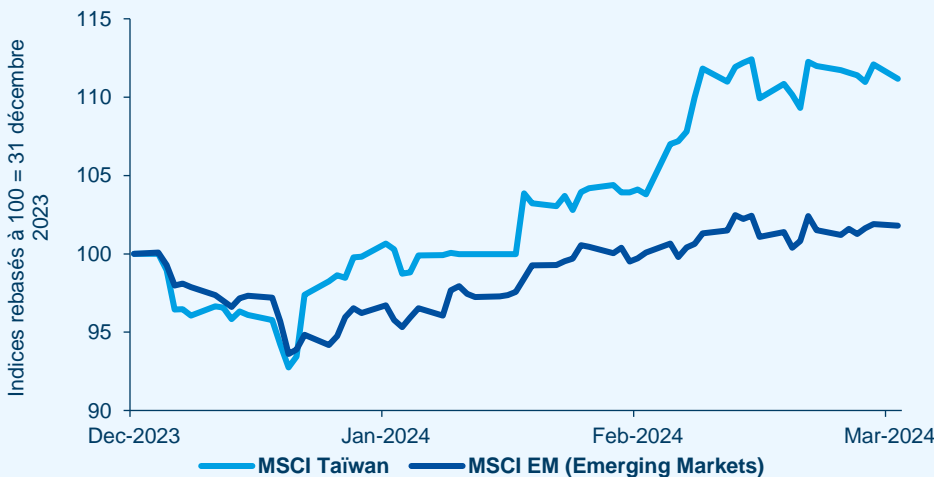
Le rallye boursier commence à s'étendre. Alors que l'indice MSCI ACWI pondéré en fonction de la capitalisation boursière a largement dépassé ses sommets de 2023, l'indice MSCI ACWI équipondéré vient tout juste de les atteindre. Il est possible que cette extension se poursuive.

ME : Les semi-conducteurs ont soutenu Taïwan par rapport aux ME

RÉDACTEURS

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

GRAPHIQUE : Taïwan par rapport aux ME depuis le début de l'année



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 1 avril 2024.

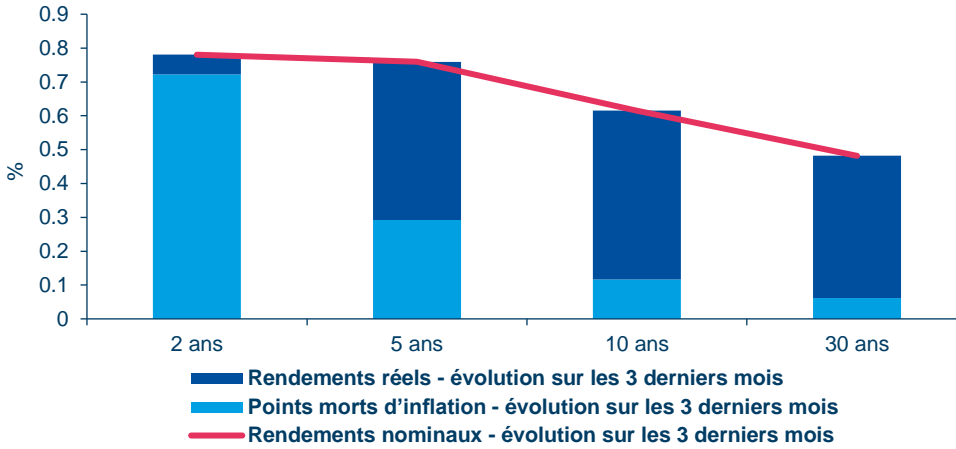
Taïwan a été l'un des marchés émergents les plus performants depuis le début de l'année, ce qui montre que la reprise du secteur des semi-conducteurs, anticipée depuis un certain temps, est en cours et peut être alimentée par les progrès des technologies liées à l'intelligence artificielle.



LES OBLIGATIONS SOUS FORME DE GRAPHIQUES

MD : forte réaction des rendements à l'inflation plus élevée que prévu

GRAPHIQUE : Évolution des rendements des *Treasuries* sur 3 mois



RÉDACTEURS

VALENTINE AINOZ

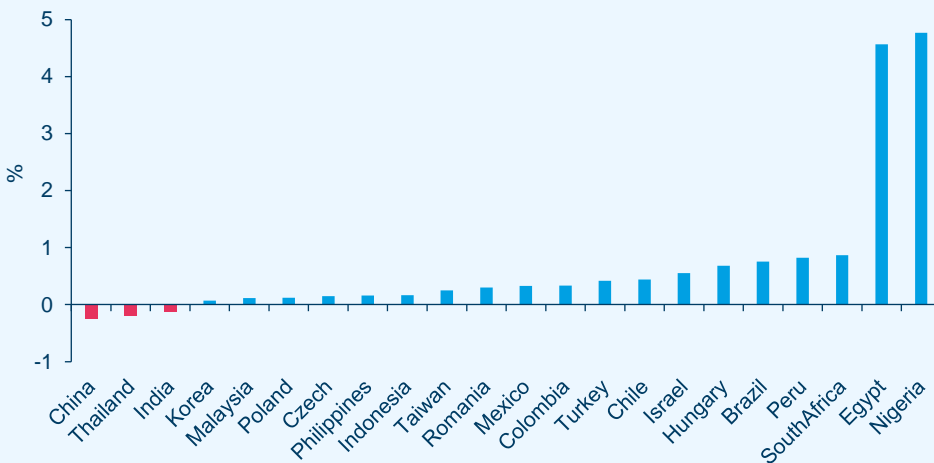
RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE TAUX - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 15 avril 2024.

Forte hausse des points morts d'inflation à 2 et 5 ans depuis le début de l'année : sur les maturités courtes, les compensations d'inflation étaient trop optimistes quant à la vitesse de baisse de l'inflation.

ME : Hausse des rendements depuis le début de l'année

GRAPHIQUE : rendements oblig. (devise locale), var. depuis fin 2023



RÉDACTEURS

ALESSIA BERARDI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MACROÉCONOMIQUE MARCHÉS ÉMERGENTS - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données à avril 2024

À l'exception notable de la Chine (anticipation d'un assouplissement monétaire massif, qui n'est pas notre scénario central) et de certains autres pays asiatiques, les rendements des obligations des ME ont augmenté depuis le début de l'année, réouvrant l'écart de valorisation et créant un point d'entrée attractif pour les investisseurs.



MATIÈRES PREMIÈRES

RÉDACTEURS

Or

La confiance dans un pivot monétaire d'ici l'été se renforce, ce qui dope l'or. Les catalyseurs à long terme – risques budgétaires, diversification des réserves de change, géopolitique et incertitude quant à la prochaine phase du cycle – concordent également en faveur d'un potentiel haussier plus important. Nous pensons qu'un premier objectif se trouve à 2 300 dollars l'once.



JEAN-BAPTISTE BERTHON
STRATÉGISTE CROSS
ASSET SENIOR – AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

Pétrole

La géopolitique, le resserrement des marchés pétroliers et la résilience de la demande soutiennent les cours. Les risques de baisse sont limités, mais l'existence d'importantes réserves de capacités, l'augmentation progressive de la production hors OPEP et les facteurs techniques empêcheront une hausse durable. Nous maintenons notre objectif de 85 dollars le baril pour le Brent.



Métaux industriels

Le ralentissement de la consommation chinoise et des investissements dans la construction continue de plafonner les prix des métaux. Pourtant, les signes d'une baisse de la production minière et les faibles perspectives d'offre excédentaire à moyen terme soutiennent les prix du cuivre. Nous maintenons notre prévision à 9 000 dollars/t à moyen terme.



L'or et les matières premières cycliques sont orientés à la hausse en même temps, reflétant l'optimisme et les doutes des marchés.

DEVISES

RÉDACTEURS

Euro

La tendance à la désinflation conforte l'intention (sans engagement ferme) de la BCE de baisser ses taux en juin et va dans le sens d'une divergence réelle par rapport à la Fed. C'est là un frein à court terme pour l'euro, qui, pour se réaligner sur l'amélioration de sa juste valeur, aura besoin de l'adoption d'un ton plus accommodant par la Fed.



FEDERICO CESARINI
RESPONSABLE
DEVISES MD - AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

Dollar

La flambée des prix des matières premières et la vigueur de l'activité économique américaine rendent incertains l'ampleur et le calendrier du cycle de baisse des taux de la Fed, ce qui soutient le dollar. Toutefois, en l'absence de répercussions importantes sur l'inflation américaine, ce soutien devrait s'estomper à mesure que nous approchons de la première baisse.



Livre sterling

Au vu du changement de ton de la BoE en mars, nous anticipons de nouvelles surprises baissières sur le front de la croissance et de l'inflation au Royaume-Uni, qui devraient éroder l'avantage de taux de la livre. Nous anticipons un léger dénouement des cross trades en GBP au sein du G10 à court terme.



Yen

La hausse historique des taux de la BoJ n'a pas soutenu la devise et a contraint les autorités à renforcer leurs interventions verbales. Nous n'anticipons que peu de soutien réel par ce biais et considérons que l'évolution du JPY va surtout dépendre de la dynamique de la croissance et des taux américains.



L'exception américaine implique que la Fed maintienne un ton rigoureux.

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Persistance d'un environnement de fin de cycle

La bonne tenue de l'économie américaine (en raison d'effets de consommation et de richesse) et les prévisions élevées de bénéfices sur l'année expliquent la récente hausse des actions et le rebond des rendements. La question est à présent de savoir si cette tendance peut continuer, sachant que les mouvements de marchés ont déjà été importants, et si ces prévisions de bénéfices sont crédibles.

Le constat de la vigueur de la conjoncture nous a conduits à prévoir un ralentissement moins brutal aux États-Unis, prolongeant ainsi l'environnement de fin de cycle. Néanmoins, nous n'y voyons pas pour autant le début d'un nouveau cycle et anticipons un ralentissement plus tard dans l'année ainsi qu'une poursuite de la désinflation. L'orientation de l'économie et des marchés dépendra des facteurs suivants :

- **Marché du travail américain.** Une modération de la demande est probable, sous l'effet d'une augmentation de l'épargne, d'une baisse de la consommation, de marchés du travail moins toniques (tensions dans les PME*, grosses pourvoyeuses d'emplois), ainsi que du ralentissement de l'investissement.
- **Divergences des politiques monétaires, l'inflation restant en ligne de mire.** Alors que la BoJ a relevé ses taux pour la première fois en 17 ans, la Fed et la BCE cherchent à les réduire, à condition être sûres de l'orientation future de l'inflation.
- **Élections américaines et situation géopolitique.** La volatilité pourrait augmenter avec l'avancée de la campagne électorale. La situation géopolitique et les risques liés au niveau élevé de l'endettement mondial pourraient soutenir l'or à long terme.
- **Résilience des marchés émergents (ME).** Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions de croissance pour les marchés émergents, principalement en raison de la vigueur de la demande intérieure et des exportations en Asie et en Inde. Toutefois, nos prévisions n'ont pas changé concernant la Chine.

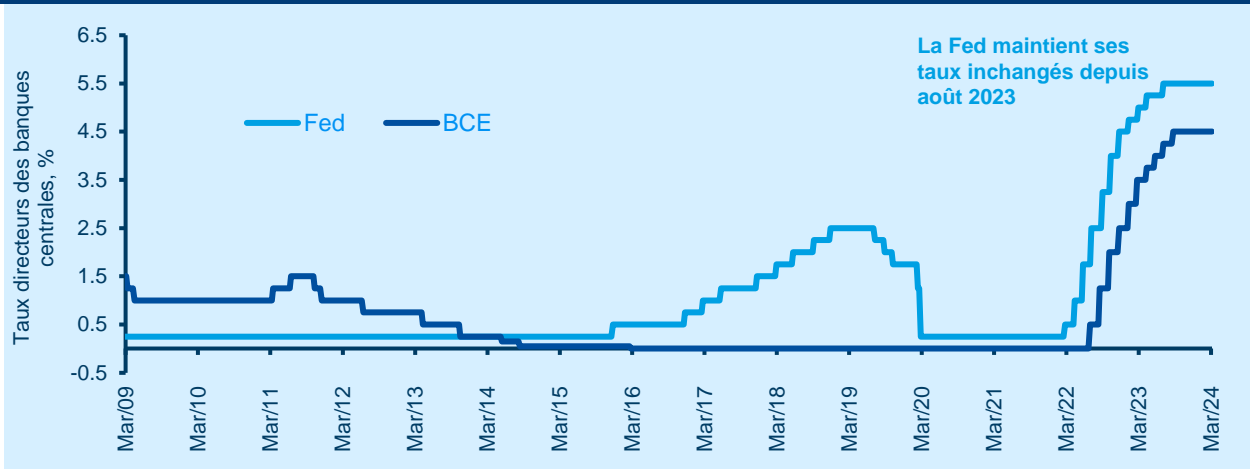


VINCENT MORTIER
DIRECTEUR DES GESTIONS GROUPE



MATTEO GERMANO
DIRECTEUR ADJOINT DES GESTIONS GROUPE

L'inflation se rapproche de l'objectif, la Fed et la BCE devraient réduire leurs taux



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 29 mars 2024. *Petites et moyennes entreprises.



Dans ce contexte, nos principales vues de marché sont les suivantes :

- **Cross Asset.** Les actifs risqués ont intégré l'amélioration des perspectives de bénéfiques et de croissance et restent soutenus par un sentiment positif. Sans augmenter le risque, nous maintenons notre position positive sur la duration, légèrement positive sur les BTP mais prudente sur les JGB. Nous sommes globalement positifs sur les actions. Nous avons une vue légèrement optimiste sur les actions japonaises, tandis que nous sommes neutres aux États-Unis et, désormais, en Europe. Concernant les marchés émergents, nous sommes positifs sur les obligations et les actions (Inde, Indonésie et Corée du Sud). Sur les devises, nous anticipons une certaine vigueur du dollar, du réal et de la roupie indienne, mais avons affiné nos opinions au vu des récentes fluctuations. Dans l'ensemble, nous privilégions une approche diversifiée, avec des protections suffisantes contre les tensions géopolitiques (pétrole), élément crucial dans l'environnement actuel.
- **Sur le marché obligataire, l'inflation sera le principal déterminant des politiques monétaires. Aussi, nous restons actifs et positifs sur la duration aux États-Unis et au Royaume-Uni.** En Europe, notre position est désormais proche de la neutralité au vu de la récente hausse des rendements et du ton accommodant de la BCE, alors que nous sommes défensifs sur les JGB. Sur le crédit aux entreprises, les fondamentaux restent solides sur l'IG, mais les défauts sur les crédits de faible qualité (CCC) augmentent, notamment aux États-Unis. Davantage de dispersion en fonction de la qualité est donc probable. Nous privilégions donc les titres de qualité, et envisageons avec sélectivité les titres à maturité courte. En Europe, nous préférons l'IG au HY, au sein duquel nous préférons les titres de qualité supérieure (BB) ou les maturités courtes.
- **L'excès de confiance du marché vis-à-vis des actions américaines plaide pour une approche équilibrée.** Nous restons équilibrés en explorant des opportunités défensives spécifiques plutôt qu'un secteur en particulier. En revanche, dans l'industrie, les titres de qualité du secteur des matériaux de base sont attractifs à condition d'être sélectif. En Europe, nous préférons associer des valeurs cycliques de qualité et des défensives. La croissance de la région va rester atone, incitant à revoir à la hausse les valeurs de la consommation de base, tout en restant prudents vis-à-vis de la technologie. Dans l'ensemble, nous privilégions la qualité et les titres « value » au Japon et aux États-Unis.
- **Notre position sur les marchés émergents est structurellement constructive.** Nous associons des facteurs tels que les risques budgétaires et la vulnérabilité externe des pays à nos opinions bottom-up. Cela nous permet d'être positifs sur l'Inde, l'Indonésie, la Corée du Sud et l'Amérique latine (Brésil, Mexique). La dette des émergents devrait bénéficier des baisses de taux de la Fed et de la désinflation. Toutefois, les risques géopolitiques et idiosyncrasiques incitent à la vigilance.

Nous reconnaissons la vigueur de la tendance sur les actifs risqués. Cependant, en raison des valorisations élevées, nous préférons ne pas accroître massivement notre exposition structurelle au risque.

Sentiment de risque global

Aversion  **Appétit**

L'économie et le sentiment sont meilleurs que prévu, mais les doutes persistent sur les bénéfiques et les valorisations. Nous augmentons légèrement le risque, pour jouer sélectivement la fin de cycle.

Changements par rapport au mois dernier

- Cross asset : Neutralité sur les actions européennes
- Obligations : Position à l'égard du HY européen relevée légèrement (à neutre) en raison des fondamentaux et de l'amélioration des facteurs techniques. Sur les marchés émergents, position légèrement positive sur les obligations indiennes.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs à risque (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Il reflète les opinions sur un horizon d'un mois, d'un comité d'investissement mondial à l'autre. Notre position peut être ajustée 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, BTP = obligations d'État italiennes, JBG = obligations d'État japonaises. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.



Trois questions d'actualité

1

Quelle est votre analyse de la performance des actions au cours des dernières semaines ?

Les marchés semblent progresser avec la conviction que la désinflation va continuer et qu'un virage de la Fed est presque acquis. Bien que le ralentissement de l'inflation se poursuive, des incertitudes pourraient apparaître quant au calendrier et à l'ampleur des baisses, la Fed et la BCE restent toutes deux dépendantes des données économiques. En plus des anticipations concernant la Fed, les fondamentaux favorables (activité économique et bénéfices supérieurs aux attentes) dopent les actifs risqués, notamment les actions. Tant que la désinflation n'est pas sérieusement remise en question, les marchés pourraient continuer à en bénéficier.

Conséquences en matière d'investissement

- D'un point de vue cross asset, vue légèrement optimiste sur les actions, les matières premières cycliques et les obligations indexées sur l'inflation.

2

Quelles ont été les principales tendances des résultats du 4^{ème} trimestre 2023 aux États-Unis et en Europe ?

Au 8 mars, environ 99 % des entreprises du S&P 500 avaient publié leurs résultats pour le T4 2023. Ces chiffres s'avèrent très bons pour les marchés américains, en particulier grâce aux secteurs des services de communication, de la consommation discrétionnaire et de la technologie. La croissance des bénéfices dans ces secteurs a été beaucoup plus forte que prévu, à 53 %, 37 % et 24 % (en glissement annuel), respectivement. La situation est toutefois différente en Europe, où le T4 devrait apparaître comme le troisième trimestre consécutif de recul des bénéfices, une fois que toutes les entreprises auront publié leurs résultats.

Conséquences en matière d'investissement

- Biais en faveur des marchés américains de qualité, « value » et équilibrés
- Privilégier la qualité en Europe et les titres « value » au Japon

3

Comment analysez-vous l'issue de la récente ANP en Chine ?

L'Assemblée nationale populaire n'a pas déplacé le curseur, à notre sens, en termes de croissance économique. Avec un objectif à 8,2 %, le déficit budgétaire de cette année devrait être supérieur à celui de 2023, mais, bien que légèrement expansionniste, il ne suffira pas à relancer la demande. Ainsi, malgré l'objectif de croissance de 5 % fixé par le gouvernement, nous maintenons notre prévision à 3,9 %, un chiffre inférieur à celui du consensus. Concernant l'inflation, la faiblesse de la consommation signifie que la hausse de l'IPC devrait rester très modérée tandis que les capacités de production excédentaires pèseront sur les marges bénéficiaires des entreprises.

Conséquences en matière d'investissement

- Proche de la neutralité sur les actions chinoises
- Neutre sur les obligations d'État chinoises

Le sentiment du marché pourrait rester positif en l'absence de ralentissement économique et de mauvaise surprise concernant l'inflation. Cependant, des excès se sont accumulés, rendant indispensable le maintien d'une attitude vigilante.

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





MULTI-ASSET

Faire preuve de discipline face à l'exubérance des marchés

Le sentiment est favorable aux actifs risqués et nous ne prévoyons pas de récession des bénéfiques aux États-Unis. Toute déception sur le plan de la croissance ou des résultats pourrait peser sur cette complaisance mais, en l'absence de mauvaises nouvelles, le rebond pourrait se poursuivre. Aussi, **nous restons prudents et recherchons des opportunités en Asie, où la croissance des bénéfiques est plus évidente**. Mieux vaut aussi conserver des couvertures et rester diversifié.

Notre position proche de la neutralité sur les actions des marchés développés tient compte des nuances d'une région à l'autre. Nous sommes neutres sur les États-Unis et avons rehaussé notre opinion sur l'Europe à neutre, principalement pour réduire les risques, mais sommes légèrement positifs sur le Japon. Sur les émergents, nous restons optimistes vis-à-vis de l'Inde, de l'Indonésie et de la Corée du Sud. En Corée, nous avons légèrement relevé notre opinion positive en raison de l'amélioration des bénéfiques et, potentiellement, de la gouvernance des entreprises.

Nous sommes optimistes sur la duration (États-Unis et Europe), dans un contexte de rendements attractifs, de baisses potentielles des taux et d'avantages de diversification. Toutefois, au vu des dettes publiques élevées et de possibles surprises d'inflation, nous restons actifs et attentifs à d'éventuelles opportunités en cas de nouvelle hausse des rendements. Nous sommes également optimistes sur les BTP du fait d'une possible baisse des rendements européens. En revanche, notre vue est prudente sur le JGB après la décision de la BoJ de mettre fin aux taux négatifs. Nous surveillons ses futures mesures, ainsi que la croissance et l'inflation.

Sur les obligations d'entreprise, nous maintenons notre préférence pour la qualité et les valorisations attractives. La différenciation devrait s'accroître. Nous apprécions donc le crédit IG de l'UE. Les obligations émergentes offrent un bon portage dans un contexte de désinflation. Toutefois, la désinflation « du dernier kilomètre » sera difficile et la marge de compression des spreads devient limitée. De plus, la vigueur du dollar à court terme pourrait affecter les rendements, d'où notre vigilance.

Tactiquement, nous sommes légèrement optimistes sur l'USD par rapport au SEK et au CHF, mais prudents sur le JPY. Sur les marchés émergents, nous apprécions le BRL, mais préférons désormais l'exprimer face à l'euro. Nous avons réduit notre position sur la paire INR/CNY après une solide performance, mais pensons qu'elle offre toujours un portage et des fondamentaux satisfaisants.

L'inflation américaine diminue, mais nous ne pouvons pas exclure des surprises temporaires, d'où la nécessité de protections sur la duration. Le pétrole reste une bonne couverture contre les risques géopolitiques, notamment au Moyen-Orient.

RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI
RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

JOHN O'TOOLE
RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

Nous sommes passés à une position neutre sur les actions des marchés développés, et plus récemment sur l'Europe, sans ajouter de risques sur les segments excessivement valorisés.

Convictions cross-asset d'Amundi

		--	-	=	+	++	
Actions	MD			↔	◆		◆ Position actuelle ↔ Changements par rapport au mois dernier
	MÉ				◆		
Crédit				◆			
Duration	MD				◆		
	MÉ				◆		
Pétrole					◆		
Or				◆			

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



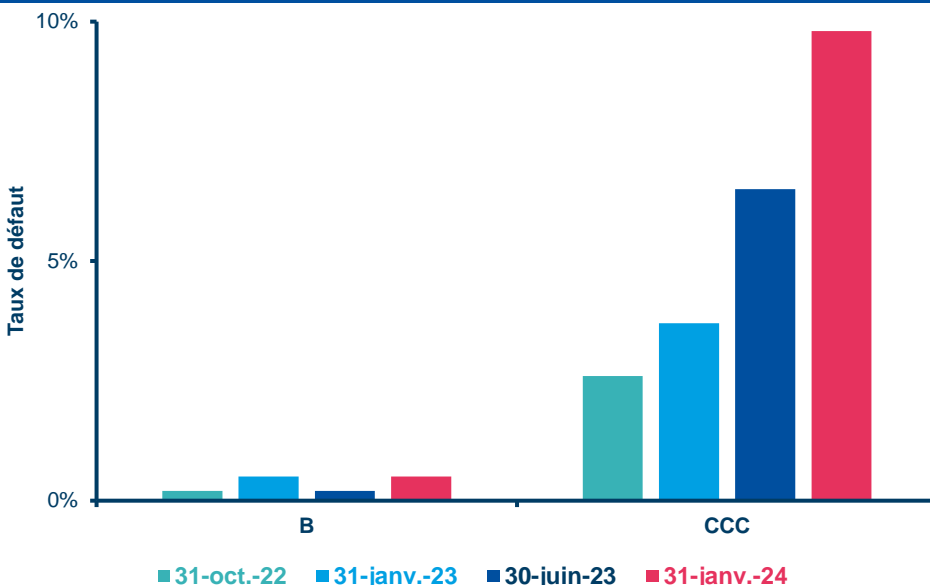
OBLIGATIONS

Portage attractif, mais à équilibrer avec la qualité

La Fed et la BCE ont surtout communiqué sur l'importance de la désinflation comme prélude aux baisses de taux, même si le débat continue au sujet d'une éventuelle augmentation du taux neutre. Les marchés, pour leur part, ont ajusté leurs anticipations de baisse des taux, dans un contexte marqué par un rebond des rendements sans risque et la persistance du sentiment positif concernant la croissance. Ce dernier a aussi soutenu les obligations d'entreprise, même si, à terme, nous ne pouvons pas ignorer les risques d'événements de crédit idiosyncrasiques, en particulier sur les segments les moins bien notés. Par conséquent, nous sommes prudents et disciplinés à l'égard des entreprises très endettées qui font face à des coûts d'intérêt excessifs. En revanche, nous sommes optimistes sur les segments de qualité des obligations des marchés développés et émergents, où le portage est robuste.

Obligations mondiales et européennes	Obligations américaines	Obligations émergentes
<ul style="list-style-type: none"> Au vu d'une BCE relativement accommodante, nous sommes de nouveau neutres sur la duration euro. Nous restons positifs sur le Royaume-Uni mais prudents sur le Japon. Sur le crédit, nous préférons les banques aux non-banques, car les valeurs industrielles seront plus exposées en cas de ralentissement, et nous privilégions les titres IG. Nous sommes prudents sur le HY. Le crédit moins bien noté souffrirait davantage d'un ralentissement. Toutefois, nous apprécions, de façon sélective, les titres à maturité courte, présentant un portage attractif et dont les fondamentaux sont relativement meilleurs. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons légèrement positifs mais flexibles sur la duration et surveillons l'inflation et la volatilité des taux. Les rendements des emprunts d'État restent attractifs. Concernant le crédit aux entreprises, nous privilégions le IG au HY, et les financières aux non-financières. En général, le crédit à maturité courte présente un meilleur potentiel de valorisation. Même si les spreads des produits titrisés se sont récemment resserrés, ils offrent toujours de la valeur à long terme. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons positifs au vu du ralentissement de l'inflation et du soutien qui sera probablement apporté par les baisses de taux de la Fed. Nous identifions, de plus, de nombreuses opportunités idiosyncrasiques, comme l'Inde (portage attractif, banque centrale prudente), l'Egypte (accord avec les institutions multilatérales) et l'Argentine. Nous apprécions la dette en devises fortes et la dette d'entreprise et privilégions le HY, compte tenu du portage et de l'anticipation d'une volatilité limitée.

Soyez vigilants : les défauts augmentent sur les titres américains CCC



Source : Amundi Investment Institute, Moody's Investor Service, dernières données disponibles au 26 mars 2024. Données sur 12 mois glissants.

RÉDACTEURS

AMAURY D'ORSAY

RESPONSABLE DE LA
PLATEFORME
DE GESTION
OBLIGATAIRE

YERLAN SYZDYKOV

RESPONSABLE
MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

MARCO PIRODINI

DIRECTEUR
DES
INVESTISSEMENTS
AUX ÉTATS-UNIS



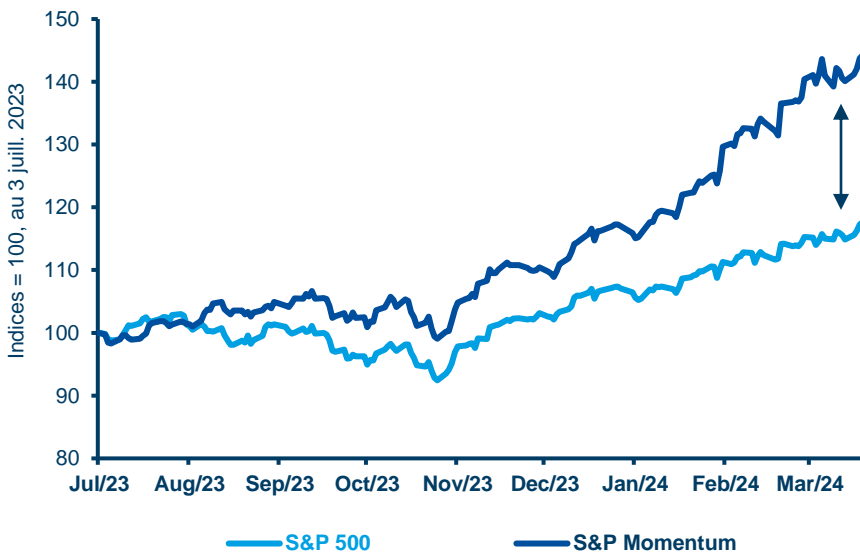
ACTIONS

Marchés incohérents : les fondamentaux en boussole

Les actions anticipent un scénario optimiste en termes de croissance économique, ce qui s'est traduit par une forte hausse cette année, avec, ces derniers temps, une certaine généralisation de la reprise. Ces mouvements sont également soutenus par une liquidité abondante et des bénéfices solides, en particulier aux États-Unis. Toutefois, si l'on creuse davantage, on observe des divergences entre segments : les bénéfices des méga-capitalisations ont été meilleurs que ceux du reste du marché, ce qui s'est traduit dans certains cas par des valorisations extrêmes malgré la hausse des rendements. Aussi, dans un contexte de forte dispersion, nous identifions des opportunités d'un point de vue plus fondamental, dans le cadre d'une position globalement équilibrée. Sur le plan sectoriel, nous privilégions les actions « value » américaines, le Japon et, plus largement, la qualité (marges élevées, produits différenciés, etc.) et les dividendes, y compris en Europe et sur les marchés émergents.

Actions européennes	Actions mondiales et américaines	Actions des ME
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nous pensons qu'il est important, dans le contexte actuel du marché, de combiner valeurs cycliques de qualité et valeurs défensives. Nous avons notamment relevé notre opinion sur les valeurs défensives via la consommation de base. ▪ De plus, nous apprécions les banques en raison de leurs dividendes élevés et de la croissance de leurs bénéfices. En revanche, nous sommes prudents à l'égard de la consommation discrétionnaire et de la technologie (bien qu'un peu moins qu'auparavant). ▪ Les résultats seront un facteur critique, les valorisations laissant peu de place à la déception. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La reprise se généralise, mais nous ne pensons pas qu'il faille accroître le risque. Nous restons prudents à l'égard des méga-capitalisations et privilégions les actions « value ». ▪ Dans le cadre d'une approche équilibrée, nous explorons les segments présentant des valorisations attractives et préférons une approche équilibrée. Nous apprécions les valeurs défensives, mais, plutôt que de nous concentrer sur les secteurs traditionnels, nous privilégions des entreprises présentant des situations idiosyncrasiques. ▪ Nous aimons également les titres de qualité de la finance et des matériaux de base. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nous identifions des opportunités structurelles, notamment en Asie (Indonésie, Inde), mais avec un impératif de sélection. ▪ En termes de pays, nous sommes optimistes à l'égard de la Corée du Sud en raison des dividendes et de l'amélioration de la gouvernance des entreprises. En Chine, nous observons des mouvements de rachats d'actions, mais ne changeons pas encore d'avis. ▪ Au Brésil, nous sommes vigilants à toute ingérence du gouvernement dans la gouvernance des entreprises. ▪ En revanche, nous sommes prudents à l'égard de la Malaisie et de Taïwan.

Le momentum est fort, mais pour combien de temps ?



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, 25 mars 2024.

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN

RESPONSABLE DE LA
PLATEFORME DE
GESTION ACTIONS

YERLAN SYZDYKOV

RESPONSABLE
MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

MARCO PIRONDINI

DIRECTEUR
DES INVESTISSEMENTS
AUX ÉTATS-UNIS



OPINIONS

Allocation d'actifs Amundi

Focus ce mois-ci

- **Devises émergentes** : Nous sommes optimistes concernant les devises émergentes à moyen terme. Récemment, nous avons remarqué que les banques centrales des marchés émergents comme celles du Pérou, du Brésil et de la Hongrie agissent avec prudence, préférant baisser leurs taux de façon graduelle en préservant la vigueur de leur devise.

Actions et facteurs mondiaux

Régions	Évoluti on vs M-1	--	-	=	+	++	Facteurs mondiaux	Évoluti on vs M-1	--	-	=	+	++
États-Unis					◆		Croissance					◆	
Europe					◆		Value					◆	
Japon						◆	Petites capitalisations					◆	
Émergents						◆	Qualité						◆
<i>Chine</i>					◆		Faible volatilité					◆	
<i>Émergents hors Chine</i>						◆	Momentum	▼				◆	
<i>Inde</i>						◆	Dividendes élevés					◆	

Obligations et devises

Govies	Évoluti on vs M-1	--	-	=	+	++	Crédit	Évoluti on vs M-1	--	-	=	+	++
États-Unis						◆	IG É.-U.					◆	
Cœur de l'UE						◆	HY É.-U.			◆			
UE périph.						◆	IG UE						◆
Royaume-Uni						◆	HY UE	▲				◆	
Japon			◆										
Dette ME	Évoluti on vs M-1	--	-	=	+	++	Devises	Évoluti on 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, 25 mars 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 12 avril 2024

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, GA, %			Inflation (IPC), GA, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1,6	1,3	1,3	4,7	2,7	2,2
États-Unis	2,5	2,3	1,3	4,1	3,0	2,4
Zone euro	0,5	0,4	1,1	5,4	2,3	2,2
<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	1,5
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	0,4
Inde	7,7	6,3	6,0	5,7	5,3	5,8
Indonésie	5,0	5,1	4,8	3,7	3,4	3,7
Brésil	2,9	1,8	2,2	4,6	3,9	3,5
Mexique	3,2	1,6	1,9	5,6	4,4	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	4,7	3,3
Turquie	4,5	3,2	3,6	53,4	59,0	29,0
Monde	3,2	2,8	2,8	5,3	4,3	3,3

Prévisions officielles de taux directeurs des banques centrales, %

	12 avril 2024	Amundi T2 24	Consensus T2 24	Amundi T4 24	Consensus T4 24
États-Unis*	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Zone euro**	4,00	3,75	3,40	2,75	2,90
Royaume-Uni	5,25	5,00	4,80	4,00	4,30
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
Chine***	3,45	3,30	3,35	3,00	3,25
Inde****	6,50	6,50	6,50	6,00	6,00
Brésil	10,75	9,75	9,75	8,75	9,00
Russie	16,00	16,00	15,50	12,00	13,00

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 12 avril 2024. IPC : indice des prix à la consommation. * : Limite supérieure de la fourchette cible des Fed Funds. ** : Taux de dépôt. *** : Taux préférentiel des prêts à un an. **** : Taux de prise en pension. Le T2 2024 désigne fin juin 2024 ; le T4 2024 désigne fin décembre 2024.



PRÉVISIONS

Prévisions des marchés financiers

Rendements obligataires

Prévisions de rendement obligataire à deux ans, %

	15 avril 2024	Amundi T3 24	À +6m	Amundi T1 25	À +12m
États-Unis	4,74	4,00-4,20	4,44	3,80-4,00	4,31
Allemagne	2,88	2,30-2,50	2,43	1,90-2,10	2,18
Royaume-Uni	4,22	3,60-3,80	3,81	3,40-3,60	3,73
Japon	0,23	0,10-0,20	0,29	0,10-0,20	0,35

Prévisions de rendement obligataire à dix ans, %

	15 avril 2024	Amundi T3 24	À +6m	Amundi T1 25	À +12m
États-Unis	4,36	3,90-4,10	4,34	3,90-4,10	4,34
Allemagne	2,36	2,20-2,40	2,33	2,00-2,20	2,32
Royaume-Uni	4,04	3,80-4,00	4,00	3,70-3,90	4,03
Japon	0,81	0,80-1,00	0,90	0,80-1,00	0,99

Taux de change

	15 avril 2024	Amundi T3 24	Consensus T3-24	Amundi T1 25	Consensus T1 25
EUR/USD	1,09	1,05	1,09	1,12	1,11
EUR/JPY	165	156	158	156	154
EUR/GBP	0,86	0,86	0,86	0,87	0,87
EUR/CHF	0,98	0,98	0,98	1,03	1,00
EUR/NOK	11,61	11,50	11,20	11,47	11,05
EUR/SEK	11,46	11,52	11,20	11,48	11,05
USD/JPY	152	148	145	139	140
AUD/USD	0,66	0,65	0,68	0,69	0,69
NZD/USD	0,60	0,59	0,62	0,63	0,64
USD/CNY	7,23	7,20	7,15	7,20	7,10

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 15 avril 2024. Le T3 2024 désigne fin septembre 2024 ; le T1 2025 désigne fin mars 2025.



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, CROSS ASSET

PATRYK DROZDIK

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

GIAUSA GABRIELE

STRATÉGISTE MACRO 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

CIO GROUPE

MATTEO GERMANO

CIO ADJOINT GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

TRISTAN PERRIER

MACROÉCONOMISTE ET SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION

GIANLUCA GALLARATE

ÉDITION ET 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 SAS et datent du 12 avril 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 au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles 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 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.

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

Date de première utilisation : 15 avril 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.

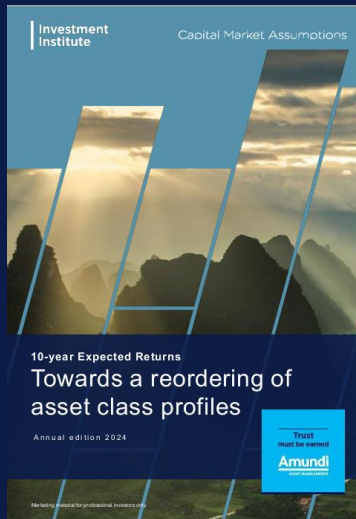
Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Luke Mackenzie.



Amundi Investment Institute

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

Cet environnement intègre les dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé 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 sous une seule entité : Amundi Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de **leadership éclairé** 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

