



Politique monétaire du R.-U. : éviter une boucle prix-salaires



Mahmood PRADHAN

Responsable Macroéconomie -
Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA

Économiste senior - Amundi Institute

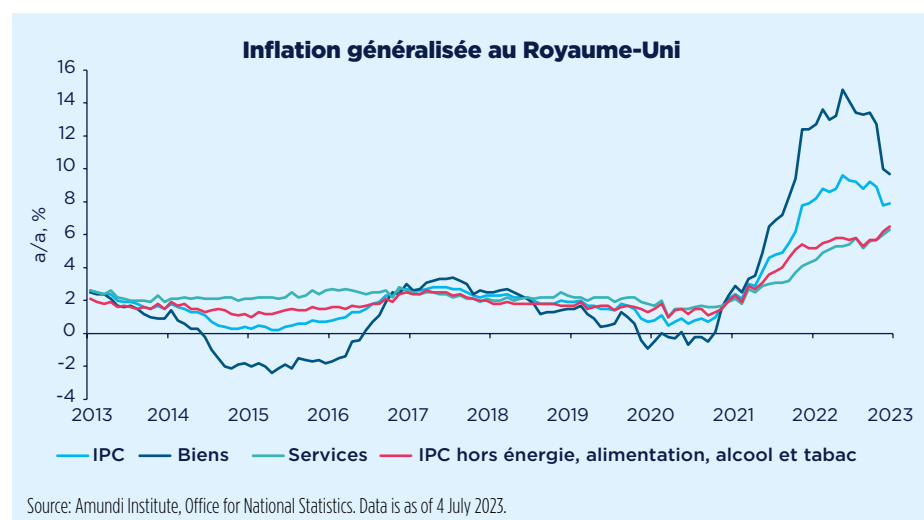
Le Royaume-Uni est la seule économie avancée où la croissance des salaires est supérieure à l'inflation sous-jacente, ce qui risque d'entraîner une boucle prix-salaires. L'inflation est généralisée et devrait rester bien plus élevée que dans les autres pays du G7, dépassant 6,0 % en 2023 et se maintenant nettement au-dessus de 3,0 % d'ici fin 2024. Dans le meilleur des cas, la croissance sera éte, mais les risques sont très majoritairement baissiers.

L'inflation sous-jacente sera difficile à maîtriser à court terme en raison des pressions salariales persistantes émanant d'un marché du travail très tendu du fait du Covid-19 et du Brexit, tandis que les taux hypothécaires élevés augmentent le coût de la vie.

Un tour de vis monétaire supplémentaire est inévitable. Les marchés anticipent un pic des taux bien au-dessus de 6,0 % et la BoE devra choisir entre un resserrement excessif - qui ferait grimper les taux hypothécaires et déclencherait une récession - et la patience pour atteindre son objectif d'inflation. Nous tablons, pour notre part, sur un taux terminal aux alentours de 5,5 %.

La proportion élevée de prêts à taux variable freinera le marché du logement et maintiendra la pression sur les loyers, mais il est peu probable que les prix de l'immobilier corrigent de manière précipitée, car l'offre est limitée et environ la moitié des propriétaires n'ont pas d'emprunt immobilier en cours. Une hausse des taux augmentera également les revenus de l'épargne, atténuant l'effet d'ensemble du resserrement monétaire sur l'activité.

Les perspectives sont plus difficiles à moyen terme. Le Royaume-Uni est la seule économie avancée dont le PIB n'a pas progressé et où l'emploi a reculé depuis 2019. De plus, selon les prévisions officielles, le PIB n'augmentera que de 1pp d'ici 2025. La faible croissance potentielle impose des contraintes budgétaires strictes. La fiscalité est déjà en hausse - l'impôt sur les sociétés est passé de 19 à 25 % et les abattements ont été gelés - et **il est peu probable que le ratio dette publique/PIB revienne sous 100 % avant 2025.** Si les taux d'intérêt à long terme restent supérieurs à 3,5 %, il faudra dégager des excédents budgétaires primaires de 2,0 % du PIB pour passer sous ce seuil. **Compte tenu de la pénurie de main-d'œuvre et de la réduction des échanges dues au Brexit, des réformes visant à accélérer la croissance pourraient être une solution, mais il est peu probable que les zones de libre-échange et les espoirs placés dans l'IA suffisent à changer la donne.**





Alessia BERARDI

Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

ME : les BC prêtes pour un virage accommodant

Comme le montrent, en tendance, les derniers chiffres économiques, la dynamique de croissance des ME reste fragile et, dans certains cas, se détériore. **Le ralentissement plus rapide et marqué que prévu de la Chine devrait se traduire par un affaiblissement général de la demande extérieure**, tant pour les ME que pour le reste du monde. D'un point de vue régional, les PMI manufacturiers (de juin) pour l'Europe de l'Est (notamment, la République tchèque et la Pologne) sont bien en dessous de 50. En Amérique latine, les chiffres du Brésil et de la Colombie restent légèrement inférieurs à 50, le Mexique faisant exception. La situation est plus contrastée en Asie, où l'Asie du Sud - en particulier l'Inde - affiche des performances supérieures à celles de l'Asie du Nord. Le secteur des services semble mieux résister. Dans tous les cas, la demande extérieure comme intérieure décélère.

Après plusieurs mois de surprises positives et de révisions à la baisse des prévisions, **les chiffres des indices globaux d'inflation ont été légèrement inférieurs aux attentes en juin**. L'essentiel de la désinflation au S1 2023 provient de l'Amérique latine, tandis que, dans la zone CEEMEA, la tendance est plus lente. En Asie, la désinflation est modérée surtout en raison de pics initiaux moins élevés. Mais, reflétant les tendances observées en matière de croissance, la désinflation des indices sous-jacents et des services est à la traîne même si elle a commencé.

En résumé, **les conditions intérieures sont mûres pour que débute un cycle d'assouplissement monétaire dans plusieurs pays émergents**. Les conditions externes le sont également, les taux de la Fed étant proches de leurs pics. Cependant, malgré ce possible prochain début d'une phase de baisse des taux directeurs, leur retour aux niveaux d'avant le resserrement prendra du temps. L'inflation ne reviendra pas rapidement vers ses niveaux d'alors et, les effets de base s'estompant au cours de l'été, elle devrait même connaître une légère hausse, flirtant avec la fourchette supérieure des objectifs des banques centrales dans de nombreux pays. De plus, le phénomène météorologique El Niño crée un risque à la hausse sur nos prévisions d'inflation à court terme, en raison de ses répercussions sur les prix des denrées alimentaires. Par ailleurs, au cours des prochaines années, l'inflation devrait être soutenue de façon structurelle par plusieurs facteurs comme la transition Net Zéro, la faible productivité et la remontée du protectionnisme.



	Manufacturing PMI	Juil-22	Août-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Déc-22	Jan-23	Fév-23	Mar-23	Apr-23	Mai-23	Juin-23
Am. Lat	Mexique	48,5	48,5	50,3	50,3	50,6	51,3	48,9	51	51	51,1	50,5	50,9
Am. Lat	Brésil	54	51,9	51,1	50,8	44,3	44,2	47,5	49,2	47	44,3	47,1	46,6
Am. Lat	Colombie	49,5	52,4	52,8	50	47,3	51,1	48,5	49,8	51,5	52,6	49,9	49,8
Europe de l'Est	Russie	50,3	51,7	52	50,7	53,2	53	52,6	53,6	53,2	52,6	53,5	52,6
Europe de l'Est	Pologne	42,1	40,9	43	42	43,4	45,6	47,5	48,5	48,3	46,6	47	45,1
Europe de l'Est	République Tchèque	46,8	46,8	44,7	41,7	41,6	42,6	44,6	44,3	44,3	42,8	42,8	40,8
Asie	Chine	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49	49,2	51,6	50	49,5	50,9	50,5
Asie	Inde	56,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8
Asie	Indonésie	51,3	51,7	53,7	51,8	50,3	50,9	51,3	51,2	51,9	52,7	50,3	52,5
Asie	Corée du Sud	49,8	47,6	47,3	48,2	49	48,2	48,5	48,5	47,6	48,1	48,4	47,8
Asie	Taiwan	44,6	42,7	42,2	41,5	41,6	44,6	44,3	49	48,6	47,1	44,3	44,8
Asie	Philippines	50,8	51,2	52,9	52,6	52,7	53,1	53,5	52,7	52,5	51,4	52,2	50,9

Source : Amundi Institute, Datastream. Données au mardi 11 juillet 2023.



Aperçus macroéconomiques



Au vu du PIB du T1 et des chiffres solides du T2, nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour les États-Unis. Nous pensons toujours que l'économie va sensiblement se détériorer et entrer en légère récession, mais jugeons désormais que cela aura lieu plus tard, vers la fin de l'année, lorsque le resserrement du crédit pèsera sur la croissance. L'inflation devrait persister, au moins à court terme sur les indices sous-jacents, mais nous attendons une normalisation progressive, aidée par une croissance inférieure aux attentes.



Nous anticipons une activité faible dans la zone euro, à mesure que les conditions financières se resserrent et que les perspectives économiques américaines s'assombrissent. La croissance sera inégale, les pays périphériques enregistrant de meilleurs résultats que ceux du cœur de la zone, grâce à la dynamique positive du T1 et aux effets d'acquis. La croissance ralentira dans l'ensemble pour se situer en dessous de son potentiel. L'inflation globale diminuera plus rapidement que l'inflation sous-jacente, qui persistera et freinera la consommation, tout en obligeant la BCE à maintenir une attitude restrictive.



Début 2023, la croissance britannique s'est avérée meilleure que prévu, notamment grâce à la baisse des prix de l'énergie. Cependant, l'économie reste aux prises avec des facteurs défavorables. Nous nous attendons à ce que l'inflation reste très élevée et supérieure à l'objectif, pesant sur la demande intérieure et contraignant la Banque d'Angleterre à rester restrictive. Aussi, la croissance devrait être très faible en 2023-2024, avec des risques non négligeables de boucle prix-salaires.



La croissance du PIB du Japon au T1 ayant été révisée en hausse à 2,7 % (rythme trimestriel annualisé), nous avons relevé notre prévision annuelle de 0,6 % à 0,9 %. L'investissement des entreprises, qui a bien résisté jusqu'à présent, devrait ralentir au S2, en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale, avant une possible ré-accelération en 2024. Les anticipations d'inflation des ménages ayant reflué, l'IPC sous-jacent a probablement culminé en mai à 4,3 % et devrait diminuer progressivement pour revenir à environ 2,5 % fin 2023 ou début 2024, même si la BoJ prévoit une ré-accelération en 2024.



Le PIB chinois a progressé de 3,3% au T2 (rythme trimestriel annualisé), soit nettement moins que nos prévisions. À cela s'ajoute un retard dans la mise en œuvre des mesures budgétaires et de soutien au logement, ce qui nous a amenés à réduire notre prévision de croissance pour 2023 à 5,1 %, contre 5,7 % auparavant. Les décideurs politiques donnant la priorité à la transition à long terme, leur tolérance vis-à-vis du ralentissement de la croissance s'est accrue. En l'absence de mesures de relance significatives, la croissance de la Chine devrait se stabiliser dans une fourchette de 3 à 4 % à long terme.



Au T2, la dynamique de croissance indienne s'est avérée robuste, notamment dans les zones urbaines. L'offre de crédit continue de croître rapidement, à un rythme d'environ 15 % en variation annuelle. Les performances économiques reposent à la fois sur l'offre et sur la demande. L'inflation devrait toucher son point bas au cours de l'été (elle était d'environ 4,5 % en moyenne en mai-juin) avant de remonter, tout en restant dans la fourchette cible. La RBI devrait maintenir le statu quo en août et ne commencer à assouplir sa politique que début 2024.



Malgré le récent violent tremblement de terre et l'inflation élevée, le ralentissement de l'économie turque a été relativement limité au T1 grâce à une politique monétaire et budgétaire accommodante. Nous prévoyons un affaiblissement de la croissance durant le reste de l'année. En dépit de la récente hausse des taux d'intérêt et après avoir atteint un point bas en juin (38 % sur 12 mois), l'inflation devrait continuer à rebondir en raison de la disparition des effets de base, de la forte dépréciation de la livre turque, de l'augmentation sensible des prix ou des taxes pour certains produits et de l'augmentation des pensions.



La situation macroéconomique du Brésil est en demi-teinte. La croissance ralentit sans s'effondrer, grâce à une production agricole robuste au T1 et à la solidité du marché du travail, tandis que l'inflation reflue. Celle-ci se situe désormais dans la fourchette cible (même si des effets de base devraient la tirer à la hausse au S2). La BCB a opéré un virage accommodant en se préparant à une première baisse de taux en août, suivie d'un cycle d'assouplissement progressif. L'administration Lula suit une politique « prudemment populiste » et est sur le point d'adopter des règles budgétaires acceptables du point de vue des marchés.

Asynchronie des BC des MD et des ME au S2

Marchés développés

La lutte contre l'inflation reste la priorité et les banques centrales (BC) des pays avancés ont confirmé leur détermination à la ramener dans sa fourchette cible :

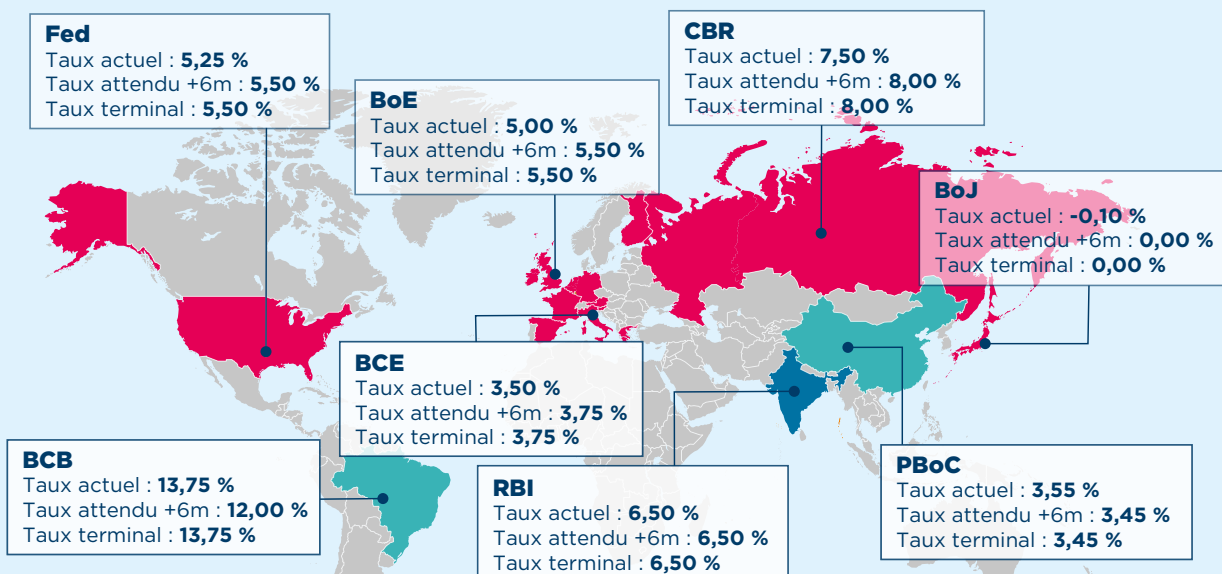
- La **Fed** a maintenu ses taux inchangés en juin. Cependant, « une forte majorité des membres du comité s'attend à ce qu'il soit approprié de relever les taux d'intérêt deux fois ou plus d'ici la fin de l'année », a déclaré J. Powell. « Les pressions inflationnistes sont fortes et il reste encore beaucoup de chemin à parcourir pour ramener l'inflation à 2 % ».
- La **BCE** a relevé ses taux de 25 pb en juin et indiqué qu'elle les relèverait à nouveau en juillet : lors du forum de Sintra, C. Lagarde a déclaré : « Il est peu probable que, dans un avenir proche, la banque centrale soit en mesure d'affirmer en toute confiance que les taux maximums ont été atteints ».
- La **BoE** a surpris en relevant ses taux de 50 pb lors de sa dernière réunion. Elle s'est montrée disposée à d'autres mouvements, car la ténacité de l'inflation risque de provoquer une boucle prix-salaires.
- Juillet est probablement la dernière réunion au cours de laquelle la **BoJ** pourra modifier sa politique de contrôle de la courbe des taux. L'atténuation des pressions inflationnistes, conjuguée à des marchés étrangers de moins en moins porteurs, devrait inciter la BoJ à maintenir sa position inchangée.

Marchés émergents

Si les BC des pays développés s'apprêtent à relever encore leurs taux, certaines de celles des pays émergents voient les choses différemment, envisageant des baisses dès leurs prochaines réunions cet été. En **Amérique latine**, on observe un net changement de tendance, des cycles d'assouplissement se profilant pour plusieurs BC. Les pressions sur les prix se détendent dans la région, y compris en ce qui concerne l'inflation sous-jacente et des services, grâce, entre autres facteurs, au ralentissement de la demande intérieure. La banque centrale du Chili a failli donner le coup d'envoi des baisses en juin, mais il a manqué une voix à son comité. Une baisse des taux en juillet est désormais très probable. La **BCB** a opté pour la prudence et s'est montrée neutre, mais la réduction de sa prévision d'inflation pour 2024 à 3,4 % a introduit un biais accommodant. Son comité de politique monétaire est déjà en mode dépendant des données et **il est probable qu'elle commence à assouplir sa politique en septembre**. Ailleurs, la tendance à l'assouplissement est plus dispersée : le gouverneur de la banque centrale polonaise a réduit ses conditions, ce qui pourrait avoir comme effet d'avancer la première baisse de taux du T4 à la fin du T3. Enfin, tout en remplissant sa mission qui consiste à éviter un ralentissement plus marqué, la **PBoC** s'est montrée de plus en plus accommodante depuis le mois de juin.

Prévision par Amundi de l'évolution de l'attitude des BC à six mois

→ Accommodante ■ En pause ■ Restrictive



Source : Amundi Institute, au 17 juillet 2023. L'évaluation 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 prévisions et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS

25-26 Juillet

Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)

27 Juillet

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

3 Août

Réunion du comité de politique monétaire de la BoE



Implications de l'insurrection du groupe Wagner



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique -
Amundi Institute

“Poutine reste fermement aux commandes, mais le temps ne joue plus en sa faveur.”

Les implications de l'insurrection avortée de Wagner sont maintenant évidentes. Ces événements ont introduit des doutes quant à la mainmise de Poutine sur le pouvoir. Toutefois, il restera fermement aux commandes, sauf improbable nouveau coup d'État. La seule organisation susceptible de défier le régime de Poutine, le groupe Wagner, a été décimée. Le régime s'emploie maintenant à discréditer ses partisans à l'intérieur du pays. **Poutine va désormais veiller à renforcer la sécurité intérieure** afin d'éviter qu'un tel incident ne se reproduise. Si aucun changement important n'est intervenu, **ces événements auront néanmoins des conséquences sur la guerre**. Poutine va rapatrier une partie des forces de sécurité à l'intérieur du pays, **réduisant légèrement les effectifs sur le front**. Wagner est à l'origine de plusieurs des avancées militaires de la Russie en Ukraine et, même si elle s'était déjà repliée depuis quelques semaines, son absence se fait aujourd'hui sentir. L'impact sur le moral des militaires russes sera plus important encore. Les querelles intestines et le fait que le chef de Wagner, Prigojine, conteste ouvertement la logique de guerre de Poutine vont saper le moral des forces russes. **L'hostilité envers la guerre risque de s'accroître dans le pays**, l'effusion de sang ayant été évitée de justesse à Moscou. **En définitive, cet épisode favorise la contre-offensive ukrainienne, les Ukrainiens pouvant accélérer l'érosion du moral russe en frappant des cibles en Russie. L'incertitude quant à l'emprise de Poutine sur le pouvoir nous incite à penser que la Chine s'abstiendra d'envoyer des armes lourdes à la Russie**. La Chine continuera à soutenir la Russie de manière opportuniste, mais ne voudra pas mettre en péril sa relation avec les principaux pays de l'UE et percevra de plus en plus sa proximité avec Poutine comme un handicap.

POLITIQUE



La productivité en baisse peut mener à un mix politique défavorable



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les politiques
macroéconomiques -
Amundi Institute





En 2023, pour la deuxième année consécutive, la productivité du travail pourrait diminuer dans la zone euro. Selon la BCE, les entreprises préféreraient maintenir leurs effectifs malgré le ralentissement économique, en raison des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs et des difficultés d'embauche qui en résulteraient plus tard durant la phase de reprise. Ce phénomène est appelé à durer. **Cette résilience de l'emploi exacerbe l'inflation de deux manières**. Tout

d'abord, les salariés sont toujours en mesure de négocier des augmentations. Deuxièmement, les coûts salariaux unitaires (CSU) continuent d'augmenter à mesure que la productivité diminue. Les CSU déterminent en grande partie l'inflation sous-jacente à venir, c'est pourquoi la BCE envisage de resserrer encore sa politique monétaire, mais, ce faisant, elle ne tient pas suffisamment compte de la politique budgétaire. Des études récentes

présentées au forum de Sintra montrent que la politique budgétaire a permis de contenir la hausse des prix en dépit du soutien apporté à la demande globale. Toutefois, **les mesures de soutien mises en place pendant la crise énergétique sont en cours de retrait**. En définitive, l'année prochaine, l'Europe subira les effets combinés d'un resserrement budgétaire et monétaire. Un tel scénario est difficilement compatible avec les prévisions de croissance de la Commission européenne, qui tablent sur un retour à la croissance potentielle (1,5 %) en 2024 dans la zone euro. L'augmentation de la dette publique et le ralentissement économique en Europe exigent un rééquilibrage du dosage macroéconomique. **La consolidation budgétaire devrait devenir la priorité, mais ne se concrétisera pas si la BCE continue de resserrer sa politique monétaire, et provoque ainsi une récession**.

“La politique monétaire n'est pas l'unique carte à jouer : l'heure est à la consolidation budgétaire.”

Scénario central et scénarios alternatifs

	SCÉNARIO BAISSIER La crise financière déclenche une récession mondiale Prob. 20%	SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale Prob. 70%	SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique Prob. 10%
Geopolitique 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aggravation de la guerre en Ukraine ; commerce des matières premières perturbé. ■ Escalade protectionniste. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Risque d'escalade du conflit ukrainien à court terme. Désescalade probable fin 2023-début 2024. ■ Tensions États-Unis/Chine. Protectionnisme et relocalisations dans des pays proches/amis. 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 ou de l'alimentation.
Inflation et politiques économiques 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Inflation persistante, resserrement des conditions financières. Deux scénarios, avec des implications différentes pour les BC : 1 - Récession modérée : la lutte contre l'inflation reste prioritaire, 2 - Récession forte (le plus probable) : baisses de taux dès le S2 2023. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ L'inflation ralentit et l'inflation sous-jacente se rapproche de l'objectif fin 2024. ■ BC des MD proches du pic, mais pas de baisse de taux au S2 2023. ■ Fed Funds ramenés à 3 % fin 2024 (-225 pb). BCE : pas de baisse des taux avant le T2 2024. ■ Baisses de taux dans certains EM (Latam...). ■ Resserrement budgétaire dans l'UE. Perspectives mitigées aux États-Unis : (IRA contre plafonds de dépenses). Marge budgétaire limitée dans les ME. Mesures de relance à venir en Chine. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Statu quo des BC, taux directeurs plus élevés pour plus longtemps.
Trajectoire de croissance 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Risques (plus) élevés et plus généralisés de récession (croissance mondiale inférieure à 2 %). 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ralentissement mondial de plus en plus général : croissance anémique en Europe, légère récession aux États-Unis à partir du T4 2023, ralentissement marqué en Chine. ■ Durcissement des conditions de crédit : impact sur l'activité économique des MD au S2 2023. ■ Écart de croissance favorable aux ME en 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ En cas de forte désinflation cyclique, retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024. ■ Scénario de type FMI ou BCE.
Changement climatique 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Report des mesures pour le climat. Dégâts sur 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"> ■ Priorité donnée aux politiques climatiques et bonne coordination.

Risques pesant sur le scénario central

	PROBABILITÉ			
	ÉLEVÉE			BASSE
Impact de marché	20%	20%	20%	15%
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Forte récession des bénéficiaires	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 emprunts d'État US 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 Institute, au 17 juillet 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.

Indice composite de momentum économique (CEMI)



Lorenzo PORTELLI

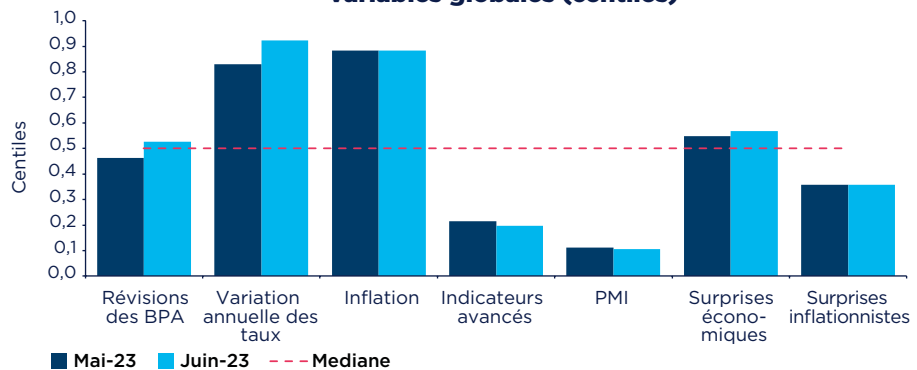
Responsable de l'équipe Recherche Cross Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy - Amundi Institute

À quoi sert le modèle ?

- **Le principe** : les enquêtes de conjoncture et les données financières sont utiles pour affiner notre compréhension des phases du cycle économique fondée sur les données réelles. Les indices de confiance des entreprises, les surprises positives ou négatives par rapport aux attentes ou aux révisions et les réactions financières aux variations de taux sont importantes, car fournissant des informations précieuses sur les fluctuations abruptes et de courte durée qui sont les principaux moteurs des choix tactiques d'allocation et des rotations au sein des classes d'actifs. Notre indice CEMI mondial est une mesure synthétique de la force ou de la faiblesse de l'économie basée sur un panier composite de données provenant tant des pays développés qu'émergents.
- **Configuration du modèle** : le CEMI combine un ensemble complet de données économiques et financières : indicateurs avancés de l'OCDE, PMI (pour mesurer la confiance des entreprises), révisions des bénéfices, IPC, rendements souverains à 10 ans, inflation et surprises économiques.
- **Résultats du modèle** : l'indice mondial agrège les sept variables susmentionnées sur la base d'une analyse en composantes principales portant sur quatre régions (États-Unis, Europe, Japon et ME). Une prévision est établie pour chaque indice selon un modèle économétrique propriétaire afin d'évaluer l'inertie et la trajectoire probable des indices CEMI régionaux.

“Les enquêtes de conjoncture et les données financières sont déterminantes pour affiner notre compréhension du cycle économique.”

Variables globales (centiles)



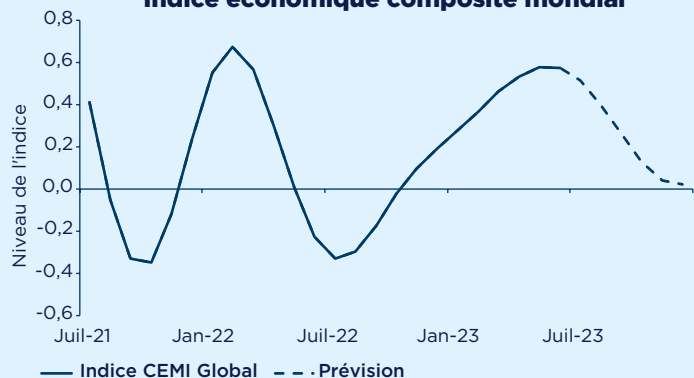
Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 3 juillet 2023.

Quels sont les signaux actuels ?

- Le cycle économique mondial est proche de son point haut et décélère progressivement. La vigueur économique mondiale s'essouffle comme le montrent le ralentissement des PMI manufacturiers, des indices de surprise et des indicateurs avancés. Pour l'heure, Japon excepté, les États-Unis ont compensé la faiblesse de l'Europe et la reprise plus faible qu'attendu des ME.
- La reprise des ME est une condition nécessaire pour éviter une récession mondiale, car elle pourrait compenser la faiblesse attendue des MD.

Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 3 juillet 2023.

Indice économique composite mondial



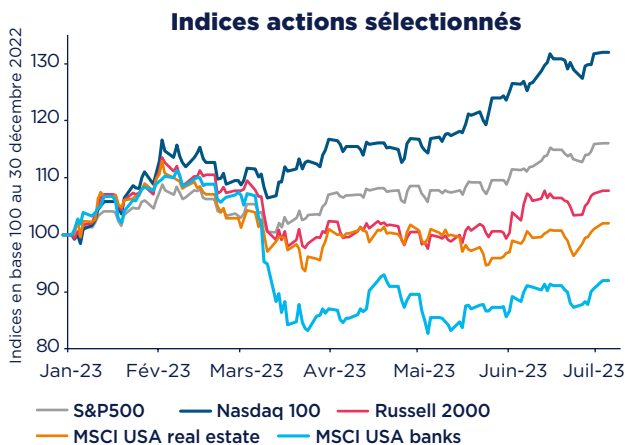


Les marchés actions en graphiques

Marchés développés

Le rallye s'étend aux retardataires

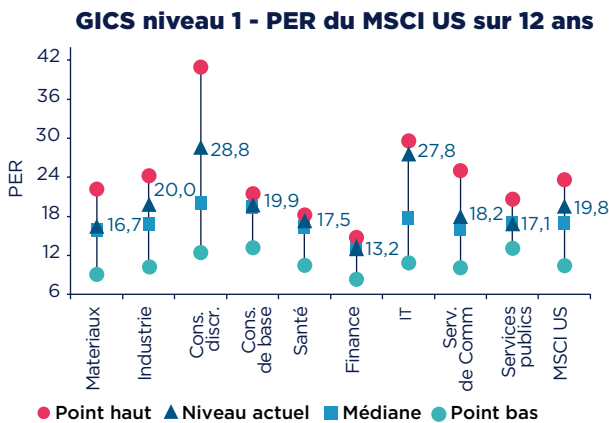
Les retardataires se joignent au rallye tiré par le Nasdaq, à mesure que la résilience de l'économie fait craindre aux investisseurs de rater la hausse.



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au mercredi 5 juillet 2023.

Cherté inégale des actions américaines

Si le PER du MSCI US est revenu autour de 20 x ses BPA à 12 mois, c'est grâce aux valeurs technologiques et de la consommation discrétionnaire.



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au jeudi 6 juillet 2023. PER = ratio cours/bénéfices.



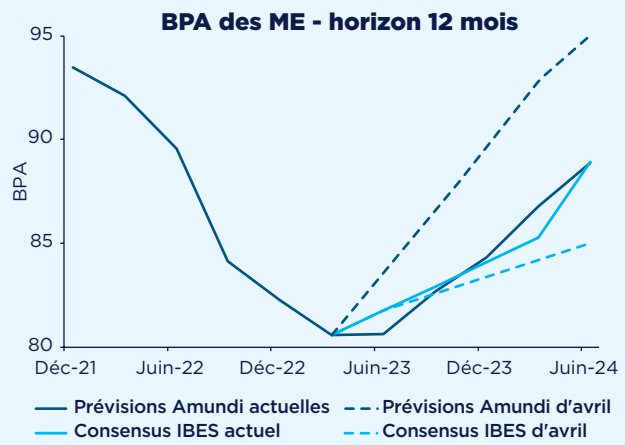
“Retour de la peur de rater la hausse.”

Éric MIJOT
Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

Marchés émergents

Rebond des BPA des ME l'an prochain

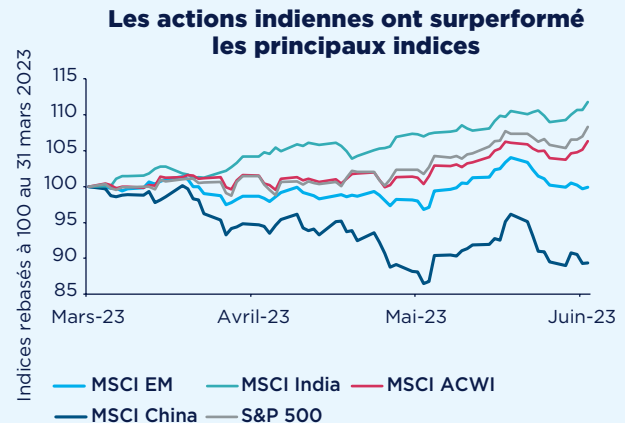
Notre prévision de croissance des bénéfices dans les ME (12 prochains mois en USD) a été ramenée à 10% contre 14 % en avril. Nous sommes désormais en phase avec le consensus, qui a relevé ses attentes de 5 % à 9 %.



Amundi Institute, FactSet, IBES. Données au mercredi 5 juillet 2023.

Les actions indiennes ont brillé au T2

Les performances des actions indiennes devraient rester solides à long terme, au vu des bonnes perspectives de croissance soutenues par la démographie et des réformes.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 6 juillet 2023.

“Les ME d'Asie bénéficient d'une tendance favorable en termes de révision des bénéfices.”



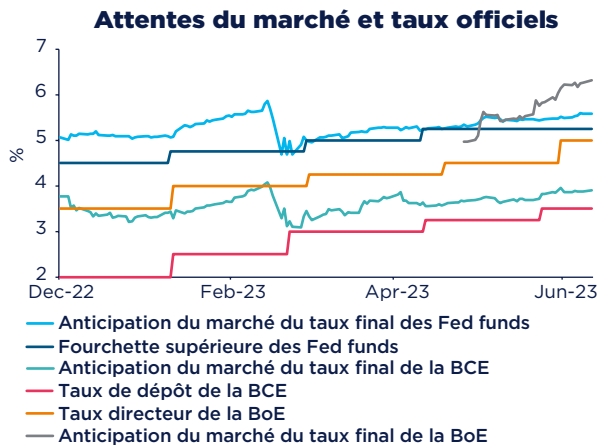
Alessia BERARDI
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Hausse des attentes de taux terminal des BC

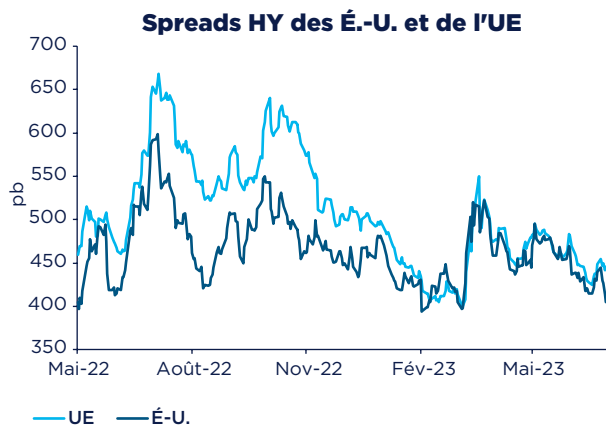
La tendance à l'aplatissement des courbes de taux a accéléré, les marchés s'attendant à ce que les BC des MD fassent plus d'efforts pour ramener l'inflation à 2 %.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 10 juillet 2023.

Surperformance du HY américain

Malgré l'incertitude macroéconomique et la fermeté de la Fed, le HY a fait mieux aux États-Unis qu'en Europe en juin. Les spreads américains sont presque revenus à leurs niveaux d'avant la faillite de SVB.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au vendredi 7 juillet 2023.



“Les spreads du HY américain sont presque revenus à leurs niveaux d'avant la faillite de SVB.”

Valentine AINOUIZ
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Institute

Marchés émergents

Devises des ME : surperformance attendue

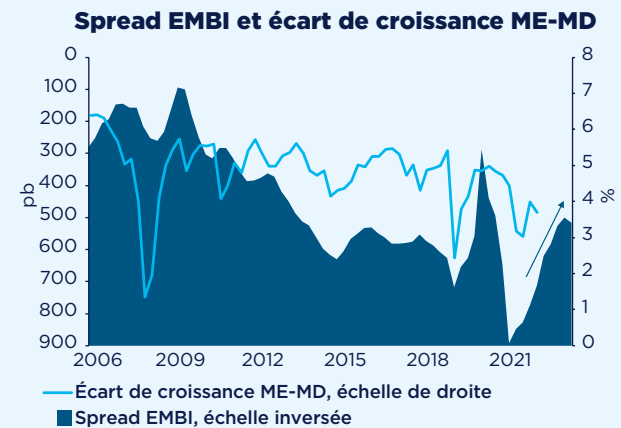
Les devises des ME ont bien performé jusqu'à présent, bénéficiant, entre autres facteurs, des perspectives d'affaiblissement du dollar tout au long de l'année.



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 6 juillet 2023. Le momentum du marché des changes est calculé comme étant la moyenne quotidienne de la performance cumulée du marché des changes.

Bonne performance des obligations en DL, rattrapage attendu de celles en DF

Les obligations des ME en DL ont été la meilleure classe d'actifs dans l'univers des émergents depuis le début de l'année. Les obligations en DF ont récemment réduit l'écart, un rattrapage qui va probablement continuer.

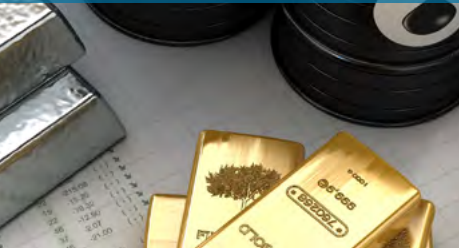


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 6 juillet 2023.



“Les devises des ME devraient bénéficier de la faiblesse attendue du dollar au S2.”

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



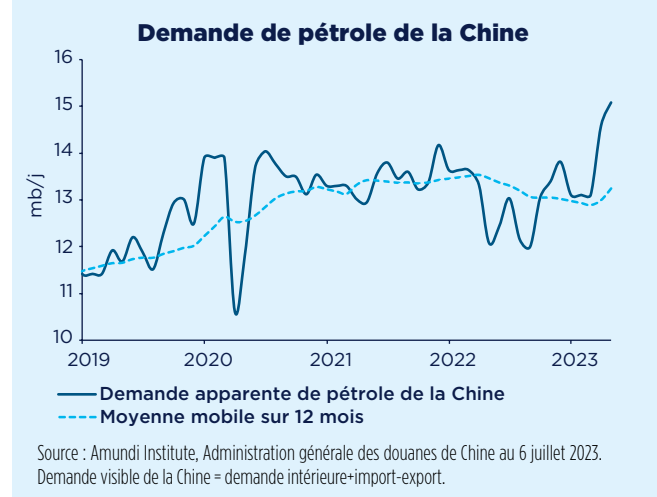
Léger potentiel haussier pour le pétrole



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

“*Nous voyons le pétrole se négocier autour de 80 dollars le baril pour le Brent à court terme, avec davantage de pression haussière vers la fin du S2.*”

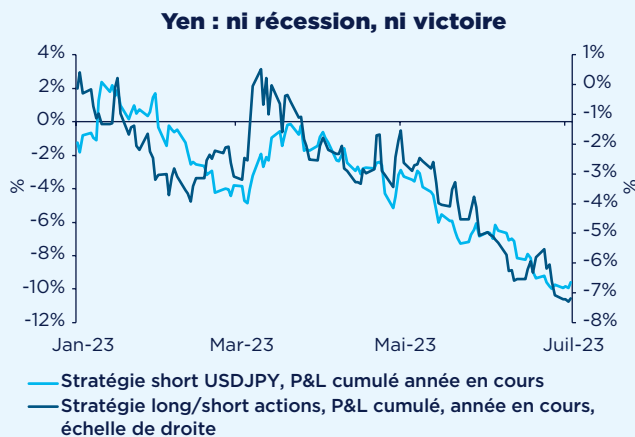
Malgré les réductions de production de l'OPEP+ et l'appétit des investisseurs pour le risque, les prix du pétrole sont sans vraie direction. Nous nous attendons à ce qu'ils demeurent volatils dans leur fourchette actuelle à court terme, soutenus par des valorisations attractives, mais plafonnés par des facteurs techniques mitigés. Cependant, la résistance de la demande et les actions de resserrement de l'offre de l'OPEP+ devraient provoquer un déficit à la fin du S2, ce qui assurera un certain dynamisme. Une récession mondiale légère et retardée ainsi qu'une baisse des tensions sur la liquidité pourraient aider. Toutefois, la reconstitution des capacités excédentaires de l'OPEP et le ralentissement économique limiteront le potentiel haussier. **Nous voyons le pétrole se négocier autour de 80 dollars le baril pour le Brent à court terme, avec davantage de pression haussière vers la fin du S2, le prix se situant alors entre 85 et 90 dollars le baril.**



CURRENCIES

JPY : pas de récession, pas de fête

Nous avons abordé 2023 en supposant que les conditions locales (BoJ restrictive) et mondiales (récession) soutiendraient le yen. La réalité en a voulu autrement jusqu'à présent, mais un examen plus approfondi des principales forces sous-jacentes peut aider à comprendre pourquoi, malgré les risques, les perspectives concernant le yen présentent une asymétrie positive à partir d'ici. Au-delà d'un pivot restrictif de la BoJ, **c'est le scénario de récession – que le marché n'a pas encore intégré – qui veut un yen plus fort.** Dans ce scénario, les actions auront tendance à chuter, la recherche de durée se diversifiera et les investisseurs seront susceptibles de fermer leurs



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au vendredi 7 juillet 2023.

positions de portage, poussant les devises de financement à la hausse. Le marché de 2023 n'a pas encore pris ceci en compte, mais, avec la récession américaine à venir, des vents favorables au JPY pourraient progressivement réapparaître.



Federico CESARINI
Responsable FX Marchés
Développés, Stratégiste Recherche
Cross Asset - Amundi Institute

“*Un scénario de récession – que le marché n'a pas encore intégré – s'accompagnerait d'un yen plus fort.*”

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 jeudi 20 juillet 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 : 2 août 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 – Ian Roberts.

Contributeurs Amundi 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 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