



Mai 2024

THÈME DU MOIS

Réunion de printemps du FMI : résilience à court terme, mais sans réaccélération à moyen terme

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Rechercher la valeur durant une phase plus complexe

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

TABLE DES MATIÈRES

THÈME DU MOIS	
Réunion de printemps du FMI : résilience à court terme, mais sans réaccélération à moyen terme	4
MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE	6
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçus macroéconomiques	9
Observatoire des banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques	12
Modèles Amundi Investment Institute	13
Graphiques mensuels clés	14
Matières premières et devises	16
GLOBAL INVESTMENT VIEWS	17
Vues des CIO	18
Rechercher la valeur durant une phase plus complexe	
Trois questions d'actualité	20
Allocation d'actifs Amundi	21
PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES	25



**MONICA
DEFEND**

DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Les perspectives de désinflation étant plus nettes en Europe qu'aux Etats-Unis, la BCE sera en mesure d'agir plus rapidement que la Fed. »

« Compte tenu des incertitudes qui persistent au sujet de la Fed et de l'inflation, les actions à prix attractifs et le crédit de bonne qualité retiennent notre attention. Les obligations des émergents sont attractives à moyen terme. »



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE



**MATTEO
GERMANO**

CIO ADJOINT GROUPE

« Dans un contexte incertain en termes de politique monétaire et d'évolution économique, nous maintenons notre vue légèrement favorable au risque, mais privilégions les marchés résilients, capables de faire face à une hausse de la volatilité. »



THÈME DU MOIS

Réunion de printemps du FMI : résilience à court terme, mais sans réaccélération à moyen terme

RÉDACTEURS

**ALESSIA
BERARDI**

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

POINTS À RETENIR

Les perspectives du FMI soulignent la résilience remarquable de la croissance et la baisse de l'inflation dans la plupart des pays. Toutefois, les perspectives de croissance à moyen terme restent modestes comparées au rythme d'avant la pandémie.

Malgré le fléchissement de l'inflation, la poursuite de sa baisse reste une priorité et les banques centrales doivent calibrer leur politique monétaire au niveau national.

L'optimisme des marchés financiers fondé sur l'hypothèse d'un atterrissage en douceur minimise certains risques : la persistance de l'inflation, la compression de la volatilité et la forte corrélation entre les actifs, dont les fondamentaux sont très incertains.

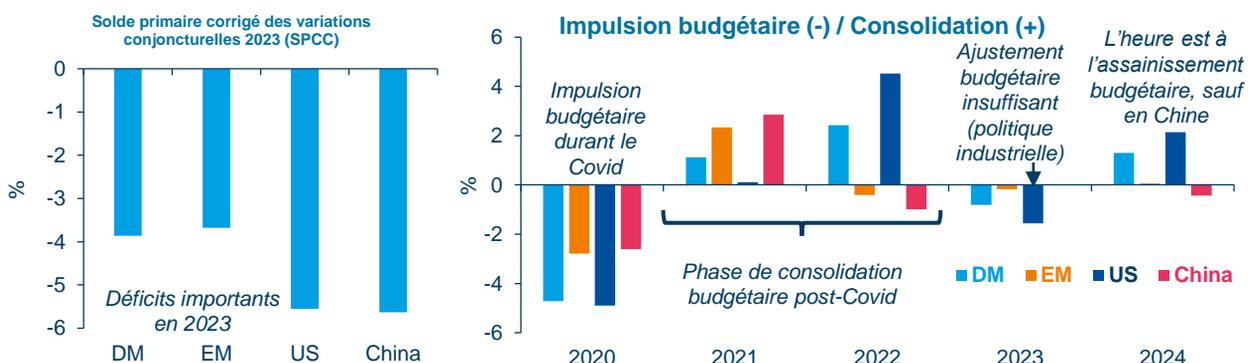
Résilience économique remarquable à court terme

Au cours des derniers mois, le FMI et d'autres experts en prévisions économiques ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2024. Les Perspectives de l'économie mondiale d'avril font apparaître des révisions (+0,3 % au niveau mondial) qui concernent principalement les États-Unis, la Chine et les marchés émergents (ME). Ces révisions sont motivées par l'anticipation de moindres séquelles économiques de la crise récente, d'ajustements budgétaires insuffisants mais positifs pour la croissance à court terme et d'une transmission de la politique monétaire moins efficace que par le passé.

De nombreux pays, soucieux d'améliorer leurs performances économiques, ont réintroduit des politiques industrielles motivées par des facteurs à la fois économiques et non économiques. Par ailleurs, le FMI préconise le recours à des mesures budgétaires lorsque cela s'avère nécessaire. Ces mesures visent à améliorer la compétitivité, à lutter contre le changement climatique, à renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement et à consolider la sécurité nationale. Les principaux secteurs visés sont les technologies de pointe, les industries à usage à la fois militaire et civil, les technologies bas carbone, l'acier et l'aluminium.

Depuis octobre 2023, le risque de récession à court terme (soit une croissance mondiale de 2,0 %) a diminué de 15 % à 10 %. Les différents risques pesant sur le scénario de référence sont globalement équilibrés, mais il convient de noter que les économies émergentes semblent être dans une position plus favorable que les économies avancées. La seule exception concerne le risque de déflation en Chine, en raison du ralentissement économique mondial plus important et des capacités excédentaires chinoises dans le secteur des biens.

GRAPHIQUE : expansion en 2023, différences régionales marquées en 2024



Source : Amundi Investment Institute, FMI - Moniteur des finances publiques, avril 2024. L'impulsion budgétaire correspond à la variation du SPCC. Si le point de départ de 2023 est expansionniste, en 2024, les différences régionales s'accroîtront, notamment avec l'entrée des États-Unis dans une phase d'assainissement budgétaire.



Cette résilience remarquable n'est toutefois pas générale et les pays à faible revenu, où les effets de la crise récente persistent, font exception. Les projections de croissance pour ces pays ont été revues à la baisse, tandis que celles d'inflation ont augmenté. Les inégalités se creusent non seulement à l'intérieur des pays, mais aussi entre pays. Le Cadre commun pour la restructuration de la dette reste largement absent et l'accès au marché est très limité. Parallèlement, **les efforts de financement du FMI progressent dans les grands marchés pré-émergents (ou marchés frontières) tels que l'Argentine, l'Égypte et le Pakistan. Toutefois, le FMI doit affiner sa gamme d'instruments de financement et en améliorer l'efficacité**, tout en envisageant une approche plus robuste pour éviter que la liste des utilisateurs récurrents s'allonge. L'environnement macroéconomique mondial actuel pose d'ailleurs des problèmes quant au maintien des programmes du FMI, car les conditions financières se sont resserrées et la volatilité géopolitique affecte les primes de risque.

Absence d'accélération économique à moyen terme

Bien que les perspectives à moyen terme ne soient pas trop mauvaises, la croissance du PIB mondial devrait osciller entre 3,1 % et 3,2 % jusqu'en 2029. Ce niveau révèle **un manque de dynamisme par rapport à la croissance moyenne de 3,8 % observée avant la pandémie. Le principal responsable de cette apathie est le déclin de la productivité globale des facteurs (PGF) causé par la mauvaise allocation des ressources, à l'exception des États-Unis (exceptionnalisme américain).** De plus, **la dépendance actuelle vis-à-vis des mesures de soutien budgétaire pourrait devenir préoccupante si les réserves nécessaires ne sont pas reconstituées de manière adéquate.** Il est important de noter que **l'impact positif potentiel de l'intelligence artificielle (IA) sur l'économie, qui n'est pas pris en compte dans les projections de base du FMI, pourrait constituer un risque haussier.** La tension entre progrès technologique et obsolescence de certains emplois devrait affecter davantage les économies avancées à court terme, mais les économies émergentes risquent de tirer moins de bénéfices de l'IA à moyen terme.

Priorité à l'inflation : des politiques rigoureuses et asynchrones sont nécessaires

L'inflation devrait continuer de ralentir, même si **la dernière étape de la désinflation pourrait s'avérer difficile** en raison de facteurs tels que la persistance de pressions haussières sur les prix des services et les tensions sur les marchés du travail. Les banques centrales devront donc rester vigilantes et patientes. Il leur faudra aussi mettre en œuvre leurs politiques monétaires de manière asynchrone tant dans les économies avancées qu'émergentes. **La Fed doit faire preuve de plus de patience et résister aux pressions du marché, tandis que la BCE peut agir plus rapidement. Les banques centrales des pays émergents doivent poursuivre leur cycle d'assouplissement, à partir de conditions restrictives pour la plupart d'entre elles, afin de maîtriser l'inflation à la fois sur leurs marchés intérieurs et sur les marchés d'importation. Toutefois, chaque banque centrale doit également tenir compte de l'approche patiente de la Fed lorsqu'elle détermine l'orientation de sa propre politique.**

Les inégalités se creusent non seulement à l'intérieur des pays, mais aussi entre pays.

Les politiques monétaires doivent être mises en œuvre de manière asynchrone.

Amundi Investment Institute vs FMI.	Convictions d'investissement d'Amundi
<ul style="list-style-type: none"> Nous tablons sur un atterrissage plus marqué que celui envisagé par le FMI (qui prévoit une croissance plus élevée), avec une persistance similaire de l'inflation. Nous nous attendons à ce que les banques centrales soient plus accommodantes que ne l'anticipent le FMI et le consensus, mais admettons que l'incertitude est grande, car les risques haussiers sur l'inflation persistent. À l'instar du FMI, nous attendons un impact économique progressif et graduel de l'IA à moyen terme, avec des disparités entre les économies émergentes (voir notre publication annuelle sur les hypothèses relatives au marché des capitaux). 	<ul style="list-style-type: none"> Un scénario d'atterrissage en douceur justifie une préférence pour les actifs risqués, déjà en bonne partie prise en compte dans les prix du marché. Préférer les actions au crédit et considérer les opportunités à l'échelle mondiale. Les rendements actuels sont attractifs (<i>Treasuries</i> américaines), mais nous nous attendons à ce que la volatilité persiste. Dans les ME, si les obligations en devises fortes semblent plus sûres à court terme, les valorisations plus attractives de la dette en devises locales pourraient offrir des opportunités à l'avenir. Dans un contexte d'inflation persistante, il convient de renforcer la diversification via les classes d'actifs alternatives, tout en restant sélectif sur les segments où les valorisations sont tendues. À moyen terme, il convient d'envisager des opportunités thématiques, liées par exemple aux apports attendus de l'IA.



MACROÉCONOMIE,
GÉOPOLITIQUE
ET STRATÉGIE



FOCUS MACROÉCONOMIQUE

2024 : un contexte plus délicat pour le virage de la Fed

Nous avons nettement revu à la hausse nos prévisions de croissance pour les États-Unis, en particulier pour le S1 2024. **Nous continuons de nous attendre à une décélération du PIB** en dessous de son rythme potentiel au cours des prochains trimestres, avant une reprise en 2025. En ce qui concerne l'inflation, **nous pensons que le processus de désinflation se poursuivra, malgré sa récente pause**, bien que selon une trajectoire irrégulière. La Fed sera en mesure de négocier un virage baissier et **nous attendons 75 points de base de baisses en 2024** (contre 40 pb prévus par les marchés) car : 1) la politique monétaire reste restrictive et le deviendra davantage à mesure que l'inflation diminuera ; 2) la croissance ralentira ; et 3) les chiffres récents de l'inflation n'ont pas modifié nos prévisions pour la fin de l'année.

La croissance a été soutenue jusqu'à présent par des conditions financières plus faciles, bien que la récente révision des anticipations concernant l'action de la Fed ait entraîné un certain resserrement. Tant que les conditions financières resteront généralement accommodantes, **la probabilité d'une récession restera faible**. En outre, la récente révision à la hausse des chiffres de la croissance démographique et de la population active du CBO (*Congressional Budget Office*), qui n'avait pas été prise en compte auparavant, augmente la probabilité d'un scénario d'« atterrissage en douceur » : croissance potentielle plus élevée et atténuation des pressions salariales et inflationnistes. Néanmoins, nous attendons tout de même un ralentissement, car les petites entreprises et les ménages à bas revenus continueront probablement d'être pénalisés par les taux d'intérêt élevés, tandis que le récent resserrement relatif des conditions sur les marchés financiers et l'augmentation des prix du pétrole pourraient aggraver la situation et contribuer à ralentir l'économie. Nous anticipons un ralentissement de la consommation, car même **le surplus d'épargne des ménages à revenus moyens sera bientôt épuisé**. Ceci devrait conduire à une hausse progressive de l'épargne. **Nous prévoyons que l'inflation sous-jacente persistera plus longtemps autour de 2,5 %-3 %**, avec une dynamique susceptible de rester forte au cours du S1 ; à noter cependant que nous ne prévoyons pas de réaccélération de l'inflation sous-jacente.

RÉDACTEURS

MAHMOOD PRADHAN

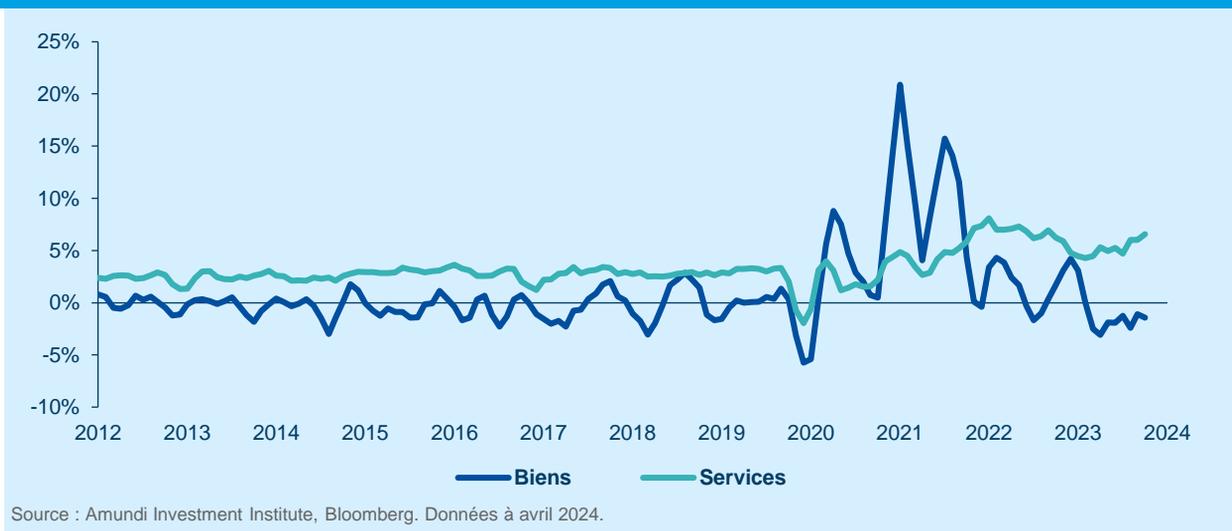
RESPONSABLE
MACROÉCONOMIE –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI, CFA

ÉCONOMISTE
SENIOR – AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

Nous attendons 75 pb de baisses de taux en 2024, la politique monétaire restant restrictive, la croissance ralentissant et les chiffres de l'inflation ne modifiant pas nos prévisions.

GRAPHIQUE : Inflation sous-jacente des services et des biens, moyenne mobile sur 3 mois

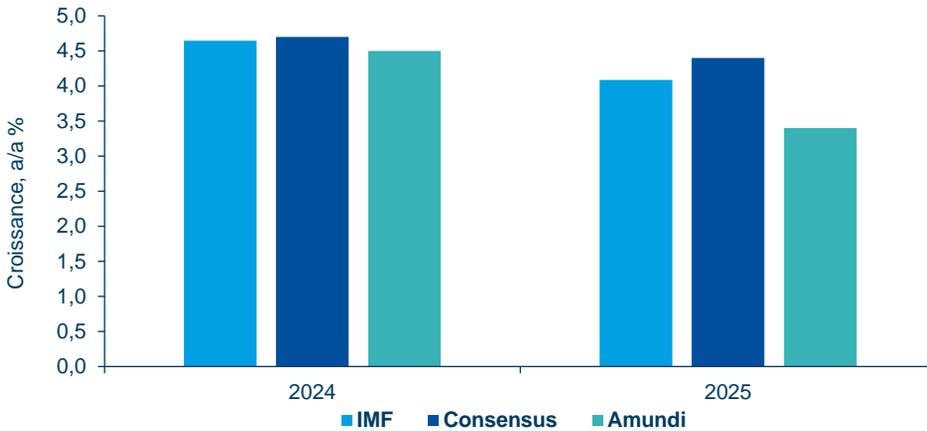




CHINE

Impasse de la demande intérieure

GRAPHIQUE : prévisions de croissance du PIB chinois, comparaison



RÉDACTEURS

CLAIRE HUANG

MACROSTRATÉGISTE
SENIOR, MARCHÉS
ÉMERGENTS –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

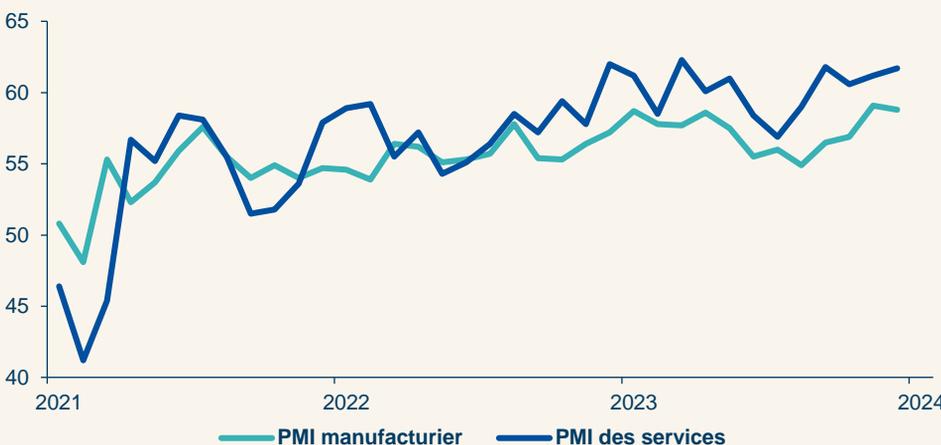
Source : Amundi Investment Institute, CEIC, FMI. Données au 25 avril 2024.

La croissance du PIB réel au T1 (5,3 % en glissement annuel) a dépassé les attentes. Ceci nous a conduits à réviser nos prévisions pour l'ensemble de l'année à 4,5 %, contre 3,9 % précédemment. Toutefois, cette révision est entièrement rétrospective. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour le T2 en anticipation d'un retournement baissier de la dynamique de la consommation et d'une accélération de la chute du marché de l'immobilier. En revanche, la vigueur des exportations devrait se maintenir au T2, soutenant la production industrielle. Au vu des données du T1, il n'est pas urgent d'intensifier la relance budgétaire malgré la persistance des pressions déflationnistes. Notre conviction quant à un assouplissement monétaire supplémentaire a également diminué.

INDE

L'économie indienne reste solide

GRAPHIQUE : Les PMI continuent de signaler une forte expansion



RÉDACTEURS

ALESSIA BERARDI

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

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 2 mai 2024.

Les perspectives économiques restent solides. Les données trimestrielles à haute fréquence continuent d'indiquer une accélération du crédit et de la production d'électricité, d'acier et de ciment. À mesure que le T2 progresse, les indices PMI portant sur l'industrie et les services (à 58,8 et 61,7 en avril) continuent de signaler une forte expansion. Les élections sont en cours (les résultats sont attendus début juin) et les performances économiques restent l'un des facteurs clés expliquant l'attente, par le consensus, de la victoire de Modi pour un troisième mandat. Concernant la politique monétaire, l'Inde paraît moins exposée que d'autres pays à la révision des anticipations des marchés concernant la dynamique des *Fed funds* : la RBI n'est pas pressée de baisser ses taux et, de toute façon, sa marge de manœuvre est assez limitée (25/50 pb d'ici la fin de l'année).



APERÇU MACROÉCONOMIQUE



Même si nous prévoyons toujours une décélération de l'économie américaine plus tard dans l'année, nous avons légèrement revu à la hausse notre prévision de croissance du PIB en 2024 compte tenu de la dynamique plus forte et des chiffres attendus au S1. Nous nous attendons également à ce que l'inflation sous-jacente persiste un peu plus longtemps que prévu, du fait d'une dynamique plus soutenue en première partie d'année.



Les signaux positifs des enquêtes de conjoncture et les perspectives légèrement meilleures de la demande intérieure et des exportations nous font penser que l'économie de la zone euro pourrait, en 2024, croître un peu plus que ce que nous avons prévu. Les chiffres de l'inflation globale nous ont surpris à la baisse, tandis que l'inflation sous-jacente est restée sur la trajectoire que nous avons anticipée. Nous nous attendons à ce qu'elle ralentisse progressivement vers l'objectif, avec une certaine volatilité d'un pays à l'autre.



Bien que les perspectives restent modérées pour le Royaume-Uni en 2024 (les fondamentaux de la demande intérieure étant encore relativement faibles), nous sommes désormais plus positifs qu'auparavant, car l'inflation globale diminue assez rapidement et le revenu disponible réel augmente ; nous avons donc revu à la hausse nos prévisions de croissance pour 2024. L'inflation sous-jacente se rapproche également de l'objectif, qui sera atteint en 2025.



La croissance des salaires réels est restée négative au Japon et la consommation privée s'est maintenue à un niveau peu élevé au cours du T1. Les indicateurs d'inflation sous-jacente se sont encore tassés pour se fixer à environ 2 %, voire moins. La BoJ est prise entre le marteau et l'enclume, avec une monnaie qui se déprécie rapidement, mais nous pensons qu'elle donnera la priorité à son objectif d'inflation, en maintenant des conditions financières accommodantes pour permettre à la dynamique salaires-inflation de gagner en vigueur.

Lors de sa réunion du 26 avril, la Banque centrale de Russie (CBR) a de nouveau maintenu son taux directeur inchangé à 16 %, avec un ton restrictif suggérant des taux plus élevés pendant plus longtemps. Selon la CBR, les pressions inflationnistes s'atténuent progressivement, mais restent fortes, la demande intérieure étant supérieure à l'offre dans un contexte de marché du travail tendu. La CBR a relevé ses prévisions de taux directeur moyen en 2024 et 2025 à 15,0/16,0 % et 10,0/12,0 %, respectivement. La CBR a également revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB réel pour 2024, de 1 %/2 % à 2,5 %/3,5 %.



La guerre entre l'Ukraine et la Russie continue et risque de se prolonger jusqu'en 2025. Pendant ce temps, l'Ukraine a besoin d'une aide accrue de la part de ses alliés. Le pays a reçu le feu vert pour une aide de 61 mds de dollars de la part des États-Unis sous la forme d'un prêt, dont la majeure partie est destinée à l'achat d'équipements militaires. En revanche, la saisie et l'utilisation des réserves gelées de la Russie semblent peu probables, à l'exception des intérêts accumulés sur la partie investie auprès d'Euroclear, qui s'élèvent à environ 5 mds de dollars – ce qui ne représente même pas l'équivalent de deux mois de financement des besoins budgétaires de l'Ukraine.



L'activité économique accélère au Brésil depuis le début de l'année, après une stagnation au S2 2023, grâce à la baisse des taux d'intérêt, à des mesures de relance budgétaire (via les « precatórios ») et à des hausses de salaire (minimum). L'inflation ralentit, mais, comme dans le reste du monde, elle souffre du syndrome du « dernier kilomètre » et notamment de la persistance de l'inflation dans les services en raison de la solidité du marché du travail. La Banco Central do Brasil est devenue plus restrictive en réponse au resserrement des conditions financières mondiales, mais aussi à la détérioration de la situation budgétaire nationale. L'administration de Lula a en effet revu à la baisse son objectif budgétaire pour 2024/2025.



Après avoir marqué un temps d'arrêt au début de l'année, l'économie mexicaine regagne en vigueur, comme en témoignent les chiffres de l'activité de février. L'inflation ralentit de nouveau, mais la dichotomie entre les biens et les services de base persiste. Dans ce contexte, Banxico semble vouloir supprimer les hausses d'urgence de manière discontinue, même si la Fed maintient ses taux élevés plus longtemps. Les élections nationales du 2 juin devraient se traduire par une continuité politique avec une approche un peu plus favorable aux entreprises, à l'environnement et à la sécurité.





BANQUES CENTRALES

Divergence entre la Fed et les principales BC des MD. Les BC des ME se montrent un peu plus prudentes.

Marchés développés

L'attitude de la Fed se distingue de celle des autres grandes banques centrales. **L'économie américaine reste remarquablement vigoureuse et l'inflation a de nouveau accéléré au cours des trois derniers mois, malgré des taux d'intérêt élevés.** Jerome Powell a déclaré que la persistance de l'inflation à un niveau élevé retarderait probablement toute réduction des taux de la Fed à plus tard dans l'année, ouvrant ainsi la voie à une période de taux plus élevés pendant plus longtemps.

À l'inverse, « en l'absence de surprise », la baisse des taux de la BCE, envisagée pour juin, reste d'actualité. Certains membres de la BCE estiment qu'elle doit réduire ses taux d'intérêt en juin afin d'éviter d'être en retard sur l'évolution de l'inflation.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a également observé que les perspectives de l'Europe différaient de celles des États-Unis et s'est montré **optimiste quant à la baisse de l'inflation au Royaume-Uni.**

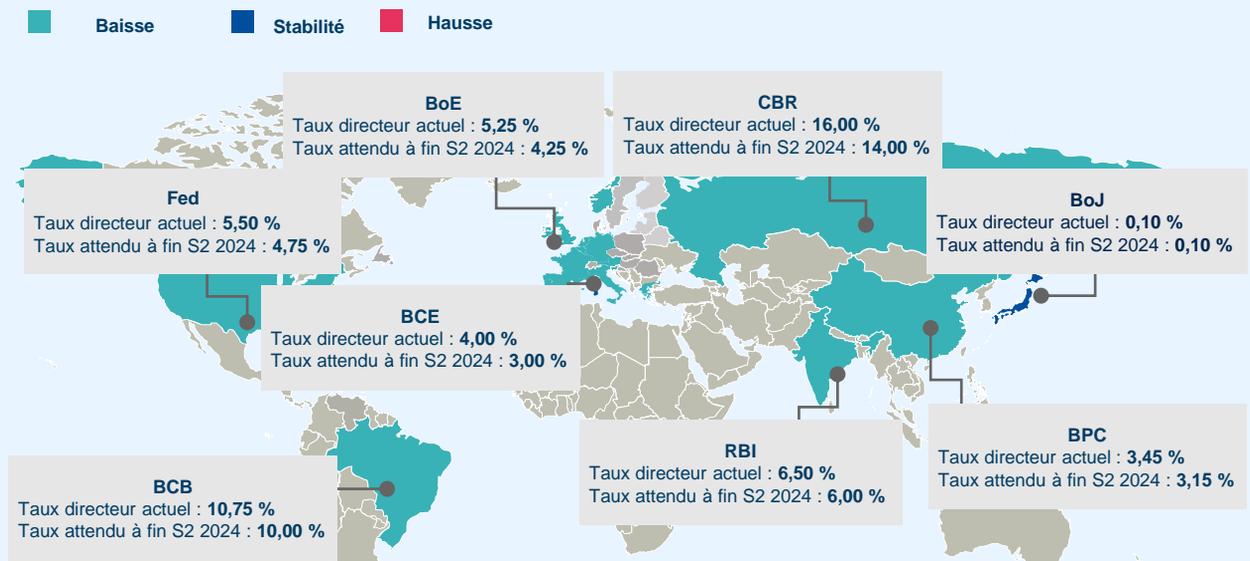
Un scénario de taux de la Fed « plus élevés plus longtemps » met également la BoJ sous pression. Le yen n'a fait que s'affaiblir depuis la fin de la politique de taux négatifs.

Marchés émergents

La vigueur des chiffres économiques américains et la persistance de l'inflation aux États-Unis ont conduit à l'anticipation de taux de la Fed « plus élevés pendant plus longtemps », ce dont les banques centrales des pays ME ont clairement pris note. **Elles sont devenues plus prudentes en Asie du Sud-Est**, où la Banque d'Indonésie a même relevé ses taux en raison de la faiblesse de la roupie indonésienne, **et en Amérique latine**, où la BCB (Brésil) a raccourci l'horizon de sa communication avant même que ne débutent les tensions au sujet du « dernier kilomètre » d'inflation et les développements budgétaires qui ont détérioré les perspectives de consolidation.

Toutefois, l'attentisme prolongé de la Fed ne signifie pas l'arrêt des cycles d'assouplissement dans les ME. Au contraire, il est très probable que les taux directeurs soient encore réduits à partir de leurs niveaux déjà (pour la plupart) restrictifs, compte tenu de la modération de l'inflation, de l'amélioration des fondamentaux et de l'assainissement des positions extérieures, mais avec la prudence et la flexibilité imposées par un environnement incertain, au niveau mondial (Fed et géopolitique) comme national (inflation des services). Nous pensons que les marchés se satisferont de cette attitude des BC des ME.

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



Source : Amundi Investment Institute, au 24 avril 2024. L'évaluation par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Investment Institute quant aux taux directeurs, sur la base des orientations prospectives et des communiqués 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	9 mai	6 juin	12 juin
	Réunion du comité de politique monétaire de la BoE	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) américain



GÉOPOLITIQUE

Les tensions géopolitiques s'intensifient

Outre l'aggravation des tensions au Moyen-Orient au cours des dernières semaines, la température géopolitique a également augmenté de manière générale. **Selon notre analyse, le reste de la décennie 2020 sera marqué par une augmentation des risques géopolitiques, et ce pour plusieurs raisons.** À titre de comparaison, le niveau de tension observé jusqu'en 2024 est comparable à celui de la guerre froide. Les années 2020 ont déjà été marquées par une succession rapide de crises à répercussions mondiales. **Davantage de pays sont aujourd'hui à l'origine de risques géopolitiques, à mesure que les relations bilatérales se dégradent.** De plus, la multiplication des sanctions et des contrôles à l'exportation ou encore l'utilisation des ressources naturelles à des fins politiques s'apparentent de fait à une guerre économique de plus en plus intense, augmentant le risque de guerre ouverte. Les intérêts de l'Iran, de la Russie et de la Corée du Nord s'alignent et, bien que la Chine ne soit pas un État voyou, elle a de plus en plus d'intérêts communs avec la Russie et l'Iran à mesure que les tensions augmentent en mer de Chine. La prochaine administration américaine verra ses relations avec la Chine se détériorer, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche. Le récent échange de coups entre l'Iran et Israël marque l'ouverture d'un nouveau front direct. S'ajoutent les menaces liées à l'IA et au changement climatique. Si l'inflation n'est pas uniquement causée par la géopolitique, les évolutions géopolitiques en cours exercent une pression haussière sur les coûts, qu'il s'agisse de relocalisations, de délocalisations dans des pays proches, de recomposition des chaînes d'approvisionnement, de sanctions, de dépenses de défense, de budgets expansionnistes et protectionnistes ou de l'augmentation des primes de risque, pour n'en citer que quelques-unes.

POLITIQUE

UE : Nouvelles propositions de renforcement de l'UMC

Christian Noyer (ancien gouverneur de la Banque de France) vient de remettre son rapport **proposant des pistes ambitieuses d'approfondissement de l'Union des marchés de capitaux (UMC)**. Le postulat de départ est bien connu : **L'Europe est confrontée à des besoins d'investissement colossaux** (pour financer la transition verte et la transition numérique) dont le coût est estimé à environ **1 000 milliards d'euros par an** d'ici à 2030. Par ailleurs, il est de plus en plus nécessaire de tenir compte de la défense. Pourtant, **ni les gouvernements ni les banques ne seront en mesure de soutenir un tel effort d'investissement.** Les gouvernements, parce que les ratios de dette publique ont fortement augmenté ces dernières années ; les banques, parce qu'elles dominent déjà le financement des entreprises et qu'elles sont soumises à des contraintes de capital plus importantes.

Il sera donc **essentiel de mobiliser l'épargne financière des ménages**, qui est très abondante (**plus de 35 000 milliards d'euros**) mais mal répartie. L'Europe exporte son épargne en acquérant des titres de créance étrangers et importe les fonds propres nécessaires au développement de ses entreprises. Cette mauvaise répartition est préjudiciable aux rendements offerts aux épargnants européens. Le rapport Noyer propose une nouvelle approche visant à approfondir l'UMC, notamment par **la création de produits d'épargne à long terme** afin de mieux canaliser l'épargne des ménages vers l'économie européenne. La fiscalité des produits d'épargne favorise les investissements obligataires au détriment des actions. Cela pénalise l'investissement à long terme, ce qui contribue à expliquer le sous-investissement en Europe et à creuser l'écart avec les États-Unis. Le rapport recommande également **une action audacieuse et décisive pour relancer le marché de la titrisation**, avec une garantie européenne de dernier recours pour la titrisation des prêts hypothécaires ou des prêts aux PME.

RÉDACTEURS

ANNA ROSENBERG
RESPONSABLE GÉOPOLITIQUE – AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Les évolutions géopolitiques en cours exercent une pression haussière sur les coûts.

RÉDACTEURS

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

La balle est désormais dans le camp des partenaires européens de la France, et notamment de l'Allemagne.



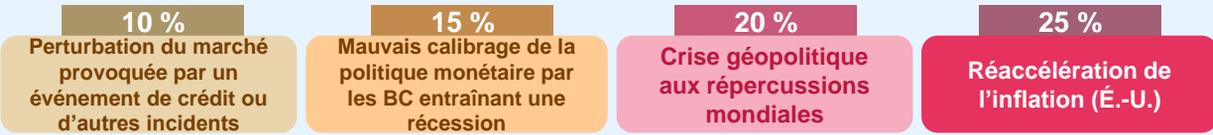
Scénario central et scénarios alternatifs

	Probabilité 70 %	Probabilité 20 %	Probabilité 10 %
	SCÉNARIO CENTRAL Croissance résiliente à plusieurs vitesses	SCÉNARIO BAISSIER Pression stagflationniste renouvelée	SCÉNARIO HAUSSIER Poursuite de la désinflation et gains de productivité
GÉOPOLITIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Ukraine-Russie : poursuite des combats (aucun cessez-le-feu en vue). Israël : risque accru d'escalade, mais le conflit devrait rester local. Chine/É.-U. : dégradation contrôlée. Hausse du protectionnisme, relocalisations dans des pays amis 	<ul style="list-style-type: none"> Aggravation de la guerre en Ukraine. Extension du conflit au Moyen-Orient/mer Rouge. Escalade des mesures et représailles protectionnistes. 	<ul style="list-style-type: none"> Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine. Fin de la guerre Israël-Hamas. Baisse des prix de l'énergie/alimentation.
INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Tendance désinflationniste en cours, mais plus lente, inflation sous-jacente persistante BC des MD : Taux directeurs de la Fed -75 pb d'ici fin 2024, BCE -100 pb. Début du cycle baissier durant l'été avec la BCE. La plupart des BC des ME ont atteint leur taux maximum. Politiques budgétaires divergentes : orientation restrictive dans l'UE, impulsion négative aux États-Unis, mesures modérées en Chine. 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation persistante ou en hausse entraîne un resserrement des conditions financières. Stress financier. Dans un premier temps, les BC s'abstiennent de baisser les taux en raison de l'inflation. Une éventuelle récession pourrait conduire à des baisses de taux, mais seulement dans un second temps. 	<ul style="list-style-type: none"> Moins de baisses de taux que dans le scénario central.
TRAJECTOIRE DE CROISSANCE	<ul style="list-style-type: none"> Croissance résiliente à plusieurs vitesses : reprise lente en Europe ; légère décélération aux États-Unis ; décélération contrôlée en Chine. Écart de croissance toujours en faveur des ME. 	<ul style="list-style-type: none"> Perspectives de récession. 	<ul style="list-style-type: none"> Retour de la croissance à son potentiel en Europe et maintien à son niveau potentiel aux États-Unis.
CHANGEMENT CLIMATIQUE	<ul style="list-style-type: none"> Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes. 	<ul style="list-style-type: none"> Nouveaux retards et accidents climatiques plus défavorables. 	<ul style="list-style-type: none"> Transition ordonnée et coordonnée entre les régions.

Risques pesant sur le scénario central



BASSE Probabilité ÉLEVÉE



IMPACT DE MARCHÉ	10 %	15 %	20 %	25 %
Positif pour les UST, le cash et l'or.	Positif pour le cash, le JPY, l'or, la qualité vs croissance, les défensives vs cycliques.	Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.	
Négatif pour le crédit.	Négatif pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour le crédit, les actions et les ME.	Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.	

Source : Amundi Investment Institute, au 29 avril 2024. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banque centrale. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.



MODÈLES AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Combinaison des cycles de l'économie et de l'inflation : Amundi Twin Phazers

RÉDACTEURS

LORENZO PORTELLI

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE CROSS-ASSET, RESPONSABLE DE LA RECHERCHE AMUNDI SGR ITALY – AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

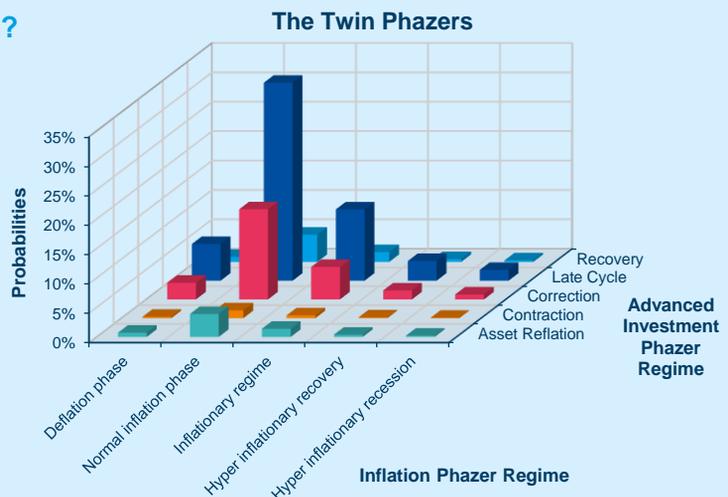
- Le principe :** l'environnement complexe des années qui ont suivi la pandémie a renforcé la notion d'une forte interconnexion entre les régimes économiques et financiers et la dynamique de l'inflation. Le rôle de la politique monétaire dans un contexte aussi compliqué est devenu un déterminant encore plus important des marchés financiers et de la soutenabilité de la dette. Par conséquent, Amundi Investment Institute exploite la synergie entre ses deux modèles, *Advanced Investment Phazer* et *Inflation Phazer* : les *Twin Phazers*.
- Configuration du modèle :** la combinaison des 5x5 régimes définis par les deux *Phazers* résulte en 25 états du monde. Ceux-ci peuvent être regroupés en 4 grandes catégories en fonction de leurs caractéristiques : 1) *Conditions normales*, reflétant les 4 cycles économiques typiques et une inflation centrée sur les objectifs des banques centrales ; 2) *Conditions d'inflation exceptionnelles* reflétant l'hyperinflation ; 3) *Conditions de liquidité exceptionnelles* reflétant des politiques monétaires non conventionnelles extrêmement expansives en période d'inflation modérée ; 4) *Un territoire inexploré* d'assouplissement extrême de la politique monétaire en période d'hyperinflation. Nous analysons ensuite le comportement passé des principales catégories d'actifs dans chacun de ces grands régimes, afin de trouver des modèles récurrents de performance et de corrélation.
- Objectif :** cet outil vise à définir l'allocation d'actifs qui correspond le mieux à chaque interconnexion de régimes, en tenant compte à la fois du scénario le plus probable et des scénarios alternatifs.
- Résultat du modèle :** répartition des probabilités qui couvre toutes les combinaisons des 5x5 régimes, ainsi que l'allocation respective qui a historiquement offert le profil de rendement/risque optimal pour un portefeuille diversifié.

La corrélation entre actions et obligations dépend fortement de la dynamique de l'inflation tout au long du cycle économique.

GRAPHIQUE : Fin de cycle couplée à une inflation normale en 2024

Quels sont les signaux actuels ?

- Le scénario central pour le reste de l'année 2024 est celui d'une fin de cycle, dans un contexte d'inflation normale. La stabilisation des pressions sur les prix à des niveaux plus habituels implique une diminution de la corrélation entre les performances des actions et des obligations, ces dernières retrouvant progressivement leurs propriétés de couverture par rapport aux actifs risqués dans le cadre d'un portefeuille équilibré.
- La fin de cycle favorise une position positive sur les actions des marchés développés et le crédit de haute qualité. Le risque de persistance de l'inflation invite à maintenir une exposition modérée aux matières premières cycliques.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 19 avril 2024.



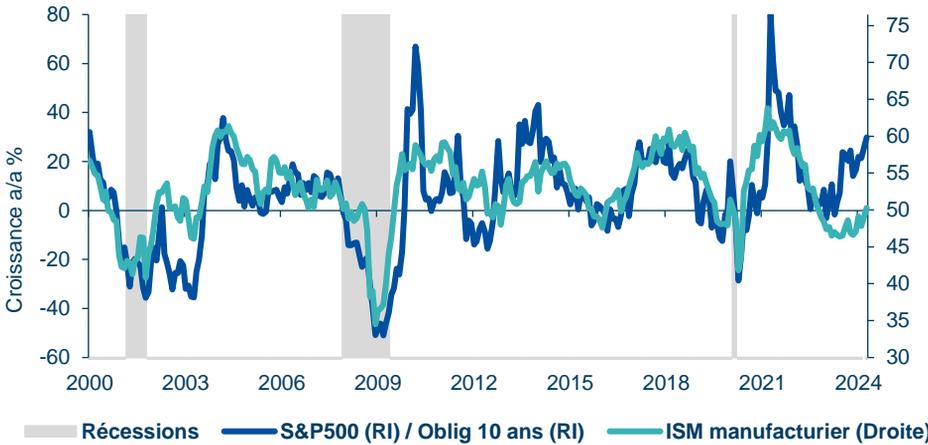
LES MARCHÉS ACTIONS EN GRAPHIQUES

RÉDACTEURS

MD : Une pause et un élargissement du rallye seraient logiques

ERIC MIJOT
RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE ACTIONS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

GRAPHIQUE : Actions vs obligations américaines et ISM manufacturier



Source : Amundi Investment Institute, LSEG Datastream. Données au 17 avril 2024. RI : rendement total.

Aux États-Unis, la performance des actions par rapport aux obligations correspond à un ISM manufacturier à 60. Cela revient à dire que les cours intègrent déjà de nombreux éléments positifs, ce qui plaide en faveur d'une pause. Le fait que l'ISM manufacturier, qui est un bon indicateur des profits, soit en hausse et se situe désormais juste au-dessus de 50, plaide pour un élargissement de la participation.

ME : Les politiques locales soutiennent la tendance en Chine

RÉDACTEURS

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

GRAPHIQUE : La Chine surperforme les indices émergents en avril



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 26 avril 2024.

Les investisseurs se montrent toujours prudents, mais, dans l'ensemble, les actions chinoises ont gagné en vigueur ces dernières semaines grâce à la reprise des valeurs immobilières, sur fond d'espoirs de nouvelles politiques de réduction des stocks et d'assouplissement des mesures restrictives dans les villes de catégorie 1.



LES MARCHÉS D'OBLIGATIONS EN GRAPHIQUES

MD : écart entre les anticipations portant sur la Fed et la BCE

GRAPHIQUE : Anticipation de baisses de taux de la Fed et de la BCE

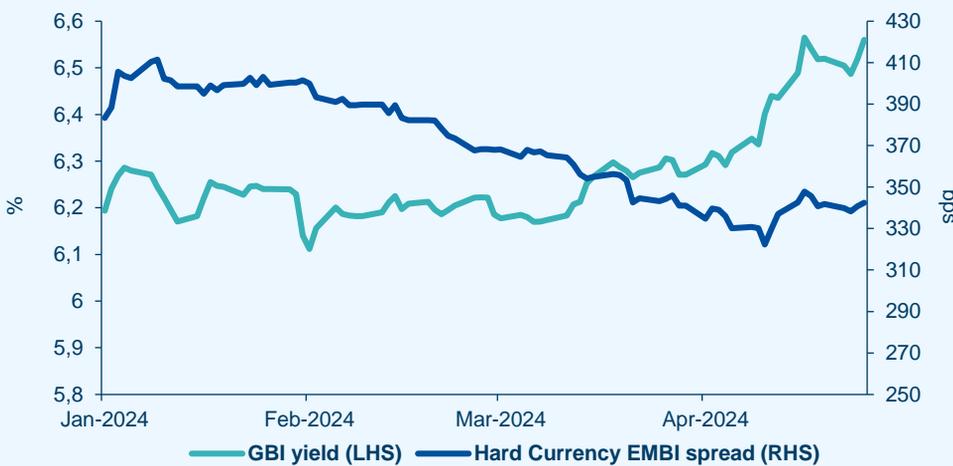


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 24 avril 2024. SOFR : Secured Overnight Financing Rate (taux de financement garanti au jour le jour).

L'attitude de la Fed se distingue de celle des autres grandes banques centrales. M. Powell a déclaré que la Fed souhaitait observer « d'autres bons chiffres pour l'inflation » avant d'abaisser ses taux. En revanche, « en l'absence de surprise », la baisse des taux de la BCE, envisagée pour juin, reste tout à fait d'actualité.

ME : Évolution latérale du spread EMBI en devise forte

GRAPHIQUE : Bonne résilience du spread EMBI en devises fortes



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 25 avril 2024. GBI : indice JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets; EMBI : indice Emerging Markets Bond.

Le spread entre les obligations des marchés émergents en devises fortes et les obligations du Trésor américain s'est avéré plutôt résistant, évoluant latéralement au moment de la récente flambée des rendements du Trésor américain et des rendements des obligations des ME en devises locales.

RÉDACTEURS

**VALENTINE
AINOUZ**

RESPONSABLE DE LA
STRATÉGIE TAUX –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

RÉDACTEURS

**ALESSIA
BERARDI**

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



MATIÈRES PREMIÈRES

RÉDACTEURS

JEAN-BAPTISTE BERTHON

STRATÉGISTE CROSS
ASSET SENIOR – AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

Or



La dernière hausse est principalement due à des opérations de couverture et des flux de *momentum*. Suite au report du changement de cap monétaire, une pause est probable. Néanmoins, une configuration favorable se dessine à moyen terme. Nous visons 2 300 \$/once à 3 mois et 2 500 \$/once à 12 mois.

Pétrole



Les fondamentaux sont favorables (stabilité de l'offre, résilience de la demande et risques géopolitiques). Toutefois, le potentiel haussier semble limité du fait de l'abondance des capacités inutilisées et des perspectives d'augmentation de l'offre hors OPEP. À court terme, nous maintenons notre position à des fins de couverture et au vu du potentiel de *rolling* attractif.

Métaux industriels



Le cuivre connaît une forte hausse en raison de la faiblesse de l'offre minière, de la constitution de stocks par la Chine et de l'interdiction de négocier des métaux russes sur le LME et le CME. Nous anticipons une consolidation à court terme, mais une hausse plus importante à long terme, l'offre ayant du mal à répondre à la demande.

Perspectives attractives à moyen terme pour l'or et les métaux de base. Recours au pétrole comme couverture contre l'inflation et les risques géopolitiques.

DEVISES

RÉDACTEURS

Euro



La divergence de politique monétaire entre la Fed et la BCE reste défavorable à l'euro, qui devrait rester faible au troisième trimestre. Toutefois, cela reflète davantage la force du dollar qu'une faiblesse de l'euro, qui s'est apprécié par rapport à la plupart des devises du G10 depuis le début de l'année, à l'exception du dollar et de la livre sterling.

Dollar



L'inflation américaine, plus élevée que prévu, retarde la baisse des taux de la Fed et soutient le dollar. À ce stade, l'absence de concurrents est notable, mais il est peu probable qu'une tendance significative se dessine si les prévisions de taux américains ne s'orientent pas vers une nouvelle hausse.

Livre sterling



La persistance de l'inflation des services au Royaume-Uni limite la capacité de la BoE à baisser ses taux en 2024, ce qui soutient la devise du fait de son portage élevée dans le G10. Toutefois, la croissance britannique reste faible et les signes de progression de la stagflation n'augurent rien de bon pour la devise. Nous continuons de prévoir une légère dépréciation.

Yen



La BoJ n'a pas pris de mesure pour soutenir la devise en avril ; le contexte mondial est encore loin de présenter les éléments favorables au JPY (ralentissement de la croissance, baisse des rendements et de l'appétit pour le risque). Sans l'aide du G7, les interventions sur les changes ne procureront pas de soutien durable. Nous anticipons une appréciation différée du yen.

Les conditions mondiales et locales sont encore loin d'être favorables au yen.

GLOBAL INVESTMENT VIEWS



GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Rechercher la valeur durant une phase plus complexe

Les récents chiffres d'inflation et de croissance aux États-Unis ont révélé une vigueur persistante de l'économie, ce qui nous a amenés, ainsi que différentes institutions (dont le FMI) à réviser à la hausse les prévisions de croissance. La forte dynamique actuelle devrait perdurer au T2 avant de faiblir au S2, mais sans trimestre de croissance négative. La dynamique des prix reste forte, avec des risques haussiers liés à la récente escalade géopolitique (pétrole). Cette phase est délicate pour les banques centrales et notamment pour la Fed, qui devrait moins baisser ses taux, la visibilité étant faible sur son attitude à venir. Les investisseurs doivent tenir compte des facteurs suivants :

- **La dichotomie de l'économie américaine.** Ce cycle se caractérise par un fort contraste entre la vulnérabilité des petites entreprises aux taux élevés et la résilience des plus grandes, et entre la fragilité des ménages à faibles revenus et la forte consommation de ceux à revenus élevés. Les taux plus élevés pendant longtemps accentueront ces vulnérabilités. La Fed devrait réduire ses taux, mais à un rythme plus lent. Le risque qu'elle ne les baisse pas est faible.
- **Le tableau est plus prévisible en Europe qu'aux États-Unis, de sorte que la BCE pourra commencer à baisser ses taux plus tôt.** Ici encore, nous envisageons une baisse plus lente des taux, mais les divergences entre banques centrales nécessiteront une surveillance attentive du marché des changes.
- **Les marchés émergents offrent quelques zones de valeur à prendre en considération.** Les économies d'Asie, en particulier, s'avèrent dans l'ensemble bien plus résistantes et autonomes, portées par des forces régionales. L'Inde reste attractive, présentant une situation de forte croissance structurelle.
- **Les risques géopolitiques affectent la visibilité globale du marché.** L'inflation étant au centre de l'attention, la géopolitique est de plus en plus importante pour le pétrole, tandis que l'or pourrait bénéficier de son statut de valeur refuge.



VINCENT MORTIER
CIO GROUPE



MATTEO GERMANO
CIO ADJOINT GROUPE

Malgré le récent rebond de l'inflation, la désinflation devrait se poursuivre



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 29 avril 2024. Supercore = Prix des services hors énergie et logement.



Les marchés semblent avoir intégré une grande partie des bonnes nouvelles macroéconomiques. Aussi, il y a des risques à prendre en compte. Mieux vaut se concentrer sur les segments offrant le meilleur couple risque/rendement :

- **En gestion cross asset, nous restons légèrement constructifs sur les actifs risqués, mais en nous concentrant sur les segments résilients.** La duration américaine offre du potentiel, mais nous continuons à nous diversifier dans les BTP italiens. Nous sommes en revanche prudents sur les obligations japonaises. Sur le crédit, les titres de qualité en euros sont à privilégier. Nous voyons également d'un bon œil la dette des émergents du fait de son portage, mais avons légèrement réduit notre position car la persistance de l'inflation dans ces pays réduit le potentiel de compression des rendements. Sur les actions, nous sommes positifs sur le Japon et, à présent, aussi sur le Royaume-Uni. Nous avons recalibré nos vues sur les actions émergentes pour nous concentrer sur nos convictions de long terme. Nous sommes positifs sur l'Inde, l'Indonésie et la Corée du Sud, mais avons légèrement revu à la baisse notre position sur la Corée et sommes devenus positifs sur le Mexique.
- Notre positionnement est globalement actif sur la duration, mais nous prévoyons moins de baisse des taux de la Fed en raison de la vigueur de la croissance et de l'inflation aux États-Unis. La volatilité des taux devrait rester élevée. Les *Treasuries* offrent des perspectives attractives sur les maturités courtes et intermédiaires. En Europe, nous sommes neutres sur la duration, positifs sur le Royaume-Uni, mais prudents sur le Japon. Sur le crédit, la sélection est importante : nous maintenons notre préférence pour l'IG par rapport au HY, tant en Europe qu'aux États-Unis.
- Concernant les actions, nous anticipons des rotations favorables aux stratégies mondiales. Les résultats des champions devraient décélérer aux États-Unis, favorisant le rattrapage du reste du marché, une approche équilibrée étant alors opportune. En Europe, nous restons équilibrés et avons légèrement augmenté notre biais favorable aux défensives à travers les services aux collectivités. Nous sommes positifs sur l'industrie et les biens de consommation non cyclique et prudents sur la technologie et les biens de consommation cyclique (mais un peu moins).
- **Nous sommes positifs sur les marchés émergents, mais avec une confiance moins forte dans les obligations en raison des baisses de taux de la Fed qui s'annoncent moins nombreuses et plus tardives.** Pour autant, les rendements restent attractifs et la croissance économique forte. Sur la dette en devises fortes, nous préférons le HY à l'IG en raison de meilleures valorisations et du portage. Les émergents offrent également des opportunités sur les actions. Nous sommes sélectifs, avec une vue positive sur le Brésil, le Mexique, l'Indonésie, l'Inde et la Corée (mais un peu moins). Les risques géopolitiques sont toutefois conséquents.

Compte tenu des incertitudes qui persistent au sujet de la Fed et de l'inflation, les actions à prix attractifs et le crédit de bonne qualité retiennent notre attention. Les obligations des émergents sont attractives à moyen terme.

Sentiment de risque global

Aversion

Attrait



Nous maintenons notre position de risque inchangée, mais avons recalibré nos vues sur les classes d'actifs compte tenu des valorisations et du contexte économique.

Changements par rapport au mois dernier

- Gestion cross asset : Recalibrage des vues sur les actifs risqués, davantage favorables aux actions britanniques et moins aux obligations émergentes et au pétrole.
- Actions : Approche plus constructive sur les valeurs décotées internationales.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée à l'occasion de la réunion du comité d'investissement mondial qui s'est tenue le **24 avril 2024**. Cette appréciation reflète les vues sur un horizon d'un mois, entre deux réunions du comité. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, 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

Quelles sont vos perspectives pour la croissance américaine et européenne ?

Nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour les États-Unis, de 1,8 % à 2,3 % pour cette année, mais prévoyons toujours une décélération au S2. L'inflation, primordiale pour les décisions de la Fed, pourrait s'avérer persistante, augurant d'une désinflation plus lente que prévu. La tendance générale à la désinflation devrait toutefois se poursuivre, même si la volatilité de l'inflation restera élevée. Nous pensons que les baisses de taux de la Fed seront moins nombreuses (que prévu auparavant) et qu'elles auront lieu à partir du S2. L'incertitude est toutefois élevée. Concernant la zone euro, nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour 2024 en raison de l'amélioration du commerce extérieur et de la demande domestique, avec des divergences d'un pays à l'autre.

Conséquences en matière d'investissement

- Actions : sur les États-Unis, privilégier une approche équilibrée plutôt que pondérée par la capitalisation boursière ; positif sur le Japon et le Royaume-Uni
- Position presque neutre/positive sur la duration aux États-Unis

2

Que pensez-vous des chiffres de la croissance du PIB en Chine au T1 ?

La croissance du PIB au T1 (5,3 % en glissement annuel) a été nettement supérieure à nos attentes et à celles du marché, mais notre vue reste prudente (un bond similaire avait eu lieu lors de la réouverture en 2023). Compte tenu de ce T1 plus favorable, nous avons revu à la hausse nos prévisions pour l'ensemble de l'année, à 4,5 %, mais avons révisé en baisse celles portant sur le T2 afin de tenir compte du retournement baissier de la consommation. La dégradation du taux d'utilisation des capacités annonce une faiblesse sous-jacente de la demande intérieure et la persistance de capacités excédentaires. De plus, le marché du logement ne montre pas de signes de stabilisation.

Conséquences en matière d'investissement

- Neutre sur les govies et les actions en Chine
- Prudence vis-à-vis du CNH

3

Attendez-vous une poursuite de la hausse du cours de l'or cette année ?

Les prix de l'or ont augmenté malgré les perspectives de changement de cap plus tardif de la Fed et de baisses moins importantes des taux. Si une accalmie est possible à court terme, l'or pourrait bénéficier des doutes à court terme sur la désinflation, des tensions géopolitiques et du laxisme budgétaire des gouvernements. De plus en plus, à mesure que le monde devient plus multipolaire, gouvernements et banques centrales souhaitent se diversifier au-delà du dollar, ce qui, à long terme, pourrait profiter à l'or. Concernant le pétrole, malgré les risques géopolitiques au Moyen-Orient, nous pensons que le potentiel haussier reste limité du fait de l'importance des capacités de réserve.

Conséquences en matière d'investissement

- Or : objectif à 6 mois relevé à 2 300 \$/once.
- Pétrole : objectif à 6 mois à 85 \$/baril pour le Brent.

Les perspectives de désinflation étant plus nettes en Europe qu'aux États-Unis, la BCE sera en mesure d'agir plus rapidement que la Fed.

MONICA DEFEND
DIRECTRICE
D'AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE





MULTI-ASSET

RÉDACTEURS

Recalibrage de nos vues sur fond d'évolution de l'économie mondiale

L'année avance et l'évolution de la croissance économique et de l'inflation dans les pays développés se précise. La croissance résiste et l'inflation marque le pas, sans pour autant repartir à la hausse. Une baisse des taux des banques centrales, bien que plus prudente, est toujours attendue. Ce contexte est positif, mais déjà intégré par les marchés. Il faut donc s'intéresser à l'ensemble des catégories d'actifs et à chaque région pour ajuster sa position et rechercher les segments offrant un solide profil rendement-risque en Europe et dans les pays émergents.

Dans cet environnement, nous sommes devenus légèrement constructifs sur les actions des marchés développés, par le biais du Royaume-Uni et de notre opinion déjà positive sur le Japon, tout en restant neutres sur les États-Unis. Les marchés britanniques devraient bénéficier de dividendes élevés, de valorisations modérées et de leur exposition à l'énergie. Concernant les marchés émergents, nous sommes positifs sur l'Asie mais avons ajusté nos vues, devenant légèrement moins positifs sur la Corée du Sud et diversifiant notre position en faveur du Mexique.

Notre position sur la duration américaine reste positive. Les rendements ont augmenté depuis le début de l'année en raison des révisions d'anticipations concernant la Fed. Nous en prenons acte, mais pensons que les baisses de taux auront lieu cette année. La situation est plus lisible en Europe, où nous restons constructifs et même positifs sur les BTP italiens. En revanche, le profil risque-rendement des obligations japonaises semble asymétrique, nous incitant à rester négatifs. La croissance et l'inflation sont les principaux risques à surveiller au Japon.

Le crédit IG européen reste attractif. Il devrait profiter de valorisations meilleures que celles du HY et des perspectives d'assouplissement de la BCE. Sur les obligations émergentes, nous restons positifs, mais la persistance de l'inflation aux États-Unis pourrait amener la Fed à moins réduire ses taux que prévu, avec un effet sur le dollar et les rendements des obligations émergentes à court terme.

Le dollar pourrait bénéficier d'une hausse des rendements américains et de la volatilité des taux. Nous restons donc positifs sur l'USD et cessons d'être prudents à court terme concernant son évolution par rapport au yen. Cependant, ce dernier devrait bien se comporter face au CHF et aux devises de sa région. L'EUR/GBP devrait bénéficier de l'amélioration de son portage. Par ailleurs, nous sommes constructifs sur les paires INR/CNH et BRL/EUR.

Il est essentiel de se couvrir contre les risques liés à la duration américaine et à la situation géopolitique. Le pétrole constitue une couverture attractive de ces derniers, mais nous avons légèrement revu à la baisse notre position après les fortes fluctuations du cours du baril cette année.

FRANCESCO SANDRINI

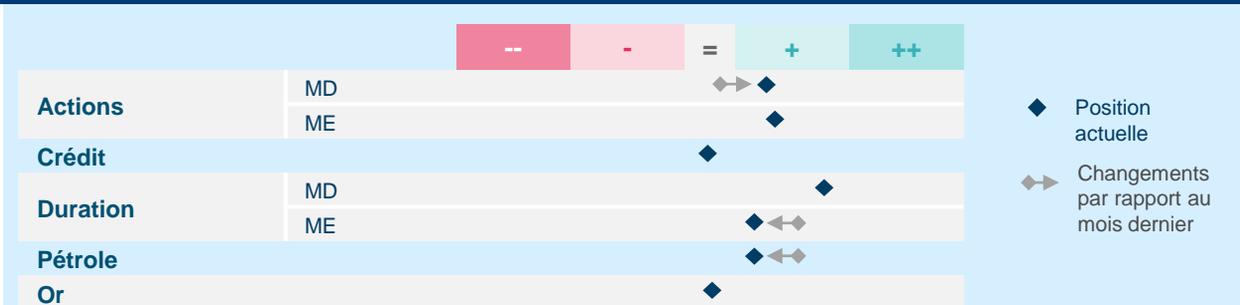
RESPONSABLE DES STRATÉGIES MULTI-ASSET

JOHN O'TOOLE

RESPONSABLE DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT MULTI-ASSET

Au vu de la croissance plus forte que prévu dans les économies développés, nous maintenons une position légèrement favorable aux actifs risqués, avec une préférence pour les actions par rapport au crédit.

Convictions cross-asset d'Amundi



Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 24 avril 2024. 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. 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.



OBLIGATIONS

Les obligations restent attractives à moyen terme

Les derniers chiffres de l'inflation aux États-Unis ont conduit les marchés à envisager de nouveau le narratif de « taux plus élevés pendant plus longtemps », la Fed donnant des signes de report de ses baisses de taux au vu d'une situation plus nuancée compliquant ses décisions. C'est donc le moment d'être très actif sur la durée et de surveiller attentivement l'inflation. Les rendements obligataires restent attractifs à moyen/long terme. Comme nous pensons que les baisses de taux auront lieu aux États-Unis et en zone euro cette année dans un contexte de croissance faible, les obligations présentent de la valeur dans le cadre de la poursuite de la désinflation. Concernant les actifs risqués, la qualité est le meilleur moyen de se positionner dans un tel environnement : les investisseurs peuvent explorer les rendements des segments de qualité sur les marchés développés comme émergents.

Obligations mondiales et européennes	Obligations américaines	Obligations des ME
<ul style="list-style-type: none"> Nous pensons que la croissance de la zone euro sera modeste, mais légèrement supérieure aux prévisions. Cette situation nuancée nécessite une approche flexible de la durée. Pour l'heure, nous sommes globalement neutres, essentiellement via l'Europe. Nous sommes en revanche positifs sur le Royaume-Uni. Nous apprécions le crédit européen de qualité, principalement par le biais des financières et de la dette subordonnée. Sur le HY, nous sommes sélectifs et devenons plus prudents au vu du récent resserrement des spreads, en particulier concernant le crédit de faible qualité. 	<ul style="list-style-type: none"> Les niveaux actuels des taux nominaux et réels aux États-Unis plaident pour une position positive sur la durée, avec une approche de gestion active pour tirer parti des mouvements du marché. Concernant les obligations d'entreprises, nous préférons le IG au HY. Nous sommes de plus en plus positifs sur les maturités plus courtes dans un contexte d'aplatissement des courbes de rendements. Du point de vue sectoriel, nous préférons les financières aux non financières. Le crédit titrisé offre toujours de la valeur à long terme, mais nous sommes sélectifs au vu des fortes performances enregistrées récemment. 	<ul style="list-style-type: none"> La confiance s'est quelque peu détériorée récemment en raison de la prudence accrue de la Fed et de ses messages en matière de baisse des taux. Nous restons positifs sur la dette en devises fortes, mais de plus en plus sélectifs sur la dette en devises locales. Nous continuons à préférer le HY à l'IG du fait de son portage élevé. Nous apprécions les pays dont les fondamentaux sont bons et ceux qui participent au cycle d'assouplissement mondial, comme le Brésil, le Mexique et le Pérou en Amérique latine. En Asie, les obligations indiennes devraient bénéficier de leur inclusion dans les principaux indices de référence.

Les niveaux actuels des rendements sont attractifs à moyen terme



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 2 mai 2024.

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



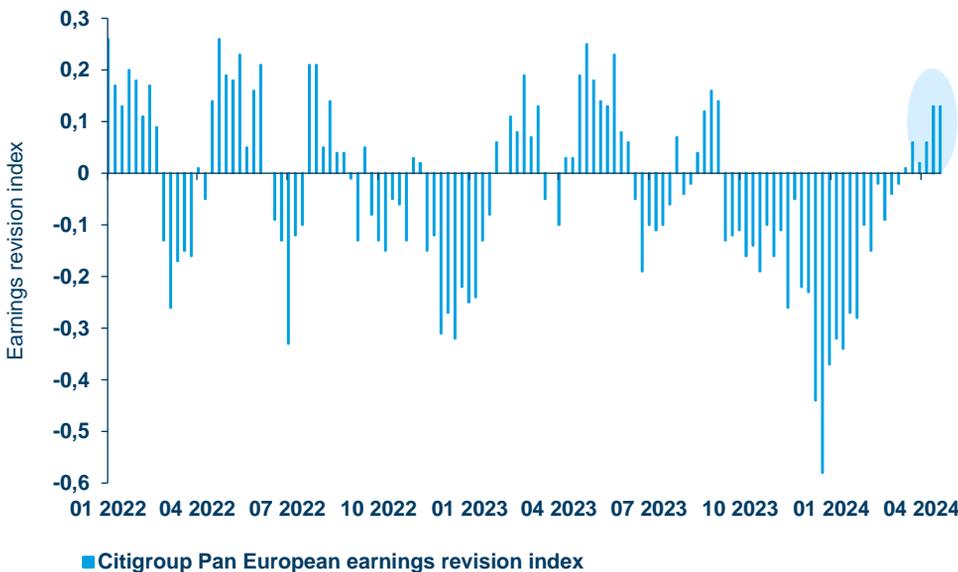
ACTIONS

Chercher la valeur relative en Europe et sur les marchés émergents

Cette année, le rallye a été porté par la technologie et les grandes capitalisations américaines, ainsi que par la résilience de la croissance. Les actions pourraient marquer une pause, à mesure que la reprise s'étend à d'autres régions et segments de marché. En effet, l'amélioration de la croissance en Europe et la plus grande visibilité sur les baisses de taux de la BCE (par rapport à la Fed), ainsi que la stabilisation du secteur manufacturier, pourraient soutenir les actions de qualité et décotées de la région. Quoi qu'il en soit, les bénéfices seront le principal moteur, car les valorisations sont déjà élevées sur certains segments. Ceci vaut également pour les marchés émergents où la dynamique des pays, les risques géopolitiques et la force inhérente des modèles d'entreprise sont des critères importants. Nous voyons des opportunités en Asie (Japon et émergents), sur la Value américaine et en Europe.

Actions européennes	Actions mondiales et américaines	Actions émergentes
<ul style="list-style-type: none"> Nous conservons une position équilibrée, combinant des expositions à des entreprises défensives et à des entreprises cycliques de qualité. Parmi les premières, nous sommes positifs sur les services aux collectivités et la consommation non cyclique. Concernant les valeurs cycliques, nous apprécions les industrielles et la consommation discrétionnaire, mais pensons qu'il pourrait être opportun de réduire certaines positions au regard de l'évolution récente des cours. Parmi les financières, certains assureurs affichent des valorisations attractives. Enfin, la volonté et la capacité d'augmenter les prix et la solidité des marges sont des facteurs cruciaux. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous nous attendons à ce que l'écart de croissance des bénéfiques entre les mégacapitalisations et le reste du marché se réduise au cours de l'année, ce qui nous incite à privilégier une approche équilibrée et privilégiant les valeurs décotées. Parmi les financières, nous apprécions les grandes capitalisations présentant un risque de crédit faible. Sur les défensives, notre approche va au-delà des secteurs traditionnels et nous trouvons des biais défensifs dans certains cas idiosyncrasiques. Nous sommes néanmoins prudents sur les valeurs de croissance et les grandes capitalisations. 	<ul style="list-style-type: none"> Le scénario macroéconomique des ME est bien en place, mais nous préférons tirer parti des divergences en Asie et en Amérique latine. En Asie, malgré l'amélioration des perspectives de croissance en Chine, la demande sous-jacente devrait rester faible. En revanche, des pays comme la Corée, l'Indonésie (financières) et l'Inde (recompositions des chaînes mondiales d'approvisionnement) semblent attractifs. Le Brésil offre également des valorisations intéressantes. Nous sommes toutefois prudents sur les secteurs de l'énergie et des matériaux.

Révisions à la hausse des bénéfiques en Europe



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, vendredi 26 avril 2024. Les valeurs positives correspondent à des perspectives de bénéfiques optimistes, tandis que les valeurs négatives indiquent le contraire.

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN

RESPONSABLE DE LA
PLATEFORME DE
GESTION ACTIONS

YERLAN SYZDYKOV

RESPONSABLE
MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

MARCO PIRODINI

DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS AUX
ÉTATS-UNIS



OPINIONS

Allocation d'actifs Amundi

Focus ce mois-ci

- Les actions **value** de l'UE, du Japon et des États-Unis pourraient bénéficier d'un élargissement de la reprise au-delà de la technologie et des grandes capitalisations américaines. Un tel mouvement trouverait un soutien supplémentaire dans les écarts de valorisation entre titres value et de croissance aux États-Unis et en Europe.

Actions et facteurs mondiaux

Régions	Variation vs m-1	--	-	=	+	++	Facteurs mondiaux	Variation vs m-1	--	-	=	+	++
É.-U.				◆			Growth				◆		
Europe	▲				◆		Value	▲					◆
Japon					◆		Petites capitalisations					◆	
ME						◆	Qualité						◆
Chine				◆			Volatilité faible				◆		
Émergents hors Chine					◆		Momentum				◆		
Inde					◆		Dividendes élevés				◆		

Obligations et devises

Govies	Variation vs m-1	--	-	=	+	++	Crédit	Variation vs m-1	--	-	=	+	++
États-Unis					◆		IG É.-U.				◆		
Cœur de l'UE					◆		HY É.-U.			◆			
UE périph.					◆		IG EUR					◆	
Royaume-Uni					◆		HY UE	▼			◆		
Japon			◆										
Dette ME	Variation vs m-1	--	-	=	+	++	Devises	Variation 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 des ME					◆		CNY			◆			

Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 24 avril 2024. Opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Les opinions vont de double négatif à double positif, = correspond à une position neutre. Ce document présente une évaluation du 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 pédagogiques 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. Le tableau des devises présente les opinions absolues du Comité d'investissement mondial en matière de taux de change.

▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Hausse par rapport au mois dernier



PRÉVISIONS

Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 29 avril 2024						
Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC), a/a, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1,6	1,4	1,3	4,7	2,7	2,3
États-Unis	2,5	2,3	1,3	4,1	3,0	2,4
Zone euro	0,5	0,5	1,2	5,4	2,3	2,2
<i>Allemagne</i>	-0,1	0,2	0,9	6,1	2,3	2,2
<i>France</i>	0,9	0,7	1,3	5,7	2,4	2,0
<i>Italie</i>	1,0	0,7	0,9	5,9	1,3	2,0
<i>Espagne</i>	2,5	1,6	1,5	3,4	3,1	2,1
Royaume-Uni	0,1	0,4	1,2	7,5	2,8	2,3
Japon	1,9	1,1	1,5	3,3	2,1	1,7
Pays émergents	4,3	4,1	3,9	5,8	5,3	4,0
Chine	5,2	4,5	3,4	0,2	0,2	0,5
Inde	7,7	6,3	6,0	5,7	5,1	5,7
Indonésie	5,0	5,1	4,9	3,7	3,4	3,7
Brésil	2,9	2,1	2,1	4,6	3,9	3,5
Mexique	3,2	1,8	1,6	5,6	4,3	3,8
Russie	3,6	3,0	1,5	6,0	6,3	4,5
Afrique du Sud	0,5	1,0	1,3	5,9	5,2	4,6
Turquie	4,5	3,2	3,6	53,4	58,0	29,1
Monde	3,2	3,0	2,9	5,3	4,3	3,3

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %					
	24 avril 2024	Amundi T3 2024	Consensus T3 2024	Amundi T1 2025	Consensus T1 2025
États-Unis*	5,50	4,75	5,00	4,25	4,50
Zone euro**	4,00	3,50	3,40	2,75	2,90
Royaume-Uni	5,25	4,75	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	6,30	6,00	5,85
Brésil	10,75	10,00	9,50	9,75	9,00
Russie	16,00	15,00	14,45	12,00	11,15

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au mercredi 24 avril 2024. IPC : indice des prix à la consommation. * Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. ** : Taux de dépôt. ***: Taux bancaire de base à un an. ****: Taux de prise en pension. Q2 2024 correspond à fin juin 2024 ; Q4 2024 correspond à fin décembre 2024.



PRÉVISIONS

Prévisions des marchés financiers

Rendements obligataires

Prévisions sur les taux à 2 ans, %

	3 mai 2024	Amundi T3 2024	À +6m	Amundi T1 2025	À +12m
États-Unis	4,82	4,00-4,20	4,56	3,80-4,00	4,45
Allemagne	2,90	2,30-2,50	2,55	1,90-2,10	2,30
Royaume-Uni	4,36	3,60-3,80	4,01	3,40-3,60	3,96
Japon	0,29	0,10-0,20	0,36	0,10-0,20	0,45

Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	3 mai 2024	Amundi T3 2024	À +6m	Amundi T1 2025	À +12m
États-Unis	4,51	3,90-4,10	4,49	3,90-4,10	4,51
Allemagne	2,45	2,20-2,40	2,43	2,00-2,20	2,41
Royaume-Uni	4,22	3,80-4,00	4,20	3,70-3,90	4,23
Japon	0,90	0,80-1,00	1,01	0,80-1,00	1,11

Taux de change

	24 avril 2024	Amundi T3 2024	Consensus T3 2024	Amundi T1 2025	Consensus T1 2025
EUR/USD	1,07	1,05	1,08	1,12	1,10
EUR/JPY	166	156	159	156	156
EUR/GBP	0,86	0,86	0,86	0,87	0,86
EUR/CHF	0,98	0,98	0,98	1,03	0,99
EUR/NOK	11,76	11,50	11,38	11,47	11,10
EUR/SEK	11,64	11,52	11,34	11,48	11,20
USD/JPY	155	148	145	139	141
AUD/USD	0,65	0,65	0,67	0,69	0,69
NZD/USD	0,59	0,59	0,61	0,63	0,63
USD/CNY	7,25	7,20	7,20	7,20	7,15

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 3 mai 2024. T3 2024 correspond à fin septembre 2024 ; T1 2025 correspond à 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

MACROSTRATÉGISTE JUNIOR

KARINE HERVÉ

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

SOSI VARTANESYAN

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

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 ÉDITION & PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

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

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

TRISTAN PERRIER

MACROÉCONOMISTE ET SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION

GIANLUCA GALLARATE

ÉDITION & PUBLICATION

* Amundi Investment Institute

CONCEPTION ET VISUALISATION DES DONNÉES

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII*

VINCENT FLASSEUR

RESPONSABLE GRAPHISME ET VISUALISATION DES DONNÉES, AII*

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 vendredi 3 mai 2024. 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. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, 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 : 6 mai 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 photos : ©iStock/Getty Images Plus – Streetoncamara.



Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel 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 économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'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 de gestion et des clients.



Geopolitics
Themes at a glance | April 2024

Geopolitical risk will grow: here is how we track it

In order to better understand geopolitical trends, Amundi has developed the Geopolitical Sentiment Tracker (GST). The tool aims to inform the investment process. It includes a variety of datasets allowing investors and researchers to better understand and be alerted to rising risks. It also allows our teams to identify opportunities.

This paper focuses on the GST's first capability: risk identification. To illustrate what it can do, we outline the current geopolitical context, and how to track relevant risk events.

We expect geopolitical risk will remain elevated for the next several years as a result of the growing number of active hotspots, the technic geopolitical and technological shifts underway, and deteriorating bilateral relations.

To get a better assessment of where the risk is emanating from, the Geopolitical Sentiment Tracker provides insights into these risks and alerts us to changes.

The 2020s will likely see growing levels of geopolitical risk

According to the Geopolitical Risk Historical Index¹, which measures geopolitical risk since the early 1900s, the 2020s so far seem to rank "middle of the pack" when compared to periods featuring both high and low geopolitical risk.

Interestingly, the level of risk calculated for the first few years of the 2000s is comparable to that seen throughout the duration of the cold war, roughly from the 1950s to the 1990s. A period that, characterized by the rivalry between two super powers is, to some extent, comparable to today's environment shaped by US-China tensions.

Global levels of geopolitical risk, 1900-2024

Source: Amundi Investment Institute and Pearson Institute for Advanced Economic Studies, and Data Science and Market Research Department of Amundi Investment Institute.

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

