



Vers un point final : conclusion de la normalisation de la BoJ



Claire HUANG

Macrostratège Senior,
Marchés émergents -
Amundi Investment Institute

La hausse du PIB japonais a largement dépassé les attentes au T2, avec un taux de croissance annuel CVS* de 6 %, contre 3,7 % au T1. Cette bonne performance est principalement due à une hausse des exportations, les facteurs de la demande intérieure, telles que la consommation privée et les importations, s'étant contractés.

Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance pour 2023, de 1 % à 2 %, afin de tenir compte de cette surprise positive.

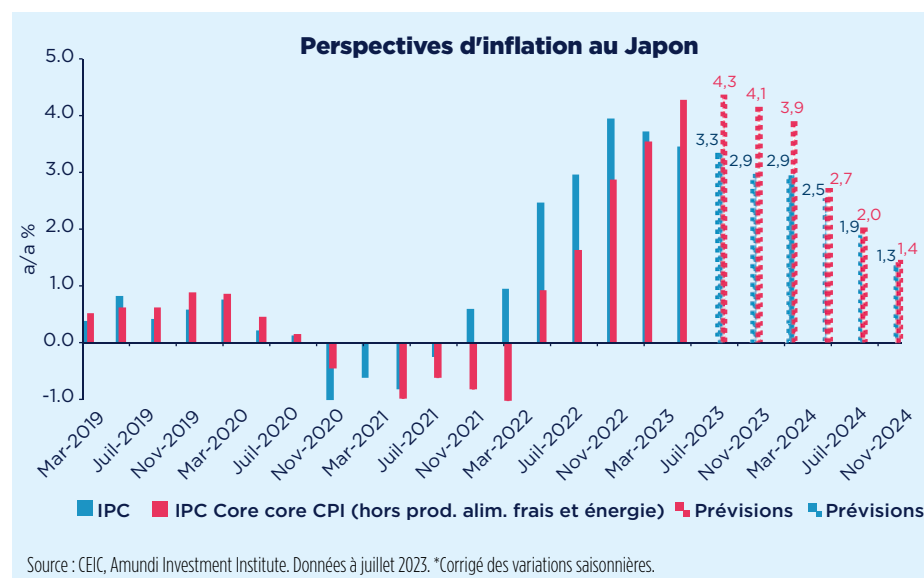
Pour autant, les divergences sectorielles demeurent et nous ne modifions donc pas le profil de croissance attendu pour les prochains trimestres. **La modeste croissance de la consommation ne suffit pas à compenser la contraction des exportations, ce qui entraînera un léger ralentissement économique au S2.**

Nous nous attendons à une reprise modérée de la consommation privée au S2, malgré la baisse inattendue enregistrée au T2. Une augmentation régulière du tourisme, grâce à la réouverture de l'économie, ainsi qu'un marché du travail tendu et une croissance plus forte des salaires continueront à soutenir la consommation.

En outre, nous nous attendons à ce que la forte performance à l'export perde de son élan, car la production manufacturière et les nouvelles commandes ont encore baissé en août, témoignant d'une demande faible.

Enfin, l'inflation continue d'excéder les attentes, l'IPC sous-jacent (hors produits alimentaires frais et énergie) se maintenant au-dessus de 4 %. Tous les indicateurs reflètent la persistance de pressions inflationnistes. Ainsi, même si nous pensons que l'inflation a atteint son pic et qu'elle va commencer à diminuer, elle restera probablement supérieure à l'objectif de 2 % de la BoJ jusqu'au milieu de 2024. L'IPC sous-jacent, pour sa part, devrait atteindre 4 % d'ici fin 2023.

Les chiffres persistants et élevés de l'inflation pourraient amener la BoJ à mettre un terme à sa politique de contrôle de la courbe des taux. De fait, la BoJ a commencé à tolérer une augmentation contrôlée du rendement des obligations à 10 ans suite à sa réunion de juillet, avec un relèvement de sa fourchette de +/-0,5 % à 1 %. Les taux du marché ont progressivement augmenté, mais, pour l'heure, sont restés inférieurs à 1 %, réduisant la pression exercée sur la BoJ pour qu'elle intervienne. Lors de sa prochaine intervention, la BoJ passera probablement de +/-1 % à une nouvelle fourchette de référence, sans promettre des achats illimités de JGB. La réunion des 18 et 19 décembre ou le début de l'année 2024 sont les créneaux les plus probables, si l'inflation s'avère plus persistante que prévu.





Diversification des ME sur fond d'exposition à la Chine et aux É.-U.



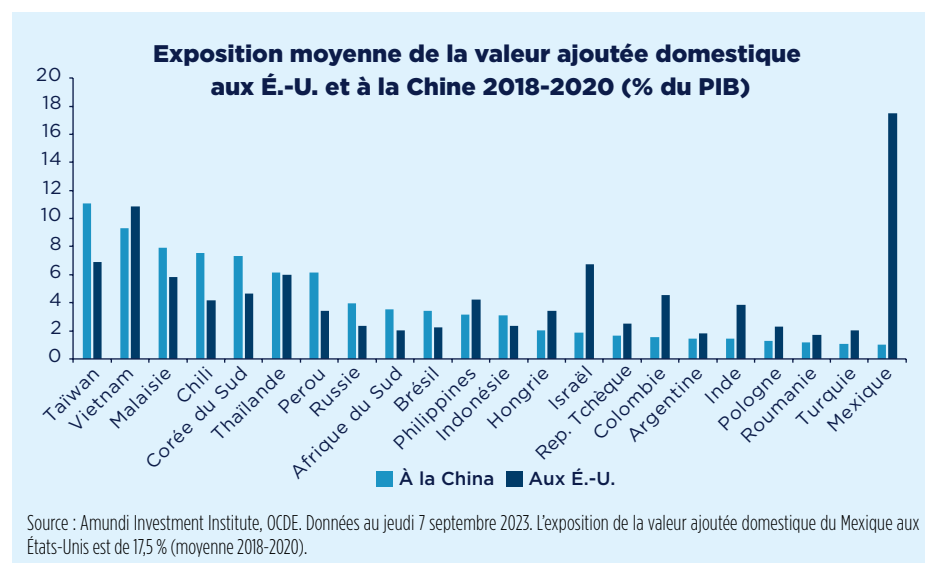
Alessia BERARDI

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

Les derniers chiffres économiques et les révisions de prévisions confirment un écart de croissance favorable aux ME par rapport aux MD en 2023, mais cet avantage tend à se réduire. En effet, la résilience plus forte que prévu des marchés développés (MD) a entraîné une hausse des prévisions concernant ces pays. La Chine, en revanche, se heurte à des difficultés plus importantes que prévu, avec la persistance de graves faiblesses dans son secteur immobilier et d'une dynamique moins vigoureuse de la consommation. Les autres marchés émergents (ME) ne compensent que partiellement cette tendance négative : leur dynamique est mitigée, avec des déceptions en Asie du Sud, en Europe de l'Est et dans la région andine, alors que les grandes économies d'Amérique latine, telles que le Mexique et le Brésil, ou, en Asie, l'Inde et l'Indonésie, ont fait preuve d'une vigueur soutenue.

En Chine, les données récentes indiquent que la croissance économique reste molle et inférieure à nos prévisions initiales. À mesure que des mesures publiques de soutien sont annoncées, elles sont dépassées par les défis persistants auxquels sont confrontés les différents secteurs, en particulier l'immobilier qui a de nouveau fortement corrigé. Malgré les politiques d'assouplissement, qui pourrait s'accroître avec le ralentissement de la croissance économique, le seuil de tolérance est désormais plus incertain. À ce stade, nous pensons que pour relancer efficacement la croissance, les responsables politiques chinois doivent mettre en place des mesures budgétaires conséquentes équivalant à au moins 2 % du PIB. Or, l'approche actuelle est très progressive et le calendrier d'une éventuelle intervention plus massive reste très incertain.

En Amérique latine, si les deux plus grandes économies de la région ont fait l'objet de hausses de prévisions pour 2023, leurs perspectives semblent quelque peu différentes. Au Brésil, le rebond exceptionnel de l'agriculture au T1 2023 s'est avéré ponctuel et l'économie devrait enregistrer une croissance séquentielle nulle/négative au S2 2023 en raison d'une politique monétaire très restrictive. Le Mexique semble mieux protégé du ralentissement chinois et profite de la dynamique actuelle de relocalisation dans des pays proches. En outre, son exposition à l'économie résistante des États-Unis se traduit par une dynamique intérieure bien plus vigoureuse que prévu. Le risque principal pour le S2 2023, est celui d'une récession plus prononcée aux États-Unis.





Aperçus macroéconomiques



Compte tenu de la dynamique toujours forte de l'économie américaine, tirée par la bonne résistance du marché du travail et de la demande intérieure, nous avons revu à la hausse nos perspectives pour cette année. Nous avons également reporté au S1 2024 notre prévision d'un net ralentissement, quand le resserrement des conditions monétaires et financières produira davantage d'effet. L'inflation poursuivra sa trajectoire descendante, l'indice sous-jacent ralentissant moins rapidement que l'indice global.



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.



Au Royaume-Uni, même si nous n'attendons pas de récession, nous prévoyons plusieurs trimestres de stagnation, la croissance étant mise à mal par des taux plus élevés, un marché de l'emploi en perte de vitesse et un environnement extérieur plus faible. Toutefois, le risque de récession augmente et les derniers PMI signalent une décélération, en particulier dans les secteurs qui s'étaient bien comportés jusque-là. L'inflation devrait continuer de baisser, mais les données récentes montrent que l'inflation sous-jacente persiste et que la forte croissance des salaires constitue un risque de hausse à court terme.



Nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour l'année complète au Japon afin de tenir compte de la bonne surprise du T2. Toutefois, les divergences entre industrie et services persistent. La croissance modérée de la consommation ne suffira pas à compenser la contraction des exportations, ce qui entraînera un léger ralentissement économique au S2. L'inflation a constamment dépassé les attentes. Nous tablons sur une augmentation de l'IPC sous-jacent à 4 % jusqu'à fin 2023.



Après une légère révision à la baisse des chiffres pour 2023 (de 5,1 % à 4,9 %), nous avons aussi revu en baisse nos prévisions de croissance de la Chine en 2024/2025 à 3,7 %/3,4 %, au lieu de 4,3 %/3,9 % respectivement, ce qui reflète notre hypothèse d'une transition économique plus rapide et plus brutale vers un rythme inférieur à 3 %. Nous n'attendons pas de revirement significatif en matière de mesures de relance. L'objectif des responsables politiques est de gérer la transition économique en se détournant des secteurs ultra-endettés du logement et des véhicules de financement des gouvernements locaux.



En août, les chiffres de l'économie indienne ont confirmé la solidité de la croissance, avec un PIB du T2 (année civile) en hausse de 7,8 % en glissement annuel et une révision à la hausse des prévisions pour 2023 (année civile) qui passent de 6,0 % à 6,4 %. La demande intérieure s'avère forte, tant au niveau de la consommation que de l'investissement. Il en résulte une baisse des exportations nettes, sous l'effet de la vigueur des importations. Sur une note moins positive, l'inflation a dépassé les attentes, à 7,4 % en glissement annuel en juillet, supérieure aux prévisions de la RBI. L'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif durant les prochains mois et tout assouplissement de la RBI sera reporté au S2 2024.



La banque centrale turque a augmenté son taux directeur de 750 points de base (pb) à 25 %, surprenant le marché qui n'anticipait que 250 pb. Cette décision fait suite à la publication du rapport sur l'inflation, dans lequel les prévisions ont été relevées (à 58 % fin 2023 et 33 % fin 2024) avec un risque clairement orienté à la hausse. D'autres hausses de taux sont attendues avant la fin de l'année. La croissance a dépassé les attentes au S1, mais nous tablons sur un net ralentissement au S2 en raison de l'inflation élevée et d'un resserrement monétaire et budgétaire plus marqué.



L'activité économique au Brésil ralentit tout en faisant preuve d'une certaine résilience, grâce à la solidité du marché du travail et à un choc d'offre positif dans le secteur agricole. L'inflation séquentielle se modère, mais augmentera en rythme annuel en raison d'effets de base défavorables au S2. La banque centrale brésilienne a déjà commencé à réduire ses taux et prévoit un cycle d'assouplissement progressif. L'administration du président Lula a adopté une nouvelle loi budgétaire et a présenté un budget (primaire) équilibré pour 2024, mais il y a des risques qu'il ne soit pas appliqué tel que proposé.

Cycle d'assouplissement : échappée d'un peloton de banques centrales des marchés émergents

Marchés développés

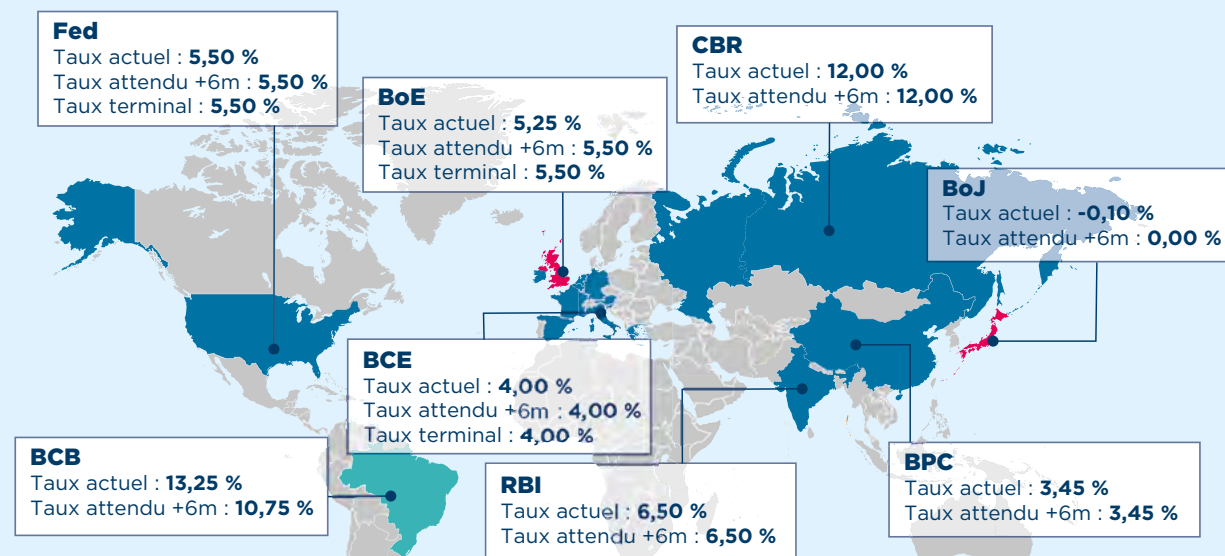
Nous anticipons une pause lors de la prochaine réunion du FOMC. Toutefois, la Fed pourrait encore durcir sa politique monétaire s'il apparaît que (1) la croissance se maintient à un rythme supérieur à la tendance, alimentant ainsi l'inflation, ou que (2) la baisse des tensions sur le marché de l'emploi s'interrompt. L'économie américaine fait preuve d'une résilience étonnante, grâce notamment au soutien de la politique budgétaire. Certains membres du FOMC ont également observé que le plus dur des effets du resserrement monétaire sur le secteur immobilier est peut-être déjà passé.

En ce qui concerne la BCE, la question est de savoir (1) si l'inflation est encore trop élevée pour risquer un arrêt du resserrement ou (2) si l'économie est déjà suffisamment faible pour freiner la croissance des prix d'elle-même. En effet, les perspectives se dégradent rapidement dans la zone euro. Pourtant, l'inflation reste trop élevée. Les facteurs intérieurs sont désormais considérés comme les principaux moteurs de la hausse des prix. La BCE a indiqué que la hausse des coûts de main-d'œuvre était la principale raison de la révision à la hausse de ses prévisions d'inflation.

Marchés émergents

Si les banques centrales (BC) des marchés développés (MD) pourraient encore relever leurs taux, celles des marchés émergents (ME) ont déjà commencé à assouplir leurs politiques. De récents chiffres d'inflation plus élevés que prévu n'ont pas modifié cette orientation. Ils pourraient, en revanche, légèrement modifier le rythme des baisses de taux ou leurs cibles finales. Le nombre de BC baissant leurs taux devrait augmenter en septembre, la Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) et la Narodowy Bank Polski (NBP) se joignant au mouvement. Au Pérou, l'inflation réalisée et les prévisions d'inflation semblent de plus en plus favorables, ouvrant la voie à un assouplissement. Il devrait toutefois débiter à un rythme modéré, compte tenu de la menace d'El Niño, avant d'accélérer à partir de 2024. En Pologne, malgré une baisse en août (10,1% contre 10,8% en glissement annuel), l'inflation n'a pas satisfait à l'un des critères pour une baisse des taux (rythme inférieur à 10%). Toutefois, compte tenu du fort biais de la NBP pour la croissance, celle-ci a surpris les marchés avec une baisse de 75 points de base (pb) en septembre. Par ailleurs, en Asie du Sud, certaines BC sont encore en train d'affiner leur processus de normalisation (BoT) tandis que d'autres pourraient retarder l'assouplissement en raison d'une inflation plus élevée que prévu (RBI) ou de conditions financières mondiales restrictives (BI).

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



Source : Amundi Investment Institute, au 15 septembre 2023. 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.

DATES CLÉS

26 octobre
Réunion du Conseil
des gouverneurs
de la BCE

1^{er} novembre
Réunion du Comité fédéral
américain de l'open market
(FOMC)

2 novembre
Réunion du comité
de politique monétaire
de la BoE



Opportunités et risques géopolitiques en Amérique latine



Anna ROSENBERG

Responsable Géopolitique –
Amundi Investment
Institute

Les changements géopolitiques en cours devraient profiter à l'Amérique latine. L'essor probable des matières premières induit par la transition verte et la nécessité de se diversifier, la loi américaine sur la réduction de l'inflation et la signature probable de l'accord Mercosur avec l'UE vont transformer la région au cours des prochaines années. **Les États-Unis souhaitent conserver leurs liens étroits avec l'Amérique latine, tandis que la Chine entend diluer l'influence américaine** et consolider ses liens commerciaux, tout en s'assurant un accès aux ressources naturelles et aux grandes voies navigables. **L'UE souhaite également rapprocher de sa sphère d'influence les pays du Mercosur (Argentine, Brésil, Uruguay et Paraguay).** L'enjeu, ici, n'est pas seulement l'accès à des marchés de consommation ou à des matières premières. **En effet, les symboles jouent également un rôle, à mesure que les différentes puissances se disputent la suprématie en termes de réseaux d'alliances.** C'est ainsi que plusieurs pays, sensibles à la diplomatie de la Chine et qui reconnaissaient jusqu'à présent Taïwan comme un État souverain, sont revenus sur leur position (le dernier en date étant le Honduras). **La capacité à tirer le meilleur parti des opportunités créées par les intérêts internationaux constituera un défi politique.** Jusqu'à présent, la géopolitique n'était pas une priorité pour la plupart des dirigeants, confrontés à des problèmes intérieurs de développement et de sécurité. Toutefois, **le nouvel environnement exigera d'eux qu'ils trouvent un équilibre entre les intérêts des États-Unis et ceux de la Chine.** La criminalité internationale, que le nouvel environnement risque d'aggraver (notamment sous la forme d'exploitations minières illégales), constituera un défi supplémentaire. Enfin, les priorités géographiques divergentes contribueront également à compliquer la formation d'une position commune.

“L'Amérique centrale bénéficie et souffre à la fois de la proximité des États-Unis, tandis que les pays du Pacifique doivent trouver un équilibre États-Unis/Chine.”

POLITIQUE



Grand retour de la prime de risque sur la dette publique



Didier BOROWSKI

Responsable de la
Recherche sur les
politiques macro-
économiques – Amundi
Investment Institute

Le rebond des rendements des obligations d'État au cours de l'été ne semble pas lié aux anticipations de politique monétaire. Au contraire, les marchés commencent à tenir compte de la détérioration des finances publiques, notamment au cours des trois dernières années.

Les États-Unis, avec leur dette publique qui dépasse largement les 30 000 milliards de dollars, la normalisation du bilan de la Fed et la hausse des taux ont donné aux marchés de nouveaux sujets d'inquiétude **malgré la domination du dollar et le statut de valeur refuge des bons du Trésor.**

En effet, si la trajectoire actuelle se poursuit, le ratio dette/PIB atteindra 135 % d'ici 2028, et les dépenses de santé et de sécurité sociale liées au vieillissement de la population

pèseront encore plus lourd sur les finances publiques. **Un ajustement budgétaire est nécessaire, mais il est très peu probable qu'il ait lieu dans l'avenir proche.**

Certes, le poids de la dette publique n'est pas (encore) devenu insoutenable et les États-Unis disposent d'une marge de manœuvre pour augmenter les impôts. Pour autant, en l'absence de mesures correctives, **les déficits et le manque de consensus politique pourraient justifier une prime de risque plus élevée.**

À l'inverse, malgré les mauvaises performances budgétaires de plusieurs pays (France/Italie), **la zone euro affiche globalement de meilleurs résultats que les États-Unis** et son ratio dette/PIB (bien que supérieur à 60 %) est resté pratiquement stable depuis la crise financière. La politique budgétaire restant une compétence exclusive des États, la coordination et les retombées transfrontalières jouent un rôle majeur. La réforme proposée du pacte de stabilité et de croissance donnerait aux États membres une plus grande marge de manœuvre, en échange d'une plus grande responsabilité (renforcée par des sanctions).

“Il faut accorder plus d'attention à la dynamique de la dette publique qu'à la politique monétaire.”

Scénario central et scénarios alternatifs



Prob. 20%

SCÉNARIO BAISSIER La crise financière déclenche une récession mondiale

- L'aggravation de la guerre en Ukraine compromet le commerce des matières premières.
- Protectionnisme et représailles.

- L'inflation sous-jacente persistante entraîne un resserrement des conditions financières.
- Hausse plus importante que prévu des taux des BC.
- Stress financier.
- **Deux scénarios secondaires** avec des trajectoires de taux différentes :
1 - Récession modeste : les risques d'inflation peuvent encore prévaloir, et **2 - Récession forte** : fortes baisses de taux dès le S1 2024. Le second est le plus probable.

- Risque plus étendu de récession (croissance mondiale bien inférieure à 2 %).

- Report des mesures de transition climatique : de nouveaux chocs climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement.

Prob. 70%

SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale

- Ukraine-Russie : une désescalade reste probable dans les six prochains mois.
- Tensions entre les États-Unis et la Chine
- Protectionnisme et relocalisations dans des pays proches.
- L'OPEP+ impose un plancher aux prix du pétrole.

- Ralentissement progressif de l'inflation ; l'inflation sous-jacente persiste, s'approche de la cible d'ici fin 2024.
- BC des MD : statu quo, pas de baisse de taux avant juin 2024. Taux plus élevés pendant plus longtemps.
- Retour des Fed funds à 3,75 % d'ici fin 2024 (-150 pb) dans la foulée de la désinflation. BCE : pas de baisse des taux avant mi-2024.
- De nombreuses BC de ME ont atteint leur taux maximum. Baisse attendue dans certains pays (Amérique latine...).
- Politiques budgétaires très différentes d'un pays à l'autre. Resserment budgétaire dans l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, loi sur les semi-conducteurs) devrait s'estomper en 2024. Marge budgétaire limitée dans les ME sur fond de prudence. Mesures budgétaires modérées en Chine pour contenir le ralentissement.

- Le ralentissement mondial est de plus en plus synchronisé : croissance très anémique en Europe (avec des risques de récession croissants), récession superficielle aux États-Unis au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.
- Le durcissement des conditions de crédit aura un impact sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres.
- L'écart de croissance reste favorable aux ME en 2024.

- Le changement climatique entrave la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.

Prob. 10%

SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique

- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.
- Baisse des prix de l'énergie ou de l'alimentation.

- Statu quo des BC, taux directeurs plus élevés pour plus longtemps.

- En cas de forte désinflation cyclique, nous pourrions assister à un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024.
- Scénario de type FMI ou BCE.

- La politique contre le changement climatique et la transition énergétique sont des priorités, coordonnées entre régions.

Risques pesant sur le scénario central

ÉLEVÉE

PROBABILITÉ

BASSE

Impact de marché

+

-

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

Source : Amundi Investment Institute, au 31 août 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, UST : obligations du Trésor américain.

Juste valeur macro *top-down* pour le S&P 500



Lorenzo PORTELLI

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

À quoi sert le modèle ?

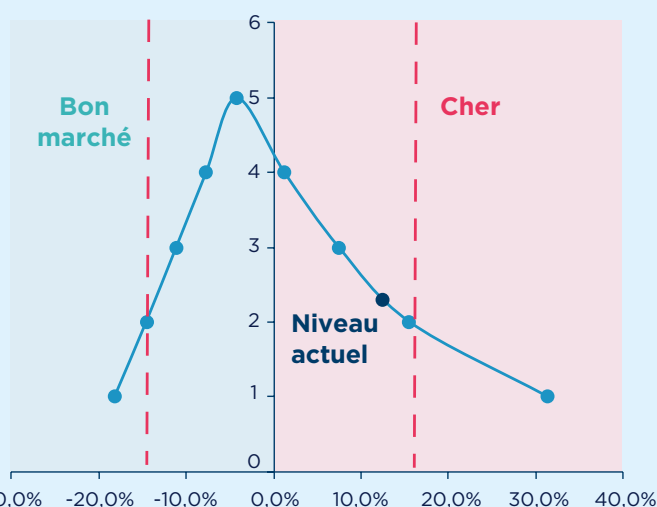
- **Le principe** : nous estimons que la trajectoire des prix du marché varie en fonction des régimes. **L'évaluation du comportement du marché est essentielle pour établir une allocation d'actifs fondée sur ces régimes**, étant donné que : 1) Les marchés peuvent prendre des décisions basées sur un processus d'actualisation des attentes (**modèle de valorisation**) ; 2) Ils s'écartent souvent de la juste valeur en raison d'**anticipations irrationnelles** ; 3) Chaque cycle présente des **caractéristiques spécifiques que les marchés intègrent généralement** en s'écartant du comportement de marché propre au régime.
- **Configuration du modèle** : à mesure que le monde se complexifie et devient plus dynamique, **le concept de retour à la moyenne risque d'être moins efficace qu'il ne l'a été dans le passé**. Selon nous, **la juste valeur dynamique et prospective**, en tant que point de convergence et d'identification de la surévaluation ou de la sous-évaluation, est plus appropriée. Ces « justes valeurs macro top-down » sont des prix théoriques pour une classe d'actifs, calculés en fonction d'un scénario attendu, basé sur des variables économiques et financières.
- **Résultats du modèle** : **l'équation d'évaluation des prix est spécifique à chaque classe d'actifs**, car chacune a ses propres sensibilités à des variables macro/financières distinctes, les justes valeurs étant le résultat de ce modèle. Les variables utilisées pour l'indice S&P500 sont les suivantes : BPA op. du S&P500, UST à 10 ans, PIB réel américain, IPC américain en glissement annuel, chômage américain et tendances des matières premières.

“Les marchés restent très complaisants vis-à-vis de la situation macro-financière et intègrent une situation plus favorable que celle prévue par notre scénario central.”

Quels sont les signaux actuels ?

- Malgré la récente correction, il semble qu'il y ait encore une surévaluation d'environ 13 %, montrant la complaisance des investisseurs.
- Même si les marchés ne semblent pas en territoire de bulle, la récente récession des bénéfices, la normalisation en cours des BPA, les taux élevés et la décélération de la croissance ne sont pas compatibles avec un S&P500 à 4400-4500.
- Le ralentissement de l'inflation et les taux de chômage historiquement bas ont soutenu l'expansion récente des multiples. Néanmoins, il est très peu probable que les marchés de l'emploi restent aussi tendus et la normalisation de l'inflation ne peut pas entièrement compenser le ralentissement de la croissance et les craintes de récession.

Distribution des valorisations du S&P 500



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au mercredi 23 août 2023. La répartition des valorisations est calculée en tenant compte des chiffres historiques de surévaluation/sous-évaluation du modèle depuis 1995. Le graphique indique les déciles de valorisation historiques et le décile actuel.

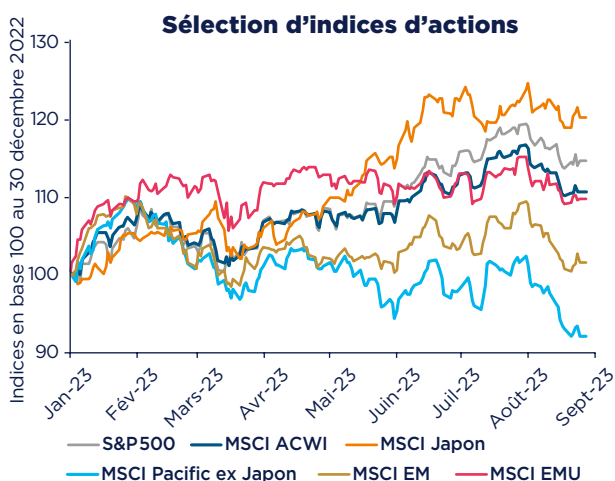


Les marchés actions en graphiques

Marchés développés

Performances régionales inégales

Le Japon est en tête cette année, suivi des États-Unis et de l'UEM. La région Pacifique hors Japon et les ME ont prolongé leur sous-performance en août.

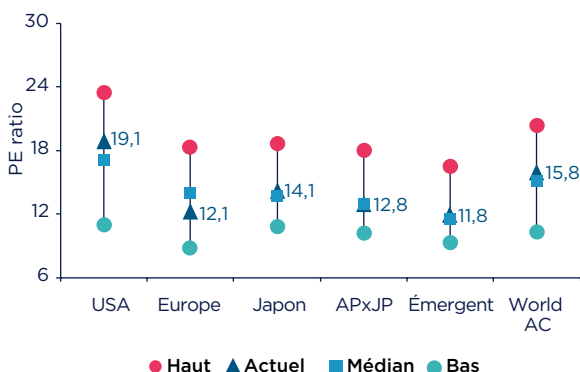


Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au lundi 28 août 2023.

Grands écarts de valorisation entre É.-U et UE

Si le MSCI US reste l'indice le plus cher, la plupart des autres régions sont proches de leurs moyennes, à l'exception notable de l'Europe.

Ratio cours/bénéfice 12M à terme depuis 12 ans



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au lundi 28 août 2023.



“Le rebond de juillet, porté par des résultats rassurants, ne s’est pas maintenu en août.”

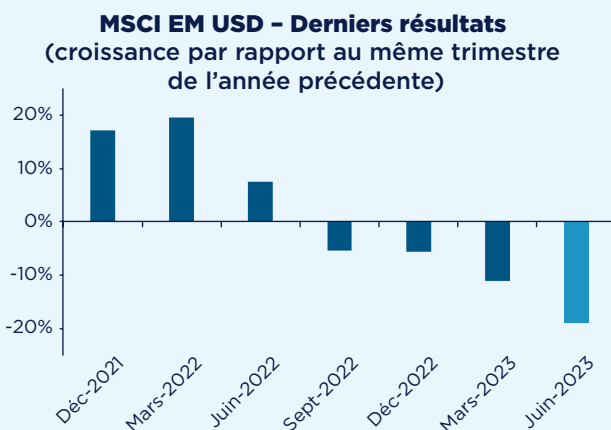
Éric MIJOT

Responsable de la Stratégie Actions, Amundi Investment Institute

Marchés émergents

T2 décevant pour le MSCI Emerging

La saison de publication du MSCI EM s’est achevée sur des résultats finaux négatifs pour le T2 2023, confirmant une dynamique de décélération.

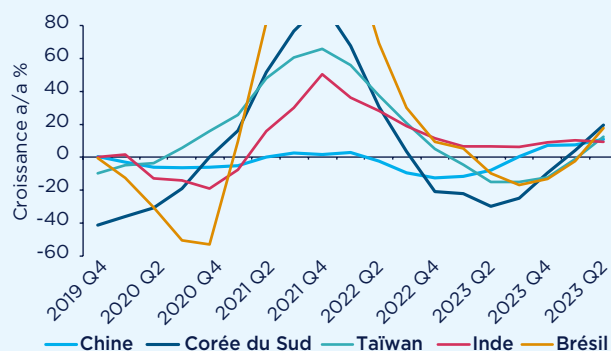


Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données à août 2023.

Amélioration des prévisions de bénéfices

Nos prévisions de léger rebond des BPA pour les 12 prochains mois sont cohérentes avec le découplage attendu de la croissance des ME par rapport aux MD.

Redressement des BPA des ME en 2023



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données à août 2023.



“Les bénéfices de la plupart des ME devraient rebondir au cours des 12 prochains mois.”

Alessia BERARDI

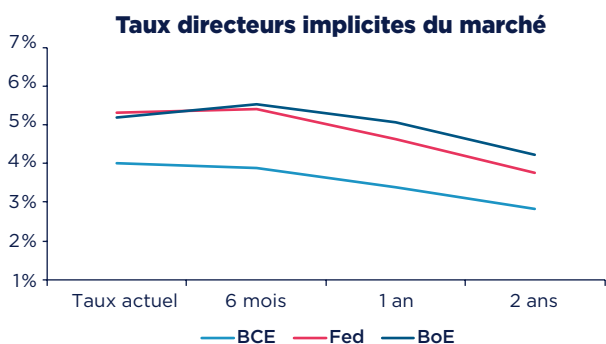
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Investment Institute

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Taux terminaux : convergence marchés/BC

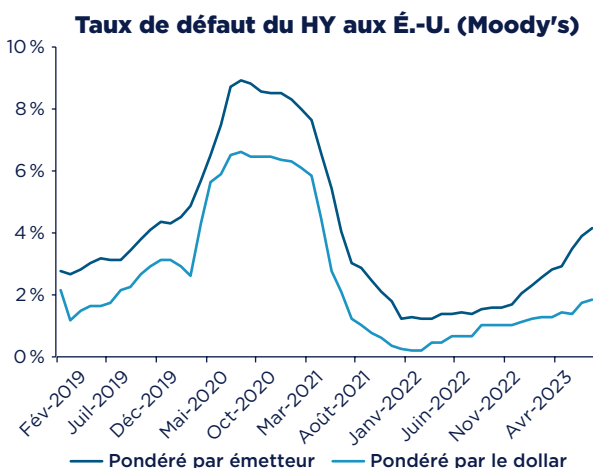
Après les dernières réunions des BC, les taux implicites des marchés se sont rapprochés des pics anticipés, en particulier le taux final de la BoE, revu en baisse de 6,5 % début juillet à 5,75 %/6,0 % aujourd'hui. Le taux terminal de la BCE est passé de 3,75 % à 4 %.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au vendredi 15 septembre 2023.

HY : hausse des défauts

Le taux de défaut du HY aux États-Unis était de 4,2 % en juillet (3,9 % en juin et 3,5 % en mai). En termes pondérés, ce taux reste faible par rapport à la moyenne historique.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au lundi 28 août 2023.



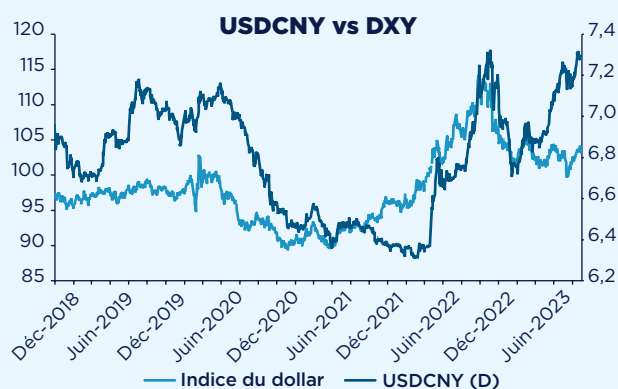
“Les taux de défaut du HY continuent d’augmenter, que ce soit en termes pondérés par émetteurs ou en valeur.”

Valentine AINOUCZ
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Changes : pessimisme sur la Chine

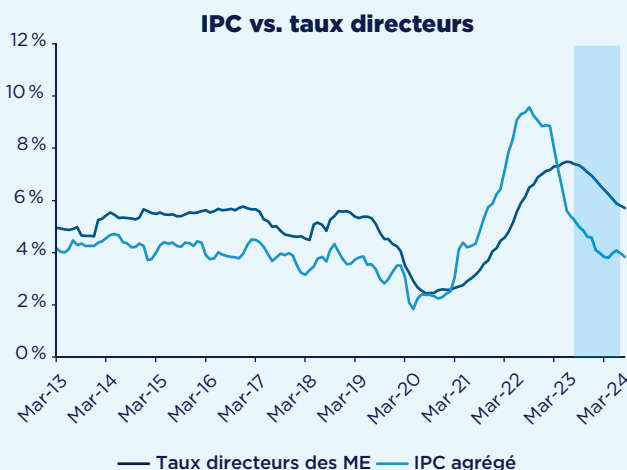
Les marchés ont exprimé leur opinion négative sur la Chine via, notamment, des positions vendeuses sur le CNY, qui a généré un portage positif et qui s'est déprécié de 7 % depuis février.



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

Baisse des rendements de la dette ME en DL

L'inflation a atteint son pic dans les ME au T4 2022 et les taux sont désormais au plus haut. Ces deux effets vont favoriser la baisse des rendements dans les mois à venir.

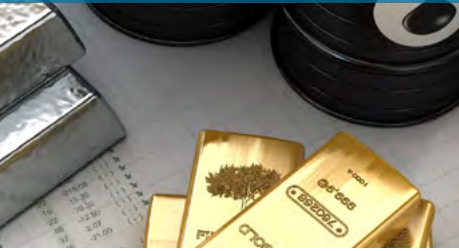


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, CEIC. Données à août 2023.

“L’IPC et les taux directeurs ont atteint leur pic, ce qui favorisera une baisse des rendements dans les ME.”



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



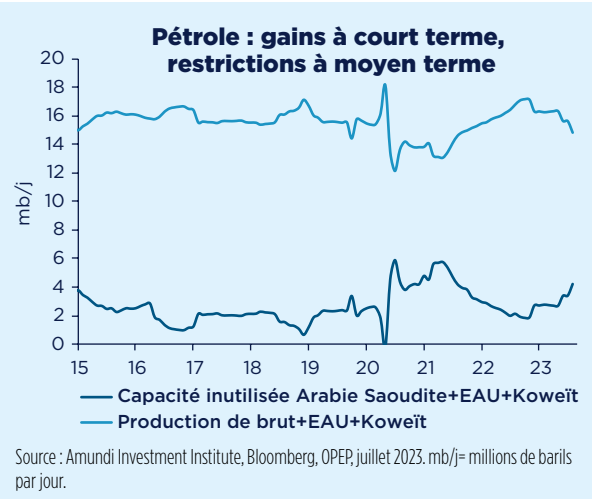
Tensions en vue pour le pétrole



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

“Modest deficit in 2023, less discipline from OPEC+ in 2024.”

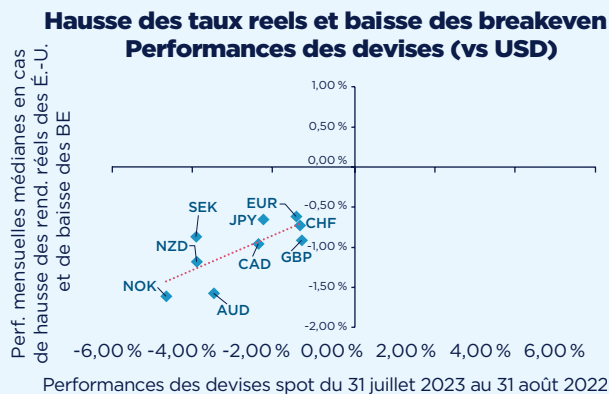
Les promesses de réduction de la production de l'OPEP+ commencent à porter leurs fruits et les volumes actuellement en transit montrent qu'un nouvel effort de restriction de l'offre est en cours. En parallèle, la demande résiste, même si le risque est baissier, lié notamment en Chine qui représente la moitié des projections de croissance. Nous prévoyons donc un léger déficit de 0,5/1mbj d'ici fin 2023, dont témoigne l'épuisement des stocks de brut, l'aggravation du déport et l'intensification des pressions sur le raffinage (les réductions disproportionnées de l'OPEP+ réduisant l'offre de brut MTS). Une détente entre les États-Unis et l'Iran et/ou le Venezuela pourrait effacer une prime de 5 dollars /baril dans un contexte de soutien tactique limité. Nous voyons les prix du Brent s'ancrer dans notre fourchette cible de 85 à 90 \$/b et terminer l'année 2023 plus près de la limite haute de cette fourchette. La volatilité devrait augmenter en 2024, dans une fourchette similaire, à mesure que l'OPEP s'efforcera de libérer ses capacités inutilisées, qui ne cessent de croître.



DEVISES

La Fed et le manque de symétrie sur le marché des changes

Depuis juillet, l'économie américaine surprend par son dynamisme, notamment par rapport aux autres régions. En effet, outre la situation en Chine, la faible dynamique économique de l'Europe devient préoccupante. Les rendements réels américains ont de ce fait augmenté, mettant en évidence les risques d'une nouvelle hausse de l'USD à court terme. Toutefois, compte tenu des progrès de la désinflation, de la contraction de la consommation et de nos prévisions pour les États-Unis au S1 2024, cette exceptionnalité américaine pourrait ne pas durer. Un changement de



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données à août 2023.

cap imminent de la Fed et l'évolution structurelle du marché obligataire mondial (où le pourcentage de dettes à rendement négatif a chuté) pourraient bientôt entraîner un comportement de marché asymétrique, où la sensibilité des devises à l'actualité américaine sera bien plus élevée que la sensibilité aux données provenant de l'étranger. Malgré le manque de visibilité, nous considérons cela comme un facteur défavorable pour l'USD.



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

“L'approche du changement de cap de la Fed et l'évolution structurelle du marché obligataire mondial pourraient bientôt entraîner un comportement asymétrique.”

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 15 septembre 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 : vendredi 15 septembre 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 GPO4000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Narvikk.

Contributeurs Amundi Investment Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BERARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,

Spécialiste Édition & Publication