



Septembre
2023

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

THÈME DU MOIS

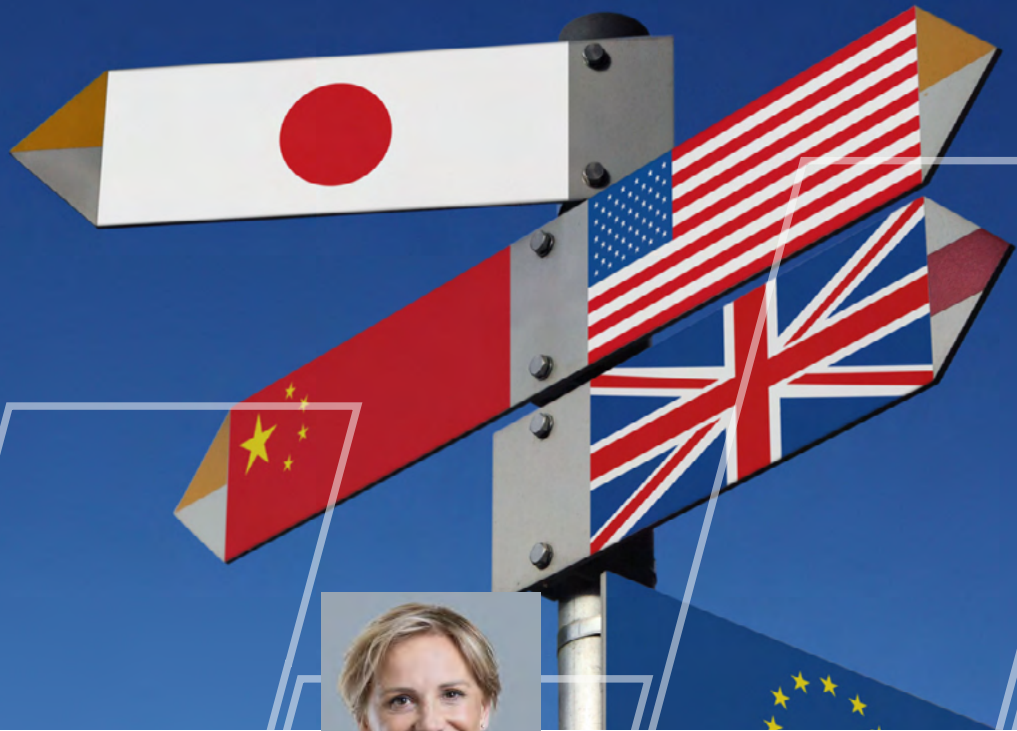
La zone euro à l'épreuve d'un environnement budgétaire et monétaire moins favorable

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Divergences persistantes : résilience des États-Unis, faiblesse de la Chine

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Investment Institute

“ Au vu de la dégradation de la croissance chinoise, des risques de récession aux États-Unis et de la faible croissance en Europe, la BCE et la Fed resteront dépendantes des données dans la dernière étape de leur lutte pour maîtriser l’inflation. ”



Vincent MORTIER

CIO Groupe



Matteo GERMANO

CIO Adjoint Groupe

“ L’asymétrie du couple risque/rendement actuel ne justifie pas la prise de plus de risque. Au contraire, mieux vaut rester équilibré et attentif à tout signal confirmant la trajectoire de l’économie. ”

“ Parmi les marchés émergents, ceux moins exposés au ralentissement des États-Unis et de la Chine, comme l’Inde, ont l’avantage. Cette fragmentation devrait créer des opportunités pour les investisseurs. ”



Septembre 2023

Sommaire



THÈME DU MOIS

4

La zone euro à l'épreuve d'un contexte monétaire et budgétaire moins favorable

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

Divergences persistantes : résilience des États-Unis, faiblesse de la Chine

Trois questions d'actualité

20

Allocation d'actifs Amundi

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

25



La zone euro à l'épreuve d'un environnement budgétaire et monétaire moins favorable

PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS : La diminution importante du soutien budgétaire devrait freiner la demande intérieure tandis que les taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps rendront la politique monétaire encore plus restrictive.



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie -
Amundi Investment Institute

L'économie de la zone euro a stagné au cours des trois derniers trimestres, malgré une croissance légèrement positive au T2 tirée par les bons chiffres de quelques petits pays. Les économies davantage orientées vers les services, comme celles de la France et de l'Espagne, s'en sortent mieux que celles de l'Allemagne et de l'Italie, qui dépendent davantage de l'industrie et de l'export. Néanmoins, les enquêtes de conjoncture et les indicateurs avancés signalent qu'il est peu probable que le secteur des services résiste longtemps. Les PMI préliminaires annoncent la propagation de la faiblesse de la demande aux services, bien qu'à ce stade l'activité stagne plutôt qu'elle ne se contracte. Les indicateurs prospectifs de l'emploi - salaires proposés aux nouveaux embauchés - suggèrent également une modération de la vigueur du marché du travail. L'emploi reste néanmoins solide et devrait soutenir la demande à court terme.

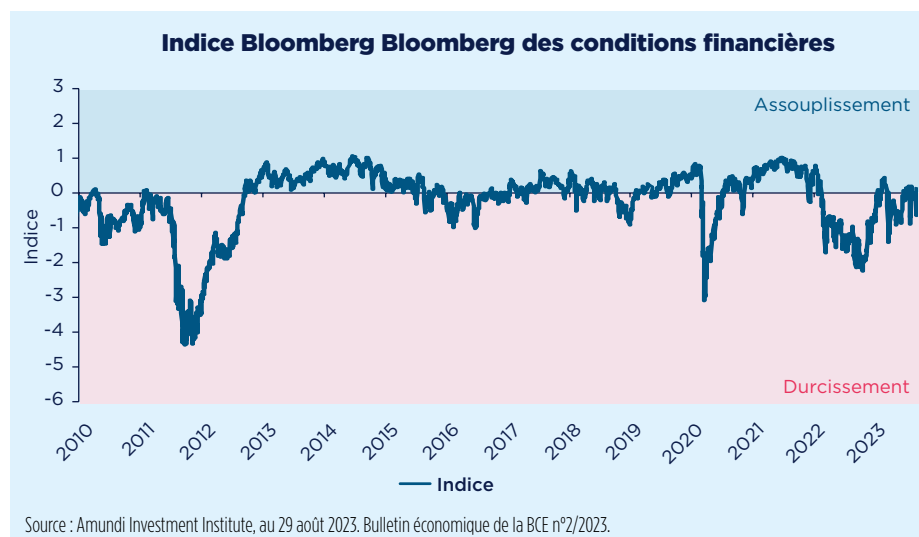


Annalisa USARDI, CFA
Économiste senior -
Amundi Investment Institute

1. La demande intérieure, déjà faible, sera freinée davantage par l'orientation des politiques macroéconomiques en Europe

En 2022 et 2023, les mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie représentaient environ 2 % du PIB (estimations de la BCE). L'année prochaine, nous nous attendons à ce qu'elles soient réduites, ce qui, ajouté au retour des règles budgétaires, devrait ramener le soutien budgétaire cumulé à une moyenne de moins de 1 % du PIB dans la zone euro (estimations de la BCE*).

De plus, comme la BCE ne devrait pas atteindre sa cible d'inflation avant 2025, il est probable que la politique monétaire restera restrictive pendant la majeure partie de 2024. La consommation a été soutenue par la vigueur du marché du travail, mais le dynamisme récent de la croissance des salaires nominaux n'a pas suffi à compenser le recul de la rémunération réelle depuis 2021. La croissance des salaires étant appelée à se modérer et les surplus d'épargne à diminuer en parallèle du resserrement des conditions de crédit, la consommation restera faible et ne constituera pas une source de croissance de la demande privée.





“Aucun des facteurs qui ont soutenu la demande cette année ne sera aussi favorable l’an prochain.”

De plus, l’investissement devrait également ralentir en raison de l’affaiblissement de la demande, de l’augmentation du coût du capital et du resserrement des conditions de crédit. L’augmentation de l’aide de l’UE à la transition verte et les fonds NGEU apporteront un soutien, mais peu significatif à court terme. La demande extérieure exacerbera la faiblesse intérieure, du fait du ralentissement de la croissance mondiale. La croissance du commerce mondial devrait continuer à s’affaiblir et passer en dessous de 1,4 % en glissement annuel au T4 après une année 2022 globalement étale, avant de se redresser légèrement pour atteindre 2,6 % au T4 2024, restant toutefois inférieur à sa moyenne de plus de 3,5 % depuis le début des années 2000. L’inflation globale a diminué grâce à des effets de base, mais, avec la récente remontée des prix du pétrole, ce ralentissement devrait se modérer pour le restant de l’année. L’inflation sous-jacente restera élevée, proche de 4,5% au T4. L’inflation des services, en particulier, se maintiendra très au-dessus de la cible de la BCE.

2. Réduction des écarts de croissance entre pays de la zone euro à mesure que les politiques de soutien s’estompent

Au cours de la reprise actuelle, la demande intérieure des quatre plus grands pays de la zone a évolué de manière distincte, mais comme les facteurs spécifiques à chaque pays devraient s’effacer et que le resserrement des politiques s’uniformise, ces écarts devraient se réduire. Les économies convergeront vers un profil de croissance trimestrielle faible et inférieure à la moyenne, le rythme annuel tombant sous 1 % en 2024, avec des risques baissiers plus prononcés dans certains pays. Au niveau national, nous nous attendons à ce que l’Allemagne réalise la performance la plus faible des quatre plus grands pays. L’Allemagne, comme l’Europe en général, sera affectée par le ralentissement de l’activité en Chine (deuxième destinataire des exportations allemandes et fournisseur clé du secteur manufacturier allemand). De plus, l’Allemagne doit aussi relever le défi de sa dépendance énergétique. Parmi les autres grands pays, l’Italie a bénéficié d’incitations publiques à l’investissement, d’une reprise des exportations et de la résilience de la consommation soutenue par un taux de chômage au plus bas des dix dernières années. Toutefois, le resserrement budgétaire et monétaire et la baisse de la demande extérieure, en provenance de la zone euro comme de l’extérieur, entraîneront un tassement significatif de la croissance. La France affichera également une croissance inférieure à la tendance en raison d’un affaiblissement de la demande extérieure, mais nous pensons que l’inflation restera sous contrôle et que la récession sera évitée en 2024. L’Espagne reste celui des quatre grands pays de la zone euro qui tarde le plus à rattraper ses niveaux d’avant la pandémie. Nous anticipons un profil de croissance trimestrielle plus dynamique que celui de ses pairs pour le reste de l’année, mais un environnement plus difficile l’année prochaine en raison du resserrement des conditions financières et de la suppression des mesures de soutien en matière d’énergie.



Valentine AINOUC
Responsable de
la Stratégie Taux -
Amundi Investment Institute

La BCE devrait rester restrictive

Nous nous attendons à ce que la BCE maintienne une attitude restrictive. La BCE est confrontée à un dilemme opposant inflation et croissance. Il s’agit de déterminer si (1) l’inflation est encore trop élevée pour risquer d’interrompre le resserrement ou si (2) l’économie est déjà suffisamment faible pour freiner d’elle-même la croissance des prix.

En effet, les perspectives se détériorent rapidement dans la zone euro, les conditions de crédit se resserrant et l’inflation élevée continuant à peser sur la demande. Toutefois, la lutte contre l’inflation n’est pas encore terminée. Celle-ci a reculé par rapport à son pic, mais reste trop élevée, même si ses déterminants sont en train de changer. Les sources externes de l’inflation se relâchent, les facteurs internes étant à présent les principaux moteurs.

La BCE surveille de près la hausse des salaires et le niveau des marges bénéficiaires. Elle a indiqué que la hausse des coûts de la main-d’œuvre était le principal facteur à l’origine de la révision à la hausse de ses prévisions d’inflation.



**MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE
ET STRATÉGIE**

par l'Amundi Investment Institute



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.

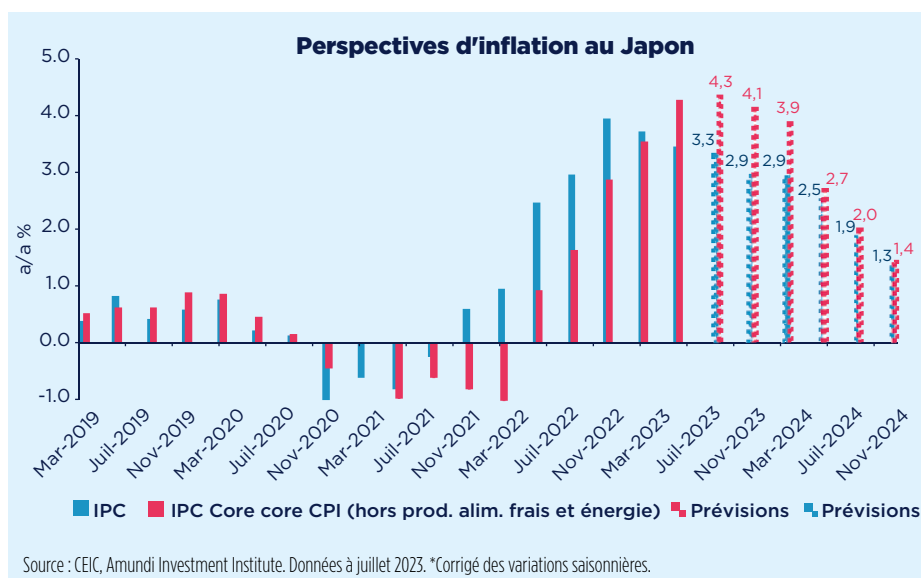
Pour autant, les divergences sectorielles demeurent et nous ne modifions donc pas le profil de croissance attendu pour les prochains trimestres. **La modeste croissance de la consommation ne suffit pas à compenser la contraction des exportations, ce qui entraînera un léger ralentissement économique au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



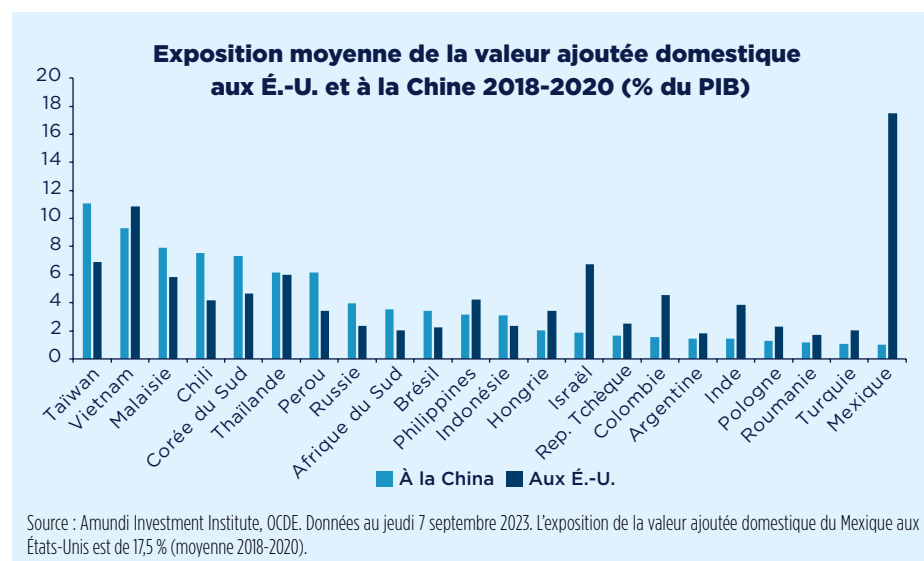
Alessia BERARDI

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

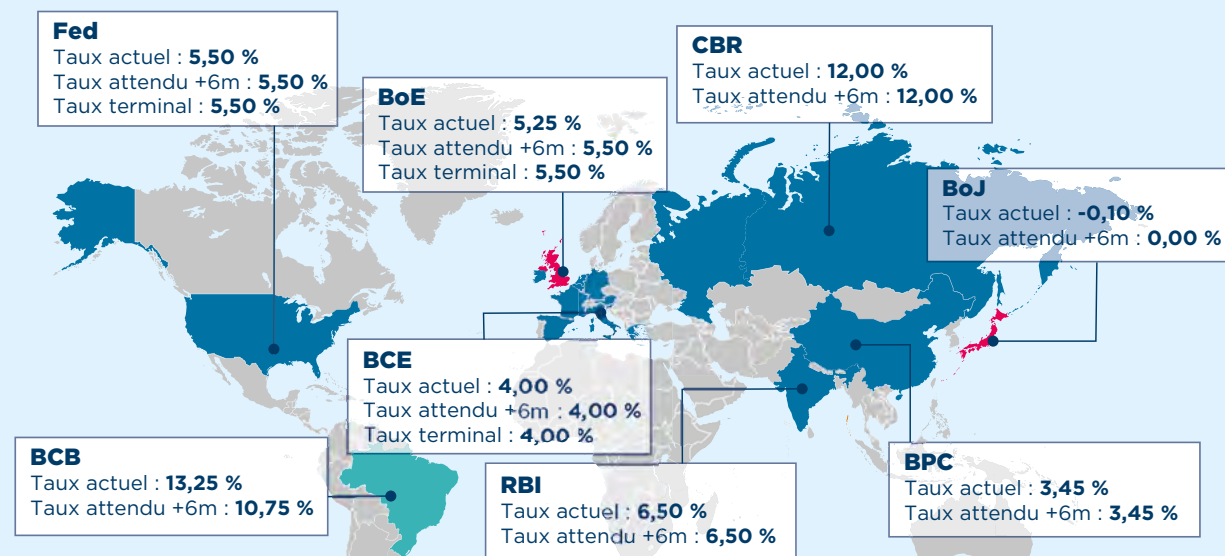
Nous anticipons une pause lors de la prochaine réunion du FOMC. Toutefois, la Fed pourrait encore durcir sa politique monétaire s'il apparaît que (1) la croissance se maintient à un rythme supérieur à la tendance, alimentant ainsi l'inflation, ou que (2) la baisse des tensions sur le marché de l'emploi 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 reconnaissent 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.

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. Resserrement 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.

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.

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

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 ?

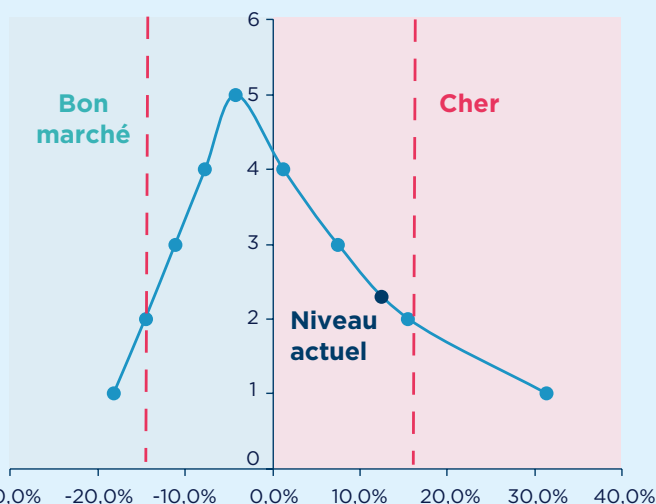
- **Le principe** : nous estimons que la trajectoire des prix du marché varie en fonction des régimes. **L'évaluation du comportement du marché est essentielle pour établir une allocation d'actifs fondée sur ces régimes**, étant donné que : 1) Les marchés peuvent prendre des décisions basées sur un processus 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.

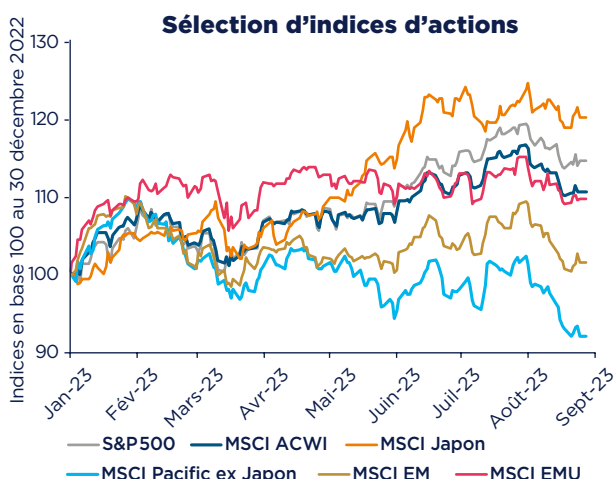


Les marchés actions en graphiques

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.

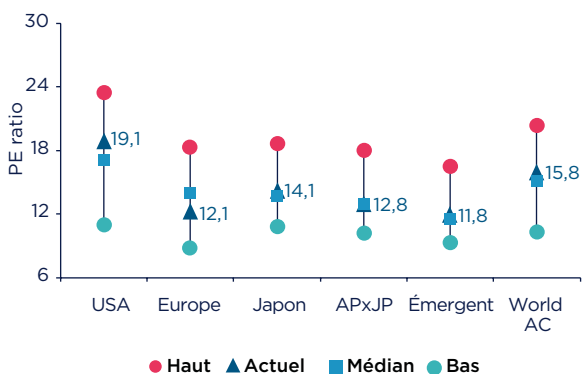


Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au lundi 28 août 2023.

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.”

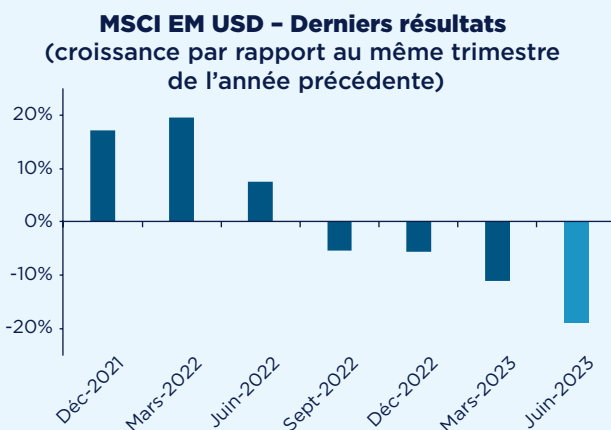
Éric MIJOT

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.

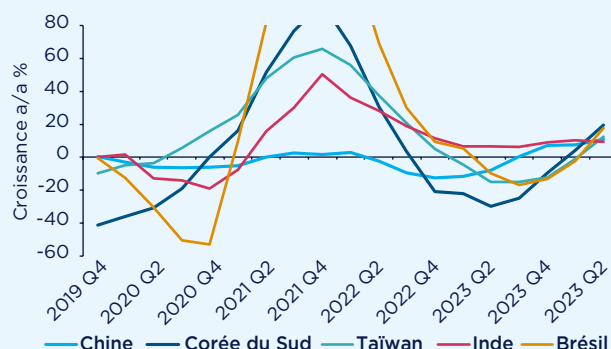


Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données à août 2023.

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

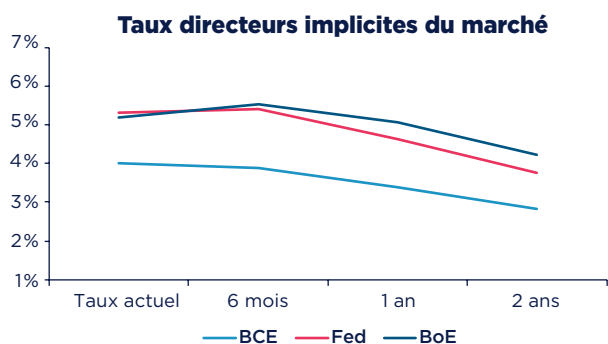
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Investment Institute

Les marchés obligataires en graphiques

Marchés développés

Taux terminaux : convergence marchés/BC

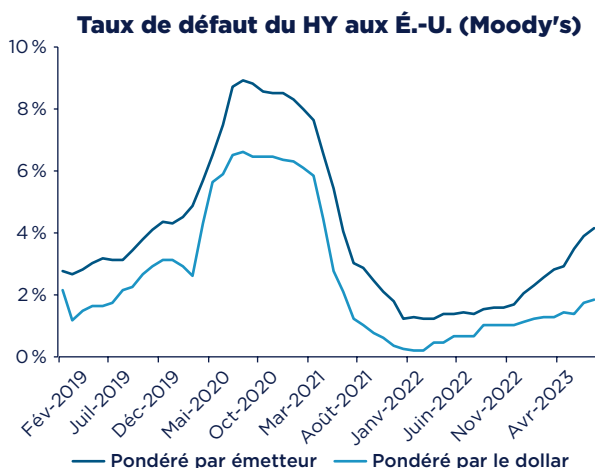
Après les dernières réunions des BC, les taux implicites des marchés se sont rapprochés des pics anticipés, en particulier le taux final de la BoE, revu en baisse de 6,5 % début juillet à 5,75 %/6,0 % aujourd'hui. Le taux terminal de la BCE est passé de 3,75 % à 4 %.



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.



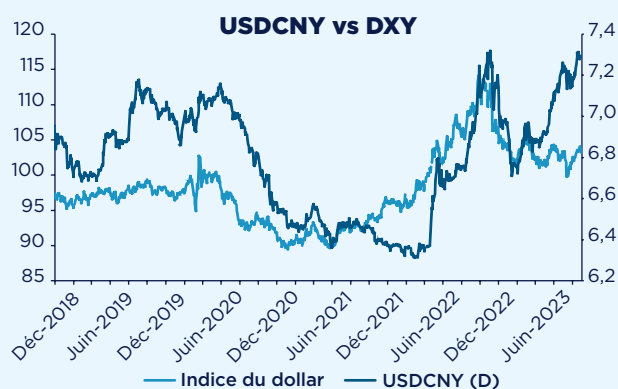
“Les taux de défaut du HY continuent d’augmenter, que ce soit en termes pondérés par émetteurs ou en valeur.”

Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux
- Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Changes : pessimisme sur la Chine

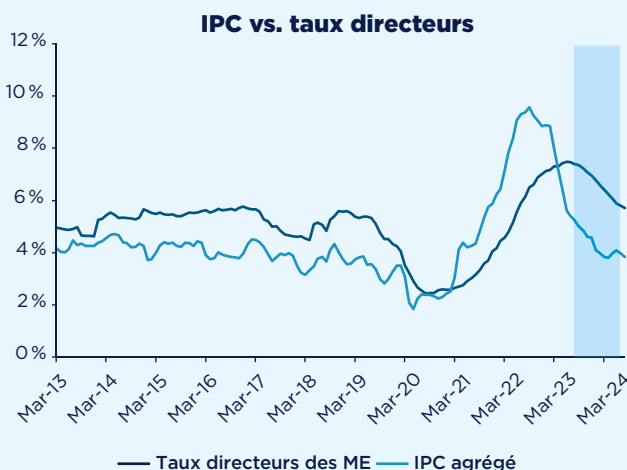
Les marchés ont exprimé leur opinion négative sur la Chine via, notamment, des positions vendeuses sur le CNY, qui a généré un portage positif et qui s'est déprécié de 7 % depuis février.



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.

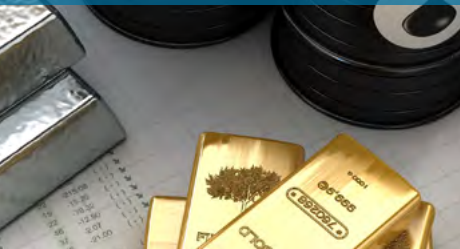


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, CEIC. Données à août 2023.



“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



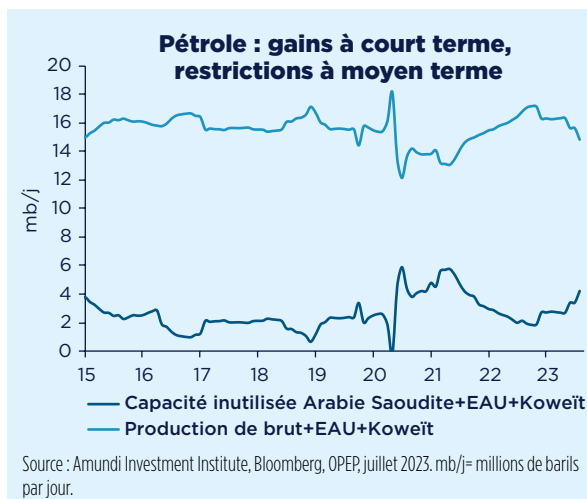
Tensions en vue pour le pétrole



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

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

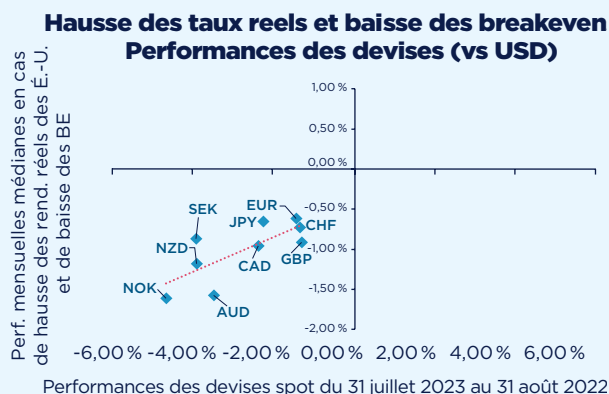
Les promesses de réduction de la production de l'OPEP+ commencent à porter leurs fruits et les volumes actuellement en transit montrent qu'un nouvel effort de restriction de l'offre est en cours. En parallèle, la demande résiste, même si le risque est baissier, lié notamment en Chine qui représente la 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.”



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



Divergences persistantes : résilience des États-Unis, faiblesse de la Chine



Vincent MORTIER
CIO Groupe

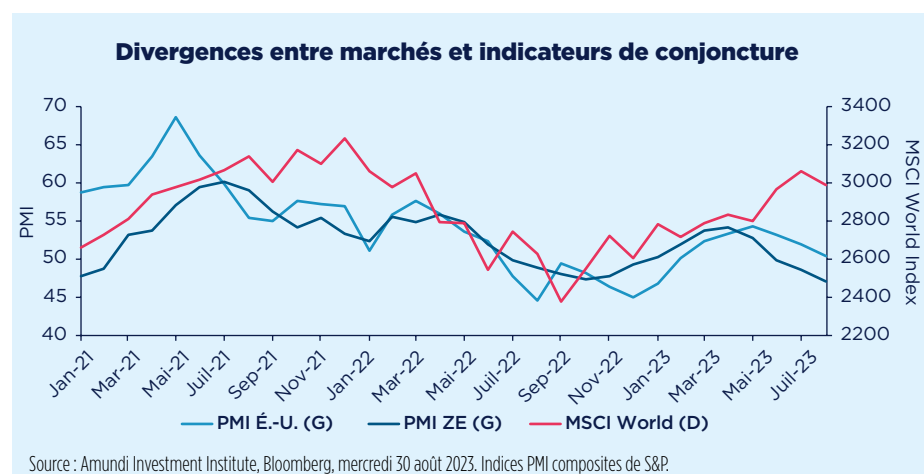


Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

Les actifs risqués, après avoir cédé une partie de leurs gains, ont clôturé le mois d'août à l'équilibre, tandis que les rendements des obligations américaines à 10 ans ont atteint leur plus haut niveau en 15 ans. L'économie américaine, soutenue par des incitations budgétaires et la vigueur de l'investissements des entreprises, s'est montrée résiliente. Toutefois, la confiance du marché a été ébranlée par le ralentissement de la dynamique en Chine, pays pour lequel nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance, ramenées de 5,1 % à 4,9 % pour 2023.

À noter également que les indicateurs de conjoncture aux États-Unis et en Europe annoncent une décélération imminente. Tout cela se traduit par une baisse de la visibilité à l'approche de l'automne. Nous voyons les facteurs suivants déterminer la conjoncture économique mondiale :

- **Malgré une révision à la hausse de nos prévisions de croissance 2023 aux États-Unis**, de 1,6 % à 2,1 %, nous pensons toujours qu'une récession (légère) à partir du premier trimestre est possible, en raison de l'effet différé du resserrement des conditions financières et de l'épuisement des surplus d'épargne. Toutefois, l'investissement des entreprises pourrait remettre en question notre scénario de ralentissement de la demande intérieure.
- **Taux finaux et dynamique de l'inflation**. Nous percevons un risque haussier sur notre prévision de taux final à 5,5 % pour la Fed et il faudra plus de clarté sur les perspectives de l'inflation des services et de l'inflation sous-jacente pour pouvoir confirmer une trajectoire descendante.
- **Croissance atone en Europe**. La récession pourrait être évitée au niveau régional cette année, mais des divergences entre pays sont probables : politiques restrictives, moindre soutien budgétaire, fléchissement de la demande.
- **Transition de la Chine vers un modèle de croissance plus lente et durable**. Le gouvernement est prêt à accepter des difficultés économiques à court terme en vue d'assurer une meilleure qualité de la croissance à long terme. Ceci affectera l'Europe et d'autres pays émergents.





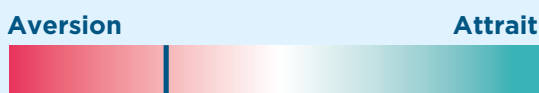
“Nous restons méfiants à l’égard des valorisations exagérées. En effet, la tendance haussière des actifs risqués est due au rattrapage des retardataires plutôt qu’à une amélioration significative des perspectives de résultats.”

Les investisseurs pourront s’intéresser aux actifs suivants, en restant vigilants :

- **Gestion cross asset.** Les incertitudes sur les bénéfices et le contexte économique incitent toujours à la prudence sur les actions américaines et européennes, mais nous sommes optimistes sur les pays émergents. Dans l’univers obligataire, la hausse des rendements nous permet de rester positifs sur la durée aux États-Unis, avec une certaine protection, mais nous sommes toujours défensifs sur le HY américain dont les valorisations sont tendues. Cependant, nous voyons favorablement les dettes en devises locales de certains pays émergents et sommes légèrement plus positifs sur les obligations brésiliennes après la récente baisse des taux dans ce pays. Ceci pourrait également servir de diversification compte tenu de notre opinion de plus en plus constructive sur le BRL/USD. De manière générale, mieux vaut maintenir des couvertures sur les actions et conserver une position positive sur l’or, malgré son potentiel haussier limité.
- **Obligations.** La dynamique de la liquidité tend à changer, la Fed étant passée du QE (assouplissement quantitatif) à un QT modéré (resserrement quantitatif) alors que les émissions des États sont importantes. Ce décalage offre/demande affecte les marchés, les rendements oscillant en fonction des chiffres économiques, des politiques monétaires et de la dette publique. Nous restons actifs sur la durée avec une vue légèrement positive sur les États-Unis et proche de la neutralité/légèrement prudente sur l’Europe. Concernant le crédit, nous sommes défensifs sur le HY, mais distinguons entre les titres de qualité élevée et ceux de qualité médiocre. En revanche, nous apprécions les émetteurs IG qui disposent de réserves de capital et de flux de trésorerie suffisants.
- **Les actions américaines et européennes affichent des valorisations élevées malgré le récent repli.** Le risque est asymétrique, car le potentiel haussier est désormais limité, la plupart des bonnes nouvelles (atterrissage en douceur) étant déjà intégrées dans les prix. Si notre scénario de récession modérée se réalise, les actions pourraient en pâtir, notamment les grandes capitalisations américaines, les valeurs de croissance et les valeurs technologiques. En revanche, nous apprécions les secteurs et entreprises dont le potentiel haussier est davantage lié à la croissance des bénéfices qu’à l’expansion des multiples. Nous favorisons les segments value et qualité du marché, mais restons sélectifs.
- **Les pays émergents offrent des opportunités, notamment en Amérique latine et en Asie.** Si certains marchés pourraient être affectés par le ralentissement de la Chine, il faut s’intéresser à des pays tels que le Brésil, l’Inde et l’Indonésie. La dette en devises fortes offre un portage élevé et le HY pourrait rebondir. Nous apprécions également la dette en devises locales et conservons une vue positive sur les exportateurs d’Amérique latine. Nous passons cependant à neutre sur les actions chinoises, mais apprécions l’Inde et sommes plus positifs sur le Brésil. De manière générale, il est important de privilégier une démarche bottom-up.



Sentiment de risque global



Les valorisations tendues des actifs risqués (malgré le récent repli) et la faible visibilité sur les bénéfices et les politiques monétaires nous incitent à rester défensifs.

Changements du mois :

- Gestion cross asset : plus positifs sur la dette ME en devise locale et le BRL. Maintien, avec protection, d’une position constructive sur la durée aux États-Unis.
- Obligations : position presque neutre sur la durée de l’UE.
- Actions : passage à neutre sur la Chine ; position plus positive sur le Brésil.

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 lors du comité d’investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.



1. La croissance américaine surprend à la hausse cette année. Pensez-vous que cela va continuer ? qu'en est-il de l'Europe ?

Nous avons relevé nos prévisions de croissance économique aux États-Unis pour cette année de 1,6 % à 2,1 %, les incitations budgétaires jouant en faveur d'investissements plus importants dans certains secteurs. Toutefois, nous continuons d'anticiper une récession à partir du T1 de l'année prochaine, avec un début de ralentissement au T4 2023. Les risques de récession ont augmenté dans la zone euro et nous tablons sur une croissance trimestrielle faible au S2 2023 et début 2024. La région devrait échapper à la récession, mais ce ne sera pas forcément le cas pour tous les pays.

Conséquences en matière d'investissement

- Légèrement positif/proche de la neutralité sur les UST ; neutre sur les taux en euros.
- Prudence sur le HY aux États-Unis.

2. Comment envisagez-vous l'évolution de l'activité économique en Chine cette année et au-delà ?

Nous avons légèrement revu à la baisse nos prévisions de croissance économique pour la Chine cette année. Surtout, nous avons abaissé nos prévisions pour 2024 et 2025 de 4,7 % et 3,9 % à 3,7 % et 3,4 % respectivement. Cela reflète une transition économique plus rapide vers une croissance plus faible et plus durable. S'ajoutant au ralentissement de la construction, la décélération du secteur des services est préoccupante. De plus, le seuil de tolérance des décideurs politiques est devenu incertain et il ne semble pas qu'une croissance de 3 à 4 % déclenche une réaction plus vigoureuse.

Conséquences en matière d'investissement

- Actions chinoises : Abaissement à neutre.
- Pétrole : Prix du Brent ancré dans une fourchette cible de 85 à 90 dollars par baril.

3. Quels sont les principaux enseignements de la dernière saison de publication des résultats ?

La croissance des BPA a été négative au T2, mais tout de même meilleure que prévu, tant aux États-Unis (-3,4 % contre -5,7 %, en glissement annuel, attendu début juillet) que dans l'UE (-5 % contre -7,4 %). Les États-Unis se sont un peu mieux comportés que l'Europe, pour la première fois au cours du présent cycle, en partie grâce au contexte économique et à la faiblesse du dollar, positive pour les bénéfices internationaux des entreprises américaines. En fait, si l'on exclut le secteur de l'énergie, la croissance des BPA aux États-Unis a été positive, à 3 %, et le secteur de la consommation discrétionnaire a été la plus grande surprise, avec une croissance des bénéfices de 53,6 %.

Conséquences en matière d'investissement

- Préférence pour les actions japonaises plutôt qu'américaines (qui intègrent un scénario trop optimiste).
- Neutralité en Europe. Concernant les secteurs, nous maintenons l'équilibre entre valeurs cycliques et défensives.

“Au vu de la dégradation de la croissance chinoise, des risques de récession aux États-Unis et de la faible croissance en Europe, la BCE et la Fed resteront dépendantes des données dans la dernière étape de leur lutte pour maîtriser l'inflation.”



Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Investment Institute

Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-		Les actions ont récemment cédé une partie de leurs gains, mais les valorisations restent élevées et les prévisions de bénéfices trop optimistes. Les pressions sur la consommation et le resserrement des conditions financières pourraient se répercuter sur les bénéfices. Nous restons prudents.
	Actions US value	+		Les valorisations sont favorables et la rotation à long terme vers le value se poursuit alors que les rendements remontent. Nous combinons le style value avec notre préférence pour les entreprises de qualité affichant un bon potentiel de bénéfices suffisant. Nous apprécions les grandes capitalisations bancaires, car nous pensons qu'au fil des cycles leur cyclicité diminuera et leur durabilité s'améliorera.
	Actions US croissance	--		La surévaluation des titres de croissance, ainsi que nos inquiétudes quant à l'évolution de la liquidité, nous incite à la prudence vis-à-vis de ce segment. Tout nouveau resserrement des conditions financières pourrait peser sur la confiance des investisseurs.
	Europe	-/=		Le ralentissement mondial pourrait avoir des répercussions sur les marchés européens, plus cycliques. Les indicateurs sont peu encourageants. Même sans attendre de récession, nous restons prudents., Préférence pour les banques et les entreprises solides (capables de maintenir marges et prix).
	Japon	=		Les actions japonaises bénéficient de l'amélioration de l'activité intérieure et de la sortie du pays de la déflation. Nous apprécions les titres value, mais restons globalement neutres dans un contexte économique mondial morose.
	Chine	=	▼	La transition vers un modèle de croissance moins élevé et plus durable implique des ajustements à court terme. Les signes de faiblesse s'accroissent dans l'immobilier, la construction et les services. Nous restons proches de la neutralité et évaluons la possibilité de mesures publiques de soutien.
	Marchés émergents hors Chine	=/+		Malgré la vigueur d'ensemble de la consommation intérieure et des exportations, les divergences entre régions imposent d'être sélectif. Nous sommes positifs sur certains pays d'Asie (Inde : vigueur de la consommation et bonne exposition au chaînes de valeur), d'Amérique latine (Brésil : valorisations attractives) et d'Europe de l'Est.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		La hausse des rendements, ainsi que notre scénario de légère récession, nous incite à rester constructifs sur la durée. Toutefois, nous sommes très actifs au vu de l'inflation est toujours trop élevée, des dernières déclarations de la Fed et des inquiétudes quant à la hausse des émissions.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Nous privilégions les entreprises de qualité, aux flux de trésorerie stables et capables de s'adapter à l'environnement actuel. Nous apprécions les valeurs financières et voyons des opportunités à considérer avec sélectivité. De manière générale, nous maintenons notre biais pour les titres de qualité.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les valorisations du HY sont élevées et ne sont pas cohérentes avec nos perspectives en matière de bénéfices et de conjoncture économique. Ce segment est exposé aux risques de crédit et de liquidité et le potentiel de hausse, s'il existe, ne compense pas le risque. Nous restons prudents.
	Govies Europe	=		Même sans récession en Europe, la croissance risque d'être faible et marquée par des divergences entre pays. Nous restons proches de la neutralité, mais pensons qu'il faut gérer les positions de manière tactique afin de s'adapter à l'action de la BCE et à l'évolution de l'inflation. Concernant la dette périphérique, nous restons globalement neutres, avec une position légèrement positive sur l'Italie.
	Obligations d'entreprises euro IG	=/+		Nous sommes légèrement positifs sur l'IG, en raison de la capacité des entreprises de cette catégorie à générer des flux de trésorerie stables. Nous voyons notamment d'un bon œil les entreprises qui disposent de réserves de capital suffisantes ainsi que les entreprises du secteur financier.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Les inquiétudes autour du HY persistent (faible croissance), mais il faut distinguer entre les titres de meilleure qualité et ceux moins bien notés, qui seront davantage touchés par le resserrement des conditions financières, le ralentissement économique et les éventuels problèmes de liquidités.
	Govies Chine	=		La diversification reste un atout clé des obligations chinoises, mais nous restons vigilants quant à l'évolution de l'économie et aux effets des mesures de soutien budgétaire et monétaire.
	Dette émergente en devise forte	=/+		Nous sommes positifs à moyen terme sur la dette des pays émergents en devises fortes, qui offre un portage intéressant. Compte tenu de niveaux de spread attractifs, nous préférons le HY à l'IG. Nous maintenons notre position sélective, privilégiant les pays dont les finances publiques sont saines.
	Dette émergente en devise locale	+		Une croissance économique vigoureuse et l'inflation maîtrisée constituent une toile de fond positive pour la dette en devise locale. Notre biais pour l'Amérique latine se voit renforcé par les récentes baisses de taux directeurs dans la région. Nous restons vigilants quant aux risques géopolitiques.
AUTRES	Matières premières			Les prix des métaux de base subissent l'effet du ralentissement chinois et du commerce mondial. Cependant, compte tenu des valorisations, le risque baissier semble limité. Les prix de l'or sont tirés par les taux réels et le potentiel de hausse est limité, vu notre prévision de récession modérée.
	Marché des changes			Depuis juillet, l'économie américaine a surpris à la hausse, ce qui a stimulé le dollar. Toutefois, la fin du cycle de hausse des taux de la Fed et la désinflation annoncent un affaiblissement de l'USD.



Opinion négative Neutre Opinion positive
▼ Baisse par rapport au mois dernier
▲ Hausse par rapport au mois dernier

Source : Amundi, août 2023. Opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

Rechercher des opportunités diversifiées sur les obligations des ME

Trois thèmes principaux se dégagent. Tout d'abord, l'économie américaine a bien résisté grâce à la vigueur de l'investissement et de la consommation. Cependant la Chine, dont la croissance à long terme s'annonce plus faible, montre des signes de fragilité à court terme. Enfin, les divergences d'orientation entre les banques centrales (BC) des marchés émergents (ME) et des marchés développés (MD) se font plus visibles après les récentes baisses de taux en Amérique latine. **Dans ce contexte, mieux vaut adopter une position prudente et diversifiée, assortie de couvertures pour l'ensemble du portefeuille.** Pour autant, il faut tirer parti de l'avantage de croissance des ME et des divergences de politique monétaire via les actions et les obligations émergentes.

Des idées à conviction forte

Les valorisations des actions des MD restent élevées alors que les bénéfices tendent à baisser. Tout rebond, pour être durable, doit s'accompagner d'une croissance des résultats, actuellement incertaine. Nous pensons que les bénéfices resteront sous pression pendant une bonne partie de 2024, d'où notre **prudence vis-à-vis des MD.** En revanche, nous restons **légèrement positifs sur les ME** tout en étant vigilants sur la croissance de la Chine et ses répercussions possibles sur les pays avec lesquels elle entretient des liens commerciaux étroits.

Nous sommes **constructifs sur la durée américaine**, mais avec des protections du fait de chiffres économiques solides, de l'offre excédentaire de dette américaine et du risque que la Fed reste trop restrictive. Nous tablons également sur une pentification des courbes américaine et canadienne. En Europe, les valorisations plaident en faveur d'une position légèrement positive sur la durée, la conjoncture économique étant faible et moins favorable

aux faucons de la BCE. De même, les obligations suédoises devraient bénéficier de la faiblesse de l'économie nationale et le spread BTP-Bund de facteurs techniques. Nous sommes actifs sur toutes les courbes de rendement et pensons que le 10 ans britannique devrait surperformer son équivalent australien. En revanche, nous restons prudents sur les JGB.

Dans les ME, nous sommes constructifs sur les obligations, et désormais légèrement plus positifs sur le Brésil, compte tenu du mouvement de baisse des taux directs dans ce pays. Nous considérons également favorablement les obligations d'État tchèques (couvertes). Concernant le crédit des MD, les fondamentaux sont mitigés. Les spreads du HY américain sont serrés, ce qui n'est pas cohérent avec le durcissement des conditions financières, susceptible d'affecter la liquidité et la capacité des entreprises à lever des capitaux. Nous restons donc défensifs.

Sur les changes, nous avons renforcé notre opinion positive sur le BRL/USD en raison de la diminution du risque politique au Brésil, et restons positifs sur le MEX/EUR et l'INR/CNH. Dans les MD, nous sommes négatifs sur le GBP, mais positifs sur le JPY (face à l'EUR et au CHF) en raison de ses caractéristiques de valeur refuge. L'USD devrait s'affaiblir à mesure que la Fed ralentit ses hausses de taux.

Risques et couvertures

Les investisseurs doivent **maintenir la couverture des actifs risqués** en raison de la faible visibilité sur les bénéfices et les perspectives économiques. Par ailleurs, l'or reste une solution de diversification et de protection contre la récession et les crises géopolitiques. Son potentiel haussier est toutefois limité à court terme, en raison de valorisations élevées et de la récente hausse des rendements réels



Francesco SANDRINI
Responsable des
Stratégies Multi-Asset

“L'heure n'est pas à l'augmentation du risque. Pour autant, les investisseurs peuvent rechercher des opportunités de revenu sur les obligations des ME.”

Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel ➔ Changement par rapport au mois dernier

		---	--	-	=	+	++	+++
Actions	MD			■				
	ME					■		
Crédit				■				
Durée	MD					■		
	ME					■		
Pétrole					■			
Or						■		



John O'TOOLE
Responsable des
Solutions d'Investissement
Multi-Asset

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

Priorité à la qualité des bénéficiés et à la solidité des bilans



Fabio DI GIANANTE
Responsable Actions
(grande capitalisation)



Yerlan SYZDYKOV
Responsable Marchés
Émergents Monde



Kenneth J. TAUBES
Directeur des
Investissements US

Évaluation globale

Si la récession aux États-Unis a lieu comme nous le craignons, les bénéficiés et les marges seront sous pression non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe, dont l'économie est plus ouverte. **En revanche, les valorisations de certaines poches sont plus élevées que d'autres, ce qui rend le marché attractif pour la sélection.** Nous nous intéressons aux entreprises de qualité (propriété intellectuelle, pouvoir de fixation des prix, différenciation des produits, etc.) et aux entreprises génératrices de valeur dans les pays développés comme émergents (Amérique latine, Asie).

Actions européennes

Les valorisations étant élevées au début de la saison de publication du T2, nous avons accordé une attention particulière à la **communication** des dirigeants. **Nous nous attendons à ce qu'ils soient plus prudents, compte tenu d'indicateurs mitigés.** Lors de la dernière saison de publication, les banques ont dépassé les attentes, tirant parti de la hausse des taux. D'autres secteurs, notamment ceux exposés à la consommation, ont souffert. Nous maintenons notre stratégie « barbell », privilégiant les valeurs défensives (les biens de consommation non cycliques qui sont des gagnants structurels) et les cycliques, telles que les financières et les banques de détail, dont les bilans sont solides. Les entreprises liées à la construction ont enregistré de bonnes performances, permettant des prises de bénéfices. Sans surprise, certains secteurs, comme la technologie, sont plus chers et incitent à la prudence.

Actions américaines

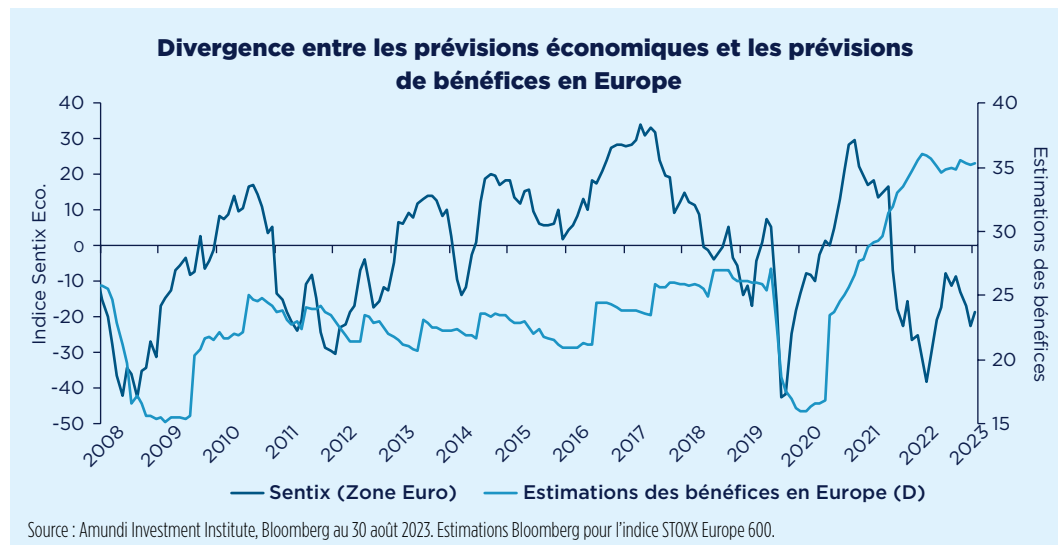
Les mesures budgétaires ont aidé les consommateurs, mais l'épargne excédentaire tend à s'épuiser. Les marchés valorisent ne reflètent

pas cette réalité et intègrent un scénario trop optimiste. Nous restons prudents vis-à-vis des grandes capitalisations de croissance et préférons les valeurs défensives, de qualité et de rendement dont les valorisations sont raisonnables. **Les corrélations intra-actions ont diminué, ce qui est positif pour la sélection.** Au niveau sectoriel, nous apprécions les grandes capitalisations bancaires disposant d'importantes réserves de capital, un point important après les récentes dégradations. Paradoxalement, les nouvelles règles en matière de fonds propres et les risques de récession et sur le crédit font qu'il devient moins évident de détenir des banques, mais nous nous concentrons sur celles dont la base de dépôts est stable et qui sont leaders sur le plan technologique. Nous privilégions également l'énergie, les matériaux et les instruments biomédicaux. Par ailleurs, les secteurs de la pharmacie, des technologies médicales et de la vente au détail deviennent intéressants, même si nous restons vigilants quant à l'affaiblissement du marché du travail.

Actions émergentes

Les ME présentent des valorisations attractives et les bénéficiés devraient rebondir, mais le ralentissement de la croissance en Chine et aux États-Unis incite à la sélection. Nous apprécions le Brésil (plus qu'avant) et l'Inde. Le Brésil a commencé à assouplir sa politique monétaire tandis que sa croissance est stimulée par l'agriculture. L'Inde continue de bénéficier des restructurations des chaînes de valeur internationales tandis que ses politiques internes stimulent la croissance. En Chine, nous sommes tactiquement neutres, car le climat est devenu pessimiste, en particulier dans les secteurs de l'immobilier et des produits discrétionnaires, en raison de difficultés structurelles.

“Les prévisions actuelles de bénéficiés semblent exagérément optimistes, mais la situation pourrait changer à mesure que les marchés intégreront le ralentissement économique.”



Focus sur les obligations : préférence pour les financières IG

Évaluation globale

L'inflation sous-jacente reste trop élevée, alors que les nuages s'accumulent sur la croissance. Il **en résulte une forte incertitude et la nécessité d'une position flexible sur la durée**, associée à une préférence pour le crédit de qualité.

Obligations mondiales et européennes

La BCE n'est pas encore disposée à abandonner sa lutte contre l'inflation et gardera l'option de maintenir des taux restrictifs. **Dans ce contexte, nous restons actifs et tactiques sur la durée et, pour l'instant, légèrement prudents/proches de la neutralité.** Nous sommes légèrement prudents sur les pays du cœur de la zone euro et défensifs sur le Japon. En revanche, nous sommes positifs sur les BTP italiens, mais globalement neutres sur la dette périphérique européenne. Les prévisions de croissance médiocre en zone euro et le ralentissement en Chine nous incitent à rester prudents sur le HY de qualité inférieure. Cependant, nous apprécions l'IG et la dette subordonnée et, du point de vue sectoriel, préférons les financières dont les fondamentaux sont bons, notamment **les banques** dont la gestion actif-passif est solide et qui profitent des taux plus élevés

Obligations américaines

L'évolution récente des rendements crée un contexte favorable à la gestion de la durée. Nous restons légèrement constructifs au vu du ralentissement probable de l'activité économique. **Toutefois, nous voyons désormais davantage de valeur sur les maturités intermédiaires.** Concernant le crédit titrisé, nous pensons que le marché hypothécaire est sain

du fait de plusieurs facteurs (démographie, faiblesse de l'offre, etc.) qui soutiennent les prix. La demande des consommateurs pourrait s'affaiblir avec la décélération du marché du travail, la reprise du remboursement des prêts étudiants et l'épuisement de l'épargne excédentaire. **Nous restons donc actifs sur les titres hypothécaires et surveillons la volatilité des taux** et les facteurs techniques. Sur le crédit, nous sommes sélectifs et prudents, en particulier concernant le HY. Dans l'ensemble, **nous préférons l'IG au HY et les financières aux non-financières.**

Obligations émergentes

Le contexte est marqué par le ralentissement de l'inflation, une croissance robuste des ME et des divergences de plus en plus marquées. **Nous restons vigilants sur le dollar, mais conservons notre vision constructive de la dette en devises locales, tout en étant sélectifs et en privilégiant les pays d'Amérique latine tels que le Brésil, le Mexique et le Chili.** Nous sommes prudents sur la Chine, notamment sur l'immobilier, et à ce stade, n'attendons pas de soutien politique significatif. Nous apprécions également la dette en devises fortes vu son portage élevé, mais préférons le HY à l'IG.

Devises

L'USD a regagné un peu de terrain mais, d'un point de vue cyclique, il devrait s'affaiblir à moyen terme. Nous sommes positifs sur les devises émergentes, particulièrement sur l'INR, l'IDR et les devises à haut rendement d'Amérique latine comme le MXN et le BRL.



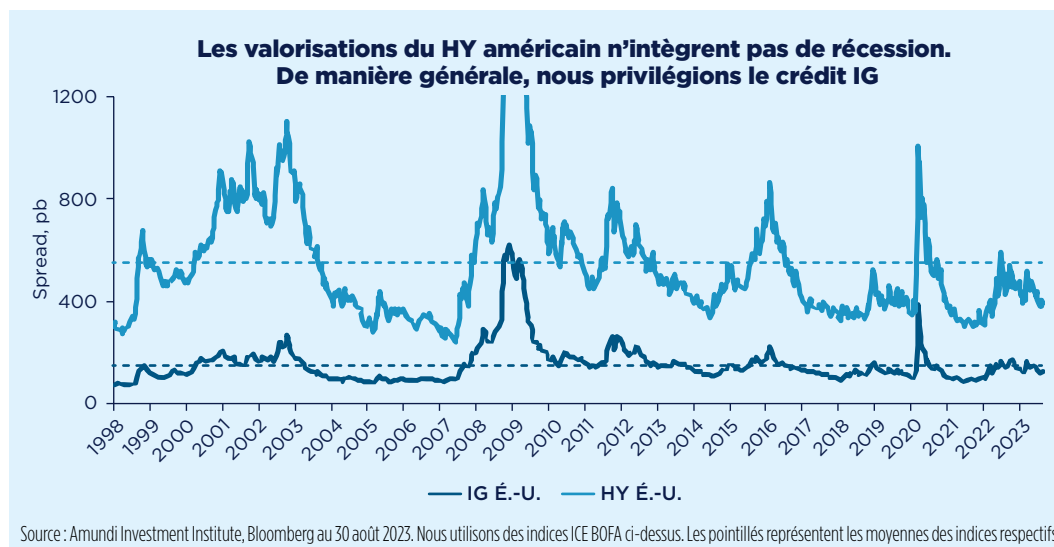
Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier
Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV
Responsable Marchés
Émergents Monde



Kenneth J. TAUBES
Directeur des
Investissements US



“ Sur le crédit, nous privilégions l'IG, car les valorisations du HY ne rémunèrent pas pleinement les risques de ralentissement économique et de resserrement des conditions financières. ”



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 1^{er} septembre 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Pays développés	2,6	1,4	0,6	7,4	4,7	2,5
États-Unis	2,1	2,1	0,3	8,0	4,0	2,5
Zone euro	3,4	0,6	0,5	8,4	5,6	2,6
<i>Allemagne</i>	<i>1,9</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>8,7</i>	<i>6,3</i>	<i>2,7</i>
<i>France</i>	<i>2,5</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>5,9</i>	<i>5,6</i>	<i>2,7</i>
<i>Italie</i>	<i>3,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>8,7</i>	<i>6,3</i>	<i>2,2</i>
<i>Espagne</i>	<i>5,5</i>	<i>2,1</i>	<i>0,7</i>	<i>8,3</i>	<i>3,3</i>	<i>2,4</i>
Royaume-Uni	4,1	0,5	0,5	9,0	7,4	2,9
Japon	1,0	2,0	1,3	2,5	3,3	2,2
Pays émergents	3,9	4,0	3,6	8,7	6,1	5,5
Chine	3,0	4,9	3,7	2,0	0,5	1,4
Inde	6,9	6,4	5,8	6,7	6,3	6,0
Indonésie	5,3	5,2	4,8	4,2	3,8	3,4
Brésil	2,9	2,6	1,4	9,3	4,7	3,8
Mexique	3,0	3,3	1,4	7,9	5,4	4,0
Russie	-2,1	2,1	1,5	13,8	5,9	5,6
Afrique du Sud	1,9	0,4	0,6	6,9	5,7	4,8
Turquie	5,5	2,8	3,9	72,0	51,5	50,4
Monde	3,4	2,9	2,4	8,2	5,5	4,3

Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	15 septembre 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	5,50	5,50	5,65	4,25	5,12
Zone euro**	4,00	4,00	3,92	3,25	3,58
Royaume-Uni	5,25	5,50	5,90	4,75	5,75
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chine***	3,45	3,45	3,40	3,45	3,40
Inde***	6,50	6,50	6,40	6,25	6,00
Brésil	13,25	10,75	10,75	9,00	9,40
Russie	12,00	12,00	11,00	9,00	9,50

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au vendredi 15 septembre 2023. 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.



Prévisions de marché

Rendements obligataires

Prévisions sur les taux à 2 ans, %

	15 septembre 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	5,03	4,20-4,40	4,66	3,80-4,00	4,35
Allemagne	3,20	2,60-2,80	2,80	2,40-2,60	2,50
Royaume-Uni	5,01	4,30-4,50	4,62	4,10-4,30	4,50
Japon	0,03	0,10-0,20	0,12	0,20-0,40	0,18

Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	15 septembre 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	4,32	3,70-3,90	4,29	3,60-3,80	4,25
Allemagne	2,65	2,40-2,60	2,61	2,30-2,50	2,58
Royaume-Uni	4,34	3,80-4,00	4,31	3,70-3,90	4,31
Japon	0,72	0,50-0,70	0,82	0,60-0,80	0,91

Cours de change

	7 septembre 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024
EUR/USD	1,07	1,12	1,09	1,18	1,12
EUR/JPY	158	156	154	155	149
EUR/GBP	0,86	0,87	0,87	0,89	0,88
EUR/CHF	0,95	0,98	0,97	1,04	0,98
EUR/NOK	11,46	11,82	11,25	11,40	10,95
EUR/SEK	11,92	11,99	11,60	11,75	11,35
USD/JPY	147	140	140	132	134
AUD/USD	0,64	0,67	0,66	0,70	0,69
NZD/USD	0,59	0,60	0,60	0,62	0,63
USD/CNY	7,33	7,20	7,20	6,90	7,00

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au jeudi 7 septembre 2023.

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 l'Amundi Investment 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 Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Perspectives de mi-année : un parcours difficile, mais qui devrait offrir des points d'entrée.



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Asset Class Returns Forecasts - Q3 2023



MNBC : où en sommes-nous ?



Outerblue Convictions – Global Investment Views : les divergences persistent au début de l'automne



Global Investment Views - Août 2023



Baisses de rating du crédit US : implications pour les investisseurs



Outerblue Talks Research – Parallèle avec les années 1970. La route reste longue et sinueuse

Retrouvez-nous sur :



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