

Institute

Juillet/Août  
2023

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

THÈME DU MOIS

Quelle recomposition attendre ? Enseignements  
de l'AWIF 2023

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

L'inflation recule mais la bataille  
n'est pas encore gagnée

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute

*“Nous ne nous attendons pas à ce que la Fed baisse ses taux cette année car l'inflation reste au-dessus de sa zone de confort”*



**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

*“Il ne faut pas perdre de vue les valorisations et les fondamentaux : le narratif de marché concernant le miracle de l'IA sera mis à l'épreuve lorsque le ralentissement économique se propagera aux bénéfices des entreprises.”*



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe

*“L'inflexion de la croissance reste négative : l'économie américaine devrait ralentir progressivement et une légère récession débiter en fin d'année. Aussi, nous restons prudents.”*





Juillet/Août 2023

# Sommaire



## **THÈME DU MOIS** 4

Quelle recombinaison attendre ? Enseignements de l'AWIF 2023

## **MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE** 6

<b>Focus macroéconomique</b>	<b>7</b>
<b>Marchés émergents</b>	<b>8</b>
<b>Aperçus macroéconomiques</b>	<b>9</b>
<b>Observatoire des banques centrales</b>	<b>10</b>
<b>Géopolitique et politique</b>	<b>11</b>
<b>Scénarios et risques</b>	<b>12</b>
<b>Modèles Amundi Institute</b>	<b>13</b>
<b>Graphiques mensuels clés</b>	<b>14</b>
<b>Matières premières et devises</b>	<b>16</b>

## **GLOBAL INVESTMENT VIEWS** 17

<b>Vues des CIO</b>	<b>18</b>
L'inflation recule mais la bataille n'est pas encore gagnée	
<b>Trois questions d'actualité</b>	<b>20</b>
<b>Allocation d'actifs Amundi</b>	

## **PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES** 25



# Quelle recomposition attendre ? Enseignements de l'AWIF 2023

**PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS :** l'édition 2023 de l'Amundi World Investment Forum (AWIF) s'est concentrée sur les transformations actuelles et leurs conséquences pour les investisseurs. Ces derniers doivent adopter une démarche d'allocation dynamique, repenser de façon globale l'investissement obligataire et en devises, être attentifs aux tendances telles que le Net Zéro, l'émergence des géants asiatiques et l'IA, sans perdre de vue les valorisations.



**Monica DEFEND**

Directrice d'Amundi Institute

L'édition de cette année de l'Amundi World Investment Forum (AWIF) intitulée « **Bouleversements mondiaux : quelle recomposition attendre ?** » s'est concentrée sur la phase de transformation actuelle. Pour reprendre les propos de l'un de nos intervenants, l'ancien Premier ministre italien et président de la BCE Mario Draghi, les développements les plus importants à surveiller sont : l'inflation, la guerre Russie-Ukraine, le rôle mondial de la Chine et l'intelligence artificielle (IA). La façon dont nous gérons ces sujets aujourd'hui sera déterminante pour l'avenir du monde. Ces bouleversements auront cinq grandes conséquences pour l'investissement :

## 1. La démondialisation, la transition énergétique et l'inflation élevée exigent une démarche d'allocation d'actifs dynamique



**Vincent MORTIER**

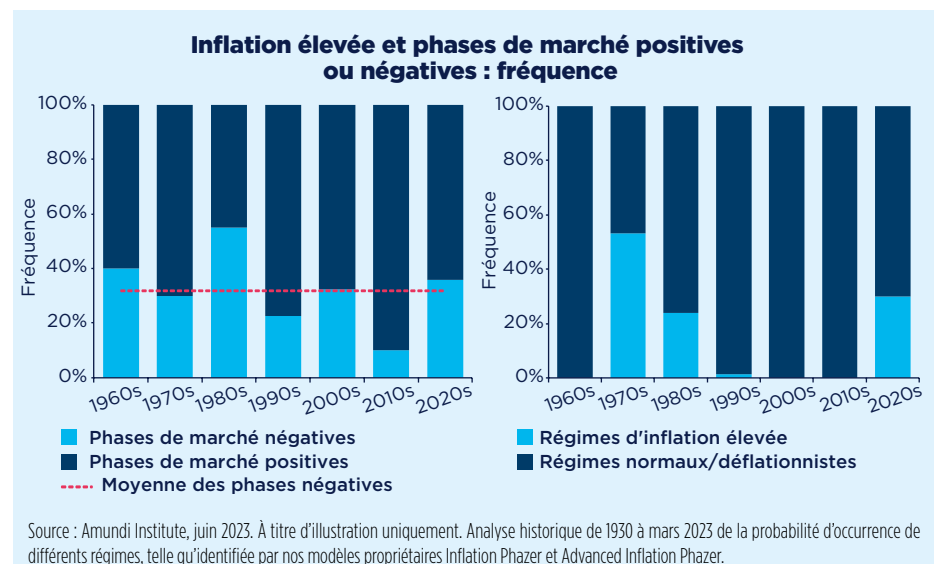
CIO Groupe

L'économie mondiale se caractérise à l'heure actuelle par une croissance faible – en particulier dans les marchés développés (MD) – et une inflation élevée, tirée par les coûts de la transition énergétique et les relocalisations des chaînes de valeur en une sorte de **mondialisation transformatrice**. Ceci a entraîné la fin de l'argent bon marché, à mesure que les banques centrales luttent contre l'inflation. Parallèlement, la dette publique élevée limite la marge de manœuvre budgétaire pendant les ralentissements. Ces facteurs contribueront à rendre les cycles économiques volatils, avec des périodes inflationnistes et des phases de marché négatives plus fréquentes qu'au cours des trois dernières décennies, rendant nécessaire **une démarche d'allocation d'actifs dynamique**. Au cours des mois à venir, nous maintiendrons une attitude prudente, les bénéfices des entreprises risquant de marquer le pas. Les investisseurs devront privilégier les obligations – y compris celles des marchés émergents (ME) – car les taux directeurs des marchés développés pourraient être proches de leur pic. Lorsque la visibilité sur les bénéfices et la croissance s'améliorera, l'exposition aux actifs risqués pourra être renforcée.



**Matteo GERMANO**

CIO Adjoint Groupe





*“Il ne faut pas perdre de vue les valorisations et les fondamentaux : le narratif de marché concernant le miracle de l’IA sera mis à l’épreuve lorsque le ralentissement économique se propagera aux bénéfices des entreprises.”*

## 2. La Chine et l’Inde comme opportunités d’investissement à long terme

Ces pays diffèrent par leurs modèles de croissance, leurs stades de développement et leurs rôles dans le paysage géopolitique, ce qui crée des opportunités de diversification, puisque leurs marchés obligataires sont peu corrélés entre eux et avec les principaux indices mondiaux. Dans une perspective sectorielle, l’Inde devrait bénéficier d’une forte croissance de son industrie manufacturière, tandis que la Chine pourrait renforcer ses secteurs des services. Les deux pays sont susceptibles de jouer un rôle clé dans la technologie et la transition énergétique et sont d’importants émetteurs d’obligations vertes. Il semble judicieux d’envisager une **allocation spécifique à la Chine et à l’Inde** dont le potentiel de rendement est élevé, tout en restant conscient du risque de volatilité des flux d’investissement.

## 3. La dynamique croissance/inflation désynchronisée plaide pour une approche globale des marchés obligataires et des changes

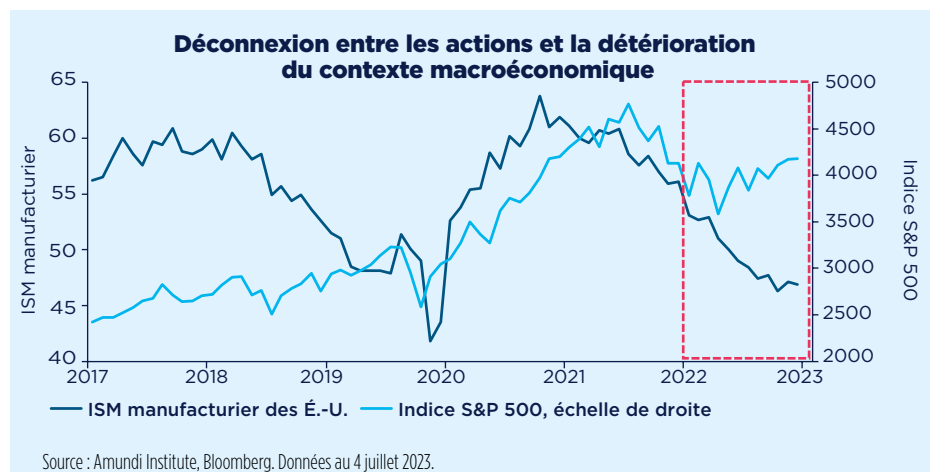
La corrélation entre les taux et le crédit diminue à l’échelle mondiale, ce qui crée des **opportunités de diversification**. Les obligations d’État chinoises, par exemple, ont été un facteur de diversification et une source de performance en 2022, car la trajectoire de croissance de la Chine diffèrait de celle de la plupart des pays développés. **Les devises seront également une source de performance**. Par exemple, la relocalisation de la Chine vers le Mexique des sites de production d’entreprises américaines a entraîné une surperformance du peso mexicain par rapport au dollar et aux devises d’Amérique latine. **Les tendances à l’asynchronie et à la démondialisation appellent des stratégies globale, une gestion rigoureuse des devises et une gestion active d’ensemble.**

## 4. Le “Net Zéro” constituera une tendance importante pour l’allocation

L’intégration de la gestion « net zéro » va devenir de plus en plus incontournable à l’ère de la transition énergétique. Les investisseurs doivent donc s’intéresser aux grandes capitalisations qui ont **des stratégies de décarbonation crédibles et dont l’intensité carbone est faible**. Ils pourront également rechercher des opportunités sur des thèmes tels que la production responsable, la consommation efficace et l’économie circulaire, ou s’intéresser aux titres des entités supranationales et des gouvernements qui émettent des obligations vertes pour financer des projets respectueux du climat. L’Europe devrait être particulièrement concernée, mais la transition énergétique sera également un élément clé pour les pays émergents.

## 5. IA et innovation technologique

L’IA va avoir un impact sur tous les aspects de notre vie dans les années à venir. Elle pourrait également affecter la **productivité**. Nous pensons cependant que les marchés ne tiennent pas compte d’éventuels obstacles réglementaires et qu’il faut rester attentif aux valorisations et aux prévisions de bénéfices. **Il est trop tôt pour croire à l’idée d’un cycle haussier séculaire tiré par les gains de productivité de l’IA**. Des comportements psychologiques sont à l’œuvre et provoquent une déconnexion des fondamentaux. Parmi ceux-ci se distinguent différentes tendances, notamment celle qui consiste à suivre les modes sans tenir compte des valorisations, des fondamentaux ou encore des coûts de liquidité, ce qui conduit souvent à la création de bulles. **Les investisseurs doivent évaluer toute opportunité en comparant les risques haussiers et baissiers en fonction de leur horizon d’investissement.**





**MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE  
ET STRATÉGIE**  
par Amundi Institute



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



**Mahmood PRADHAN**

Responsable Macroéconomie -  
Amundi Institute



**Annalisa USARDI, CFA**

Économiste senior - Amundi Institute

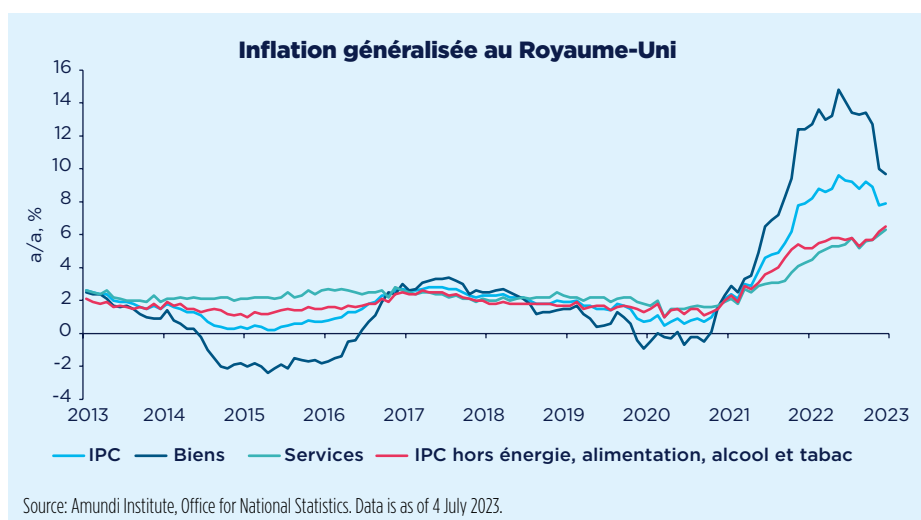
**Le Royaume-Uni est la seule économie avancée où la croissance des salaires est supérieure à l'inflation sous-jacente, ce qui risque d'entraîner une boucle prix-salaires.** L'inflation est généralisée et devrait rester bien plus élevée que dans les autres pays du G7, dépassant 6,0 % en 2023 et se maintenant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

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

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

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

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





**Alessia BERARDI**

Responsable des Marchés Émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique - Amundi Institute

## ME : les BC prêtes pour un virage accommodant

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

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

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



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

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





## Aperçus macroéconomiques



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



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



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



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



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



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



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



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

# Asynchronie des BC des MD et des ME au S2

## Marchés développés

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

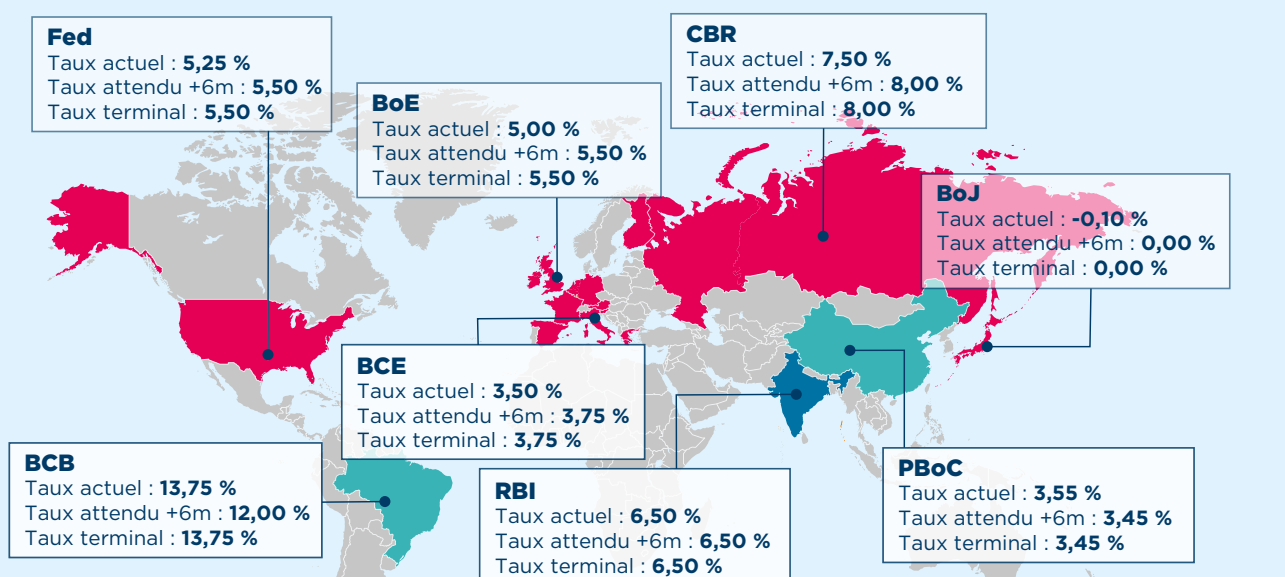
- La **Fed** a maintenu ses taux inchangés en juin. Cependant, « une forte majorité des membres du comité s'attend à ce qu'il soit approprié de relever les taux d'intérêt deux fois ou plus d'ici la fin de l'année », a déclaré J. Powell. « Les pressions inflationnistes sont fortes et il reste encore beaucoup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

## Marchés émergents

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

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

→ Accommodante ■ En pause ■ Restrictive



Source : Amundi Institute, au 17 juillet 2023. L'évaluation par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Institute quant aux taux directeurs, sur la base des prévisions et de la communication des banques centrales.

### DATES CLÉS

25-26 Juillet

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

27 Juillet

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

3 Août

Réunion du comité de politique monétaire de la BoE



## Implications de l'insurrection du groupe Wagner



**Anna ROSENBERG**

Responsable Géopolitique -  
Amundi Institute

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

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

## POLITIQUE



## La productivité en baisse peut mener à un mix politique défavorable



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la  
Recherche sur les politiques  
macroéconomiques -  
Amundi Institute





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

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

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

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

# Scénario central et scénarios alternatifs

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

## Risques pesant sur le scénario central

	ÉLEVÉE	PROBABILITÉ	BASSE
	20%	20%	15%
	Risque géopolitique et escalade de la guerre	Forte récession des bénéficiaires	Risques macro financiers déclenchés par un durcissement des conditions de crédit et de liquidité
	Pressions stagflationnistes persistantes (É.-U./Europe)		
Impact de marché	+ Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	Positif pour le cash, le JPY, l'or, la qualité vs croissance, les défensives vs cycliques.	Positif pour les emprunts d'État US et l'or.
	- Négatif pour le crédit, les actions et les ME.	Négatif pour les actions risquées et les exportateurs de matières premières.	Négatif pour le crédit.

Source : Amundi Institute, au 17 juillet 2023. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.

# Indice composite de momentum économique (CEMI)



**Lorenzo PORTELLI**

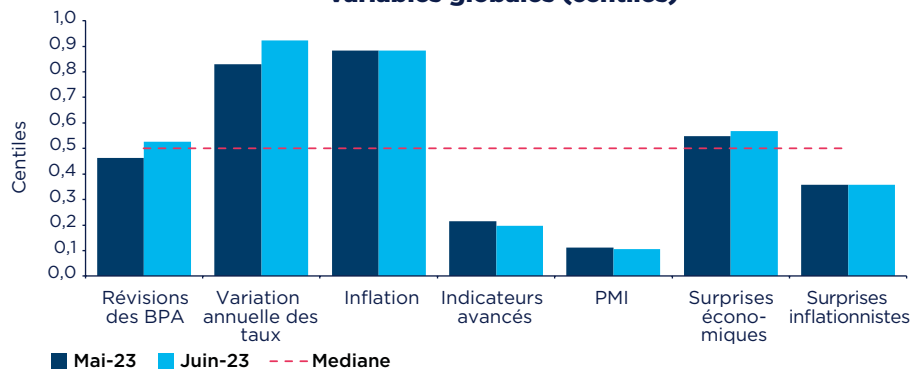
Responsable de l'équipe Recherche Cross Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy - Amundi Institute

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

## À quoi sert le modèle ?

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

## Variables globales (centiles)



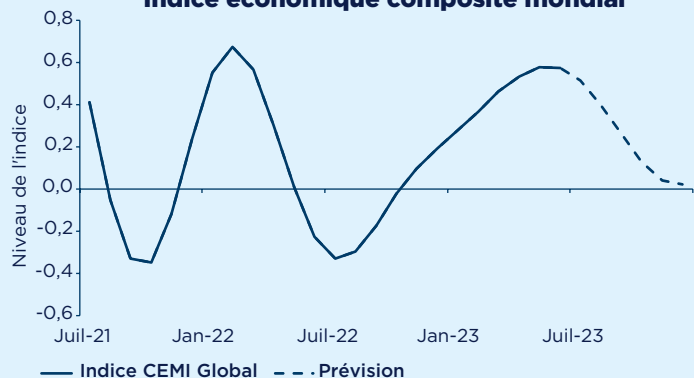
Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au lundi 3 juillet 2023.

## Quels sont les signaux actuels ?

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

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

## Indice économique composite mondial

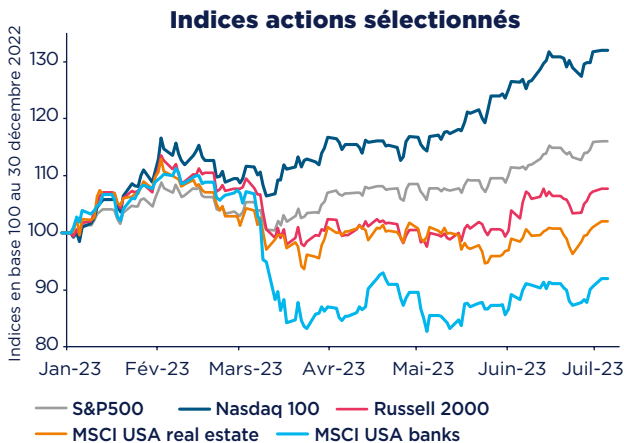


# Les marchés actions en graphiques

## Marchés développés

### Le rallye s'étend aux retardataires

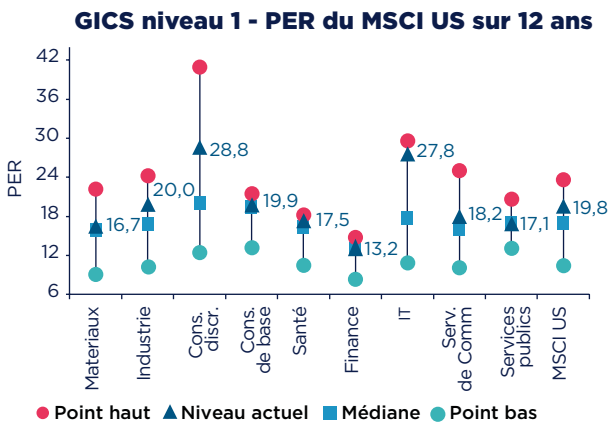
Les retardataires se joignent au rallye tiré par le Nasdaq, à mesure que la résilience de l'économie fait craindre aux investisseurs de rater la hausse.



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

### Cherté inégale des actions américaines

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



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



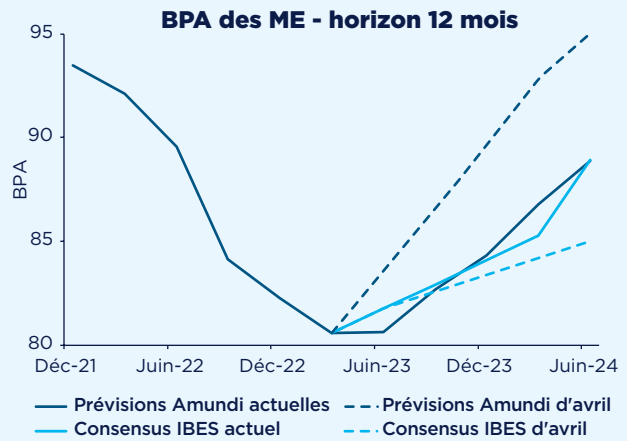
**“Retour de la peur de rater la hausse.”**

**Éric MIJOT**  
Responsable de la Stratégie Actions - Amundi Institute

## Marchés émergents

### Rebond des BPA des ME l'an prochain

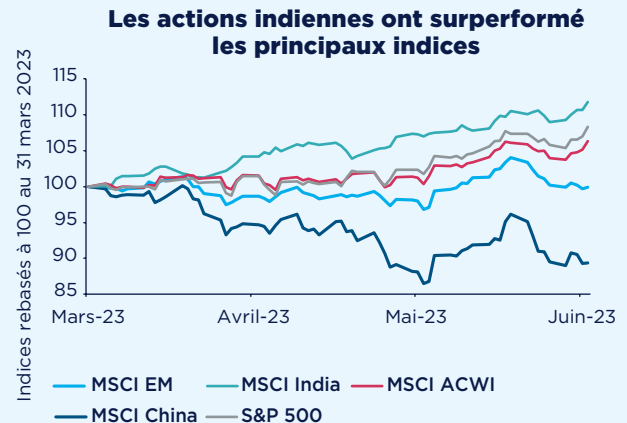
Notre prévision de croissance des bénéfices dans les ME (12 prochains mois en USD) a été ramenée à 10% contre 14 % en avril. Nous sommes désormais en phase avec le consensus, qui a relevé ses attentes de 5 % à 9 %.



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

### Les actions indiennes ont brillé au T2

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



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

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



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

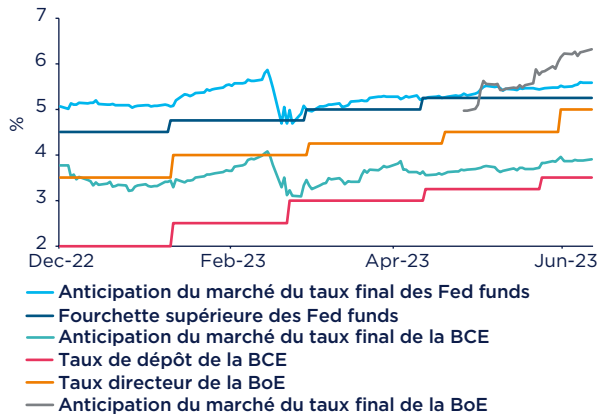
# Les marchés obligataires en graphiques

## Marchés développés

### Hausse des attentes de taux terminal des BC

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

**Attentes du marché et taux officiels**



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

### Surperformance du HY américain

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

**Spreads HY des É.-U. et de l'UE**



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



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

**Valentine AINOUIZ**  
Responsable de la Stratégie Taux  
- Amundi Institute

## Marchés émergents

### Devises des ME : surperformance attendue

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

**Momentum des devises des ME**

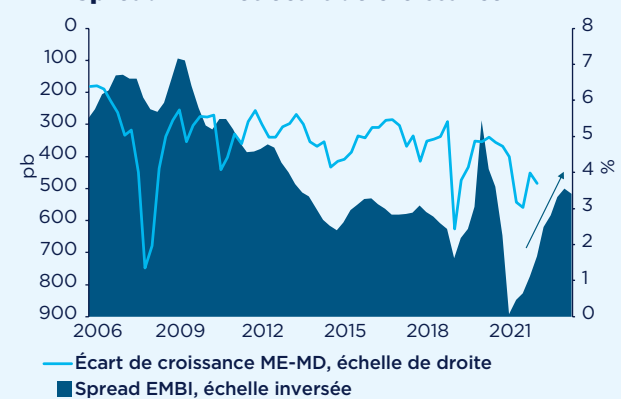


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 6 juillet 2023. Le momentum du marché des changes est calculé comme étant la moyenne quotidienne de la performance cumulée du marché des changes.

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

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

**Spread EMBI et écart de croissance ME-MD**

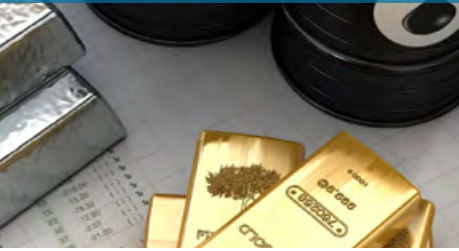


Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au jeudi 6 juillet 2023.



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

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



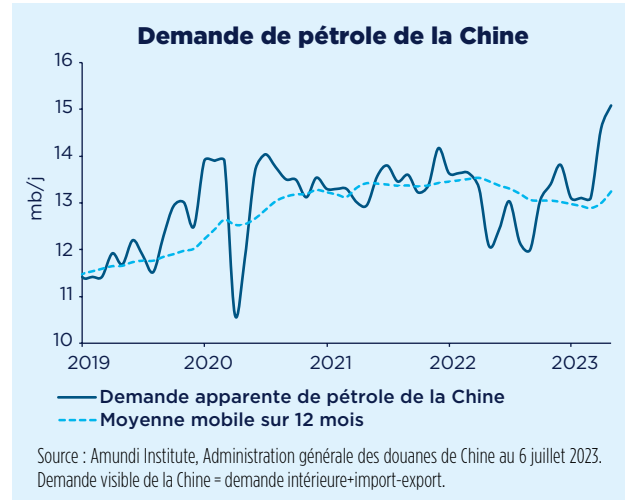
## Léger potentiel haussier pour le pétrole



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

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

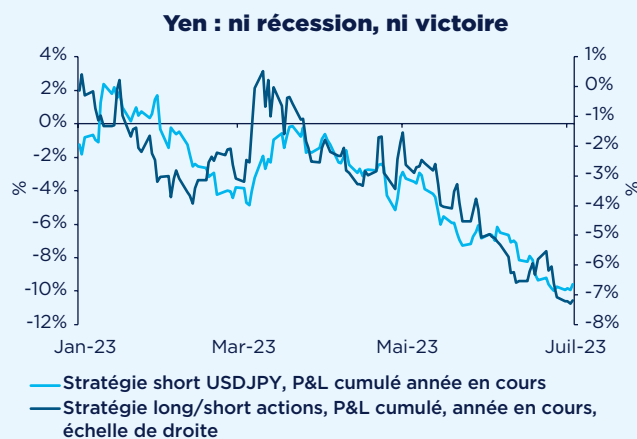
Malgré les réductions de production de l'OPEP+ et l'appétit des investisseurs pour le risque, les prix du pétrole sont sans vraie direction. Nous nous attendons à ce qu'ils demeurent volatils dans leur fourchette actuelle à court terme, soutenus par des valorisations attractives, mais plafonnés par des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



## CURRENCIES

### JPY : pas de récession, pas de fête

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



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



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

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





# GLOBAL INVESTMENT VIEWS



# L'inflation recule, mais la bataille n'est pas encore gagnée



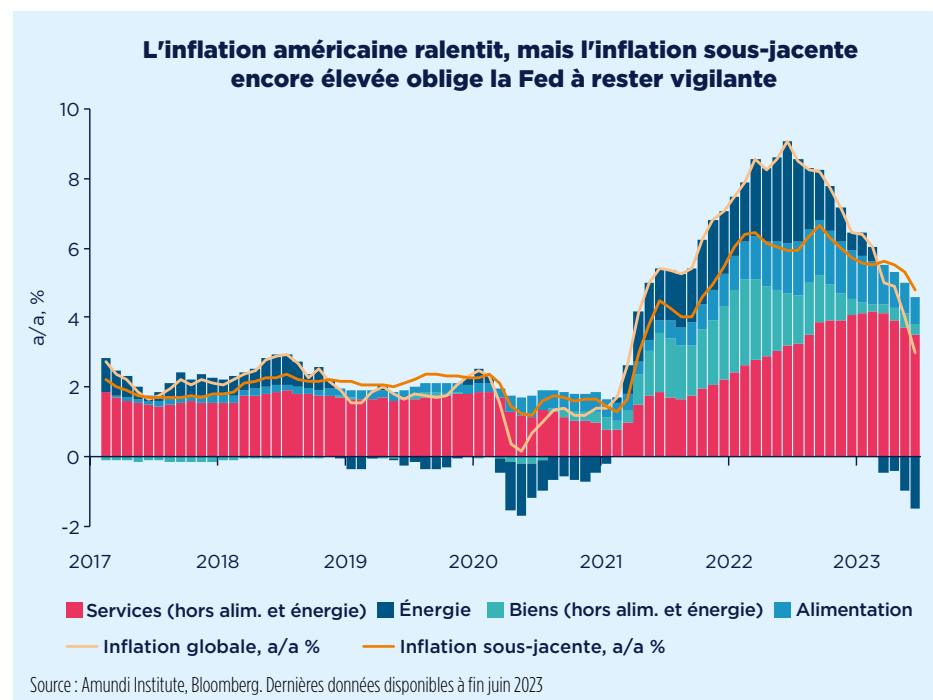
**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe



**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

L'optimisme qui sous-tend le comportement des actifs risqués s'explique en partie par le fait que l'essentiel du cycle de hausse des taux est désormais derrière nous et que la situation économique est meilleure que prévu. C'est principalement le cas aux États-Unis où, même si nous continuons à anticiper une légère récession au T4 2023/T1 2024, nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance 2023, à 1,6 %, à la faveur de révisions favorables des chiffres du T1. La zone euro devrait éviter la récession mais les risques de resserrement excessif de la BCE et les écarts de croissance entre pays persistent. Concernant la Chine, nous avons revu à la baisse les prévisions de croissance pour 2023 à 5,1% en raison de la faiblesse du T2 et du report des mesures de relance. Il faut envisager les perspectives économiques en prenant en compte les facteurs suivants :

- **Optimisme excessif sur des bases fragiles.** La vigueur de la croissance américaine est plus mécanique et les indicateurs avancés signalent une activité plus lente. Les risques sont orientés à la baisse en Europe, en raison notamment de l'affaiblissement de l'activité en Chine.
- **Trajectoire des taux : attention à l'inflation sous-jacente.** Une baisse de l'inflation sous-jacente (plutôt qu'une légère récession) inciterait la Fed à baisser ses taux l'année prochaine. Cependant, l'inflation sous-jacente pourrait persister. Un autre facteur à surveiller est le taux réel des *Fed funds*.
- **Pression haussière sur les taux terminaux.** La BCE n'envisage pas encore de pause. Du côté de la Fed, nous constatons des pressions haussières sur notre anticipation de taux terminal de 5,5 %. Au vu des risques de resserrement excessif, il est indispensable de surveiller la stabilité et les conditions financières.
- **Poursuite du basculement à long terme d'Ouest en Est.** Malgré la baisse de la croissance chinoise, les pays émergents présentent toujours des opportunités sélectives.





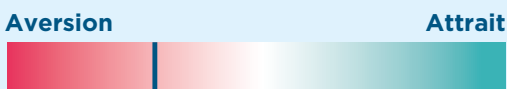
*“Nous restons méfiants à l’égard des valorisations exagérées. En effet, la tendance haussière des actifs risqués est due au rattrapage des retardataires plutôt qu’à une amélioration significative des perspectives de résultats.”*

Nous percevons des opportunités dans les domaines suivants :

- **Gestion cross asset : renforcer la diversification.** Nous sommes désormais légèrement positifs sur la duration en Europe et restons constructifs sur les États-Unis, mais, compte tenu de la trajectoire incertaine de l’inflation, une certaine protection s’impose. Nous sommes prudents sur le crédit, surtout sur le HY, et sur les actions des MD. Concernant les actions des ME, nous restons positifs, mais en remplaçant notre position favorable à la Chine par une position positive sur l’ensemble des pays émergents. Nous restons favorables aux obligations des pays émergents et sommes désormais marginalement constructifs sur les obligations d’État tchèques, en couvrant le change. De manière générale, nous pensons qu’il faut couvrir les positions en actions et conserver une légère exposition à l’or à des fins de diversification.
- **Les obligations restent au centre de l’attention.** La volatilité obligataire fait que notre position sur la duration et le crédit d’entreprise reste très active. En ce qui concerne la duration, nous restons marginalement positifs sur les États-Unis, avec une approche flexible. Pour ce qui est du cœur de la zone euro, nous sommes proches de la neutralité et surveillons l’évolution de l’économie, mais nous restons défensifs sur le Japon. Sur le crédit, nous continuons à privilégier les titres IG de haute qualité en restant prudents sur les titres HY, en distinguant les émetteurs notés BB et B de ceux notés CCC. Nous prévoyons une augmentation des risques idiosyncrasiques et le besoin de sélection est donc important.
- **Actions : toujours défensifs sur les MD.** Aux États-Unis, les divergences subsistent entre grandes capitalisations et reste du marché. Nous restons positifs et sélectifs sur les titres value, de qualité et défensifs. En Europe, nous évaluons le ralentissement de l’économie, ainsi que l’impact de l’action de la BCE et l’évolution de l’inflation. La baisse du soutien apporté par l’activité domestique et la faiblesse de la Chine pourraient avoir des répercussions sur les actions. Par conséquent, nous continuons à nous concentrer sur les titres de qualité, de style value et qui versent des dividendes pour rémunérer les actionnaires.
- **Nous sommes positifs sur les ME avec un accent sur la sélection,** malgré la faiblesse à court terme de la Chine. Le scénario de croissance à long terme de la Chine reste intact, mais son rythme est moins soutenu alors que le gouvernement privilégie l’amélioration de la qualité de vie. On notera surtout que la thèse d’investissement dans les ME n’est pas portée uniquement par la Chine et repose sur le potentiel de pays comme l’Inde et le Brésil où nous sommes plus positifs sur les actions. Côté obligations, nous restons optimistes sur la dette en devises fortes et locales, ainsi que sur l’Amérique latine, dans un contexte de reflux de l’inflation.



**Sentiment de risque global**



Dans un contexte d’exubérance excessive des marchés, nous continuons à nous concentrer sur la croissance des résultats, les conditions financières et l’attitude des banques centrales.

**Changements par rapport au mois dernier :**

- Cross asset : légèrement positif sur la duration de l’UE ; constructif sur les ME ; diversification des actions émergentes.
- Actions : moins positif sur la Chine, plus constructif sur le Brésil et l’Inde.
- Couvertures et devises : couverture de la duration américaine.

*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. Quelles sont les grandes tendances concernant le cycle de politique monétaire mondiale ?

Nous constatons une désynchronisation du cycle de politique monétaire entre pays développés et émergents. Les grandes banques centrales des pays développés pourraient encore relever leurs taux, tandis que certaines banques centrales des pays émergents sont sur le point de les baisser, à commencer par celles des pays d'Amérique latine où l'inflation a reflué au cours des derniers mois. Cette évolution est le résultat d'une réaction de politique monétaire rapide et énergique. Nous nous attendons à ce que les banques centrales du Chili et du Brésil soient les premières à baisser leurs taux, suivies par celles de Colombie et du Pérou en septembre. Les pays d'Europe centrale et de l'Est devraient suivre, à commencer par la Pologne où l'inflation devrait passer sous 10 % en août/septembre.

### Conséquences en matière d'investissement

- L'assouplissement monétaire et la stabilité de l'inflation devraient soutenir les obligations en devise locale des émergents, en particulier en Amérique latine.

## 2. Qu'attendez-vous de la saison de publication des résultats du T2 ?

Le T2 2023 devrait être le premier à enregistrer une croissance négative en glissement annuel cette année, que ce soit aux États-Unis ou en Europe. Cette baisse devrait être plus forte en Europe (-8,2 % contre +11,1 %) qu'aux États-Unis (-6,4 % contre +0,1 % au T1), avec d'importantes divergences sectorielles. Aux États-Unis, l'énergie et les matériaux devraient enregistrer les plus fortes baisses, ce qui influencera fortement les résultats agrégés.

### Conséquences en matière d'investissement

- Sur le plan géographique, nous privilégions le Japon par rapport aux États-Unis, ces derniers étant très chers.
- En termes de style, nous privilégions la qualité aux États-Unis et en Europe et le style value au Japon.

## 3. Pouvez-vous faire le point sur les conditions financières ?

Depuis fin mars, nous assistons à un assouplissement général des conditions financières aux États-Unis, même si elles restent tendues en termes absolus. Elles restent plus restrictives que durant la plupart des crises récentes, à l'exception de celles de 2008 et du Covid-19. Contrairement à ce qui se produisait par le passé, la politique monétaire semble aujourd'hui le seul moteur conséquent des conditions financières.

### Conséquences en matière d'investissement

- Dans le cadre de notre allocation globalement défensive, nous restons prudents sur les actions et le crédit, en particulier sur les segments de moindre qualité.
- Nous sommes positifs sur certaines obligations d'État, dont celles des États-Unis.

**“Nous pensons que les principales BC des marchés développés n'ont pas encore fini leur cycle de resserrement, tandis que certaines BC des marchés émergents sont sur le point de baisser leurs taux directeurs, notamment d'Amérique latine.”**



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi Institute



# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-		Nous pensons que le marché reste globalement surévalué, mais c'est moins le cas si l'on exclut les mégacapitalisations. Nous ne croyons pas au scénario optimiste de maîtrise de l'inflation sans dommages pour la croissance. Nous restons défensifs et vigilants.
	Actions US value	+		Nous voyons toujours des valorisations attractives dans ce secteur par rapport à celui des valeurs de croissance. Nous restons positifs, mais combinons ce pari value avec celui pour la qualité et la résilience des résultats, pour assurer une marge de sécurité suffisante en cas de baisse du marché.
	Actions US croissance	--		Les grandes entreprises de croissance restent très surcotées et seraient les plus touchées en cas d'assèchement des liquidités. Nous restons donc prudents sur ce segment, en particulier sur les entreprises de croissance non rentables.
	Europe	-/=		Une légère prudence s'impose au vu des risques de ralentissement européen dû aux divergences régionales. Les valorisations élevées favorisent la sélection basée sur des facteurs comme le pouvoir de fixation des prix et la différenciation des produits. Nous restons équilibrés dans l'ensemble.
	Japon	=		Nous sommes neutres (plus positifs que sur les autres pays développés). Un ralentissement mondial pourrait affecter les exportations, mais l'amélioration récente de l'activité domestique et de la gouvernance d'entreprise est positive.
	Chine	=/+	▼	La convergence de la Chine vers une croissance plus faible dans un contexte d'amélioration de la qualité de vie est favorable à long terme. Toutefois, les difficultés de court terme dans l'immobilier et l'incertitude concernant la relance budgétaire nous incitent à réviser tactiquement en baisse de notre position positive.
	Marchés émergents hors Chine	=/+	▲	Les valorisations, la croissance et les prévisions de bénéfices dressent un tableau positif. Les divergences régionales incitent à la sélection, avec des opportunités en Asie (Inde), en Amérique latine (Brésil) ou en Europe émergente. Nous sommes en revanche prudents sur Taïwan et la Malaisie.

PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		La hausse des rendements et notre scénario de baisse des taux directeurs l'année prochaine nous rendent légèrement constructifs sur les obligations. Nous demeurons flexibles au vu de l'incertitude concernant la Fed et de la volatilité élevée, l'inflation sous-jacente restant supérieure à l'objectif.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Le crédit de qualité offre des opportunités, mais nous sommes sélectifs et privilégions les entreprises dont les flux de trésorerie sont stables. Nous considérons favorablement les segments très liquides et les entreprises susceptibles de bénéficier d'une décélération des prix à la production. Nous maintenons notre préférence pour les valeurs financières.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les fondamentaux des catégories BB et B sont solides (liquidités, marges et croissance). Toutefois, la liquidité et l'endettement des émetteurs CCC se sont détériorés. Sur le HY, sélectivité et biais pro-qualité s'imposent. Les valorisations élevées ne compensent pas le risque de crédit et de liquidité.
	Govies Europe	=	▲	La croissance de l'Europe devrait ralentir, avec des risques de baisse liés au ralentissement de l'économie mondiale. Nous pensons que la BCE arrive à la fin de son cycle de hausse, mais il reste du travail à faire pour maîtriser l'inflation. Nous restons donc actifs et surveillons l'attitude de la BCE.
	Obligations d'entreprises euro IG	=/+		Nous considérons toujours favorablement le crédit de qualité, avec un biais pour les entreprises qui conservent une position de capital solide et des réserves de liquidités qui les aideront à résister au ralentissement économique.
	Obligations d'entreprises euro HY	-		Nous sommes prudents sur le HY compte tenu des perspectives de défaut. L'adaptation à des coûts de financement plus élevés et au ralentissement économique sera plus difficile pour les émetteurs HY moins bien notés (plus faible capacité à générer des flux de trésorerie et besoins de refinancement).
	Govies Chine	=		La corrélation limitée des obligations chinoises avec celles des marchés développés constitue un atout de diversification important : toute faiblesse de la croissance du pays devrait se révéler positive. Nous restons neutres.
	Dettes émergentes en devise forte	=/+		Nous sommes légèrement positifs sur la dette en devise forte, avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG compte tenu des spreads actuels. La dette de certains pays d'Amérique latine offre un portage attractif, mais nous surveillons l'évolution de l'inflation et la dette des entreprises en général.
	Dettes émergentes en devise locale	+		L'affaiblissement du dollar et la poursuite de la croissance économique créent une toile de fond positive. Nous privilégions avec sélectivité les pays tels que l'Inde et le Mexique. Nous surveillons également les tensions géopolitiques susceptibles d'affecter les autres pays émergents.

AUTRES	Matières premières			Les métaux de base et les matières premières en général devraient être affectés par l'activité de la Chine, mais la transition énergétique est un facteur de soutien (graduel). Nos objectifs de cours à 12 mois se situent à 9 300 \$/t pour le cuivre et à 2 000 dollars/once pour l'or, dans un contexte de valorisation difficile, marqué par un ralentissement des hausses de taux et des risques géopolitiques.
	Marché des changes			Le comportement du dollar semble lié aux attentes concernant les décisions de la Fed. Nous restons prudents et maintenons notre objectif de cours pour la paire EUR/USD à 1,18 au T1 2024. Nous attendons plus de précisions de la part de la Fed, qui pourrait réévaluer la situation après la fin de l'été.



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

Source : Amundi, juillet 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.

# Rester diversifié sans augmenter le risque

Nous évaluons les perspectives de l'économie et des résultats des entreprises, ainsi que les valorisations. Sur tous ces points, nous ne sommes pas très positifs, car nous constatons une expansion des multiples avec la hausse des taux. Le risque de récession des bénéficiaires subsiste. Ceci explique notre prudence. Mieux vaut rester fidèle à ses convictions à long terme, mais avec souplesse pour tirer parti du potentiel des ME via une position diversifiée. On pourra aussi maintenir les couvertures sur les actifs risqués et la duration, tout en ajustant les positions sur les changes.

## Des idées à conviction forte

Nous sommes défensifs sur les actions des MD, notamment les États-Unis, l'Europe et le Japon, mais identifions des opportunités ailleurs. Nous affirmons depuis longtemps que le thème des ME ne se limite pas à la Chine. Ainsi, au-delà de notre position neutre sur la Chine en raison de la faiblesse récente de l'immobilier et de l'industrie, nous cherchons la diversification dans le reste de l'univers ME, sur lequel nous sommes désormais positifs.

Nous restons positifs sur la duration américaine, mais la persistance de l'inflation sous-jacente implique une certaine protection. Nous sommes également légèrement constructifs sur la duration dans l'UE après la hausse des rendements et les signes de faiblesse économique. Les obligations suédoises devraient bénéficier de la vulnérabilité de l'économie locale, et le spread BTP-Bund de la demande pour les obligations italiennes dans un contexte d'offre limitée.

Concernant les JGB, nous sommes prudents, mais attentifs au discours et aux décisions de la BoJ. Nous restons actifs sur l'ensemble des courbes et voyons des opportunités sur le 10 ans britannique par rapport au 10 ans australien (BoE plus accommodante) et sur la pentification de la courbe canadienne. Sur les obligations des ME, nous sommes positifs et apprécions les titres d'État tchèques (couverts) en raison de leur portage et de la désinflation graduelle dans le pays.

**Nous restons défensifs sur le HY des É.-U.** Les valorisations actuelles semblent trop optimistes et pas en phase avec nos prévisions de ralentissement de l'économie et de resserrement des conditions financières. La liquidité pourrait être un autre problème dans ce segment à l'avenir.

**Sur les changes, après le bon comportement du NOK/CAD,** nous ne sommes plus positifs. Nous sommes pessimistes sur le GBP et implémentons cette opinion par le biais de l'EUR, du CHF et du JPY. Nous restons négatifs sur le dollar américain face à l'EUR et à l'AUD. Dans les ME, nous apprécions les paires INR/CNH, MEX/EUR et BRL/USD.

## Risques et couvertures

Alors que les perspectives de croissance économique sont incertaines, avec des valorisations d'actifs élevées, des couvertures solides devraient permettre de s'adapter à l'évolution du contexte. Aussi, la nécessité de maintenir des couvertures sur les actions américaines persiste. En parallèle, les métaux précieux offrent diversification et sécurité, notamment en cas d'aggravation des tensions géopolitiques.



**Francesco SANDRINI**  
Responsable des  
Stratégies Multi-Asset

*“Les investisseurs doivent davantage couvrir la duration américaine et explorer les opportunités offertes par les obligations et les actions des pays émergents.”*

### Convictions Amundi Cross-Asset

■ Positionnement actuel → Changement par rapport au mois dernier

		---	--	-	=	+	++	+++
Actions	MD			■				
	ME					■		
Crédit				■				
Duration	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.

# S'en tenir aux fondamentaux et aux valorisations



**Fabio DI GIANANTE**  
Responsable Actions  
(grande capitalisation)

## Évaluation globale

La récession aux États-Unis semble moins imminente, mais les marchés envisagent encore un scénario trop optimiste. Nos inquiétudes pourraient bientôt être confirmées par les résultats des entreprises, dont les dirigeants apporteront plus de clarté. Nous continuons d'éviter les segments où les valorisations ne correspondent pas au potentiel de bénéfices et préférons des modèles économiques robustes dans divers secteurs et régions, dont les pays émergents.



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde

## Actions européennes

Mieux vaut maintenir une diversification combinant des cycliques de qualité et des défensives. Les entreprises susceptibles de restituer des liquidités aux actionnaires sont attractives. Dans la consommation non cyclique, nous privilégions les défensives à durée longue, et les valeurs présentant des caractéristiques cycliques. Nous retenons aussi la santé et certaines pharmaceutiques, car, comme de nombreuses valeurs non cycliques, elles offrent des perspectives de valorisation et de dividendes. Parmi les cycliques, les industrielles actives dans l'automatisation, le transport durable et l'électrification sont intéressantes. Par ailleurs, nous aimons les banques de détail, du fait de leurs dividendes et de leur exposition positive aux taux élevés. En revanche, nous sommes prudents sur les technologies, en particulier les semi-conducteurs, leurs perspectives étant incertaines.



**Kenneth J. TAUBES**  
Directeur des  
Investissements US

## Actions américaines

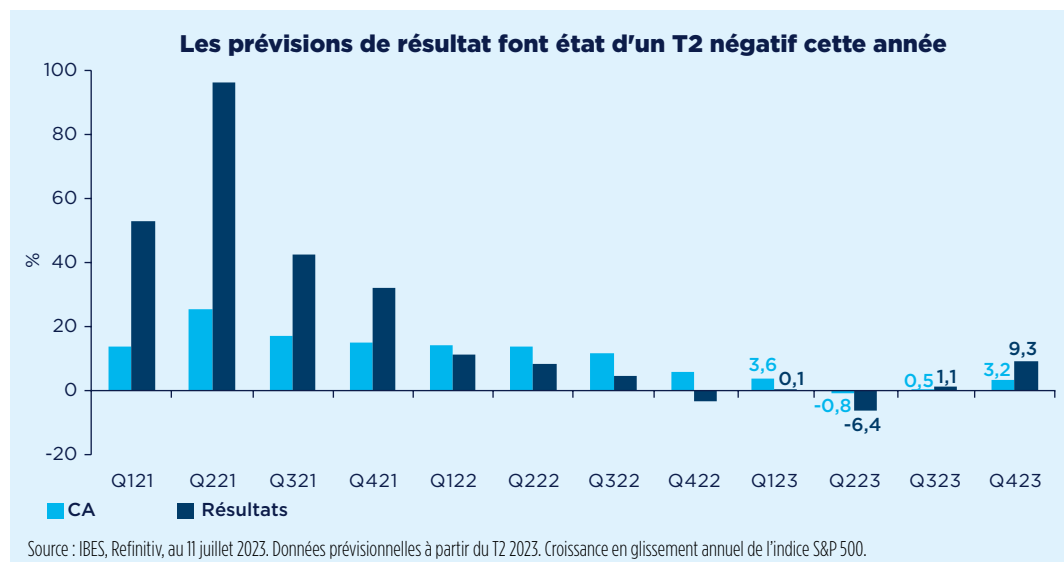
Les marchés au sens large sont surévalués. Mais les valorisations des titres value sont raisonnables. Les grandes capitalisations de crois-

sance comme value peuvent faire l'objet d'une gestion value. Cela signifie privilégier les actions les moins chères dans chaque catégorie, si leurs modèles sont solides et la croissance de leurs bénéfices stable. À l'autre extrémité, les valeurs défensives (et même les cycliques) sont chères, mais celles bon marché ne méritent peut-être pas d'être détenues. Nous différencions donc les titres qui ont l'habitude de rémunérer les actionnaires sans être uniquement des défensives traditionnelles (équipements de santé). Parmi les cycliques, la consommation et l'industrie semblent vulnérables. Le secteur de la consommation cyclique, déjà cher, pourrait subir des pressions salariales. En revanche, nous privilégions l'énergie, les matériaux, les banques et les financières hors spread. Enfin, en cas d'assèchement des liquidités, les segments les plus surévalués (c'est-à-dire les mégacapitalisations) seront les plus touchés.

## Actions émergentes

Les anticipations de reprise des résultats au S2 devraient être positives dans les ME. Toutefois, les risques géopolitiques et idiosyncrasiques pourraient peser sur la confiance. Nos marchés de prédilection sont le Brésil et l'Inde. Au Brésil, les valorisations sont attractives et la banque centrale devrait réduire ses taux. L'Inde devrait bénéficier de l'évolution des chaînes d'approvisionnement mondiales et des politiques nationales. Nous avons revu à la hausse notre position sur ces deux pays, mais à la baisse celle sur la Chine. Au niveau sectoriel, nous privilégions l'immobilier et la consommation cyclique, mais restons prudents sur la santé et les matériaux.

*“Le contexte actuel de valorisations élevées est propice à la sélection des titres, avec l'accent sur le pouvoir de fixation des prix et la solidité des résultats.”*



# Crédit : priorité à la qualité

## Évaluation globale

Les préoccupations actuelles portent sur les perspectives de croissance et d'inflation et leur impact sur les résultats et valorisations. Les entreprises peu endettées et disposant de réserves de capital importantes devraient être mieux à même de résister durant cette phase. Nous maintenons notre préférence pour la qualité aux États-Unis, en Europe et sur les ME.

## Obligations mondiales et européennes

Nous sommes proches de la neutralité sur la durée des États-Unis et du cœur de la zone euro, mais défensifs sur le Japon. Nous sommes en revanche légèrement positifs sur la durée de l'Europe périphériques (dont l'Italie) et semi-core. Nous voyons aussi des opportunités dans d'autres zones, notamment sur la durée au Canada et au Royaume-Uni. Ailleurs, sur le crédit, nous pensons que les marchés intègrent un scénario « Goldilocks » et conservons notre biais pour la qualité dans l'IG et les financières subordonnées. Sur le HY, nous préférons distinguer entre la dette notée CCC et BB/B. Les taux de défaut des CCC ont été bien plus élevés que ceux de la catégorie B. Par ailleurs, nous maintenons notre opinion constructive sur les financières de l'UE en raison de leur potentiel de redressement et de la qualité de leurs actifs. En revanche, les entreprises non financières faiblement notées pourraient davantage subir le resserrement des conditions financières.

## Obligations américaines

Les marchés tablent sur un scénario sans atterrissage de l'économie et sur des taux plus élevés pour plus longtemps. A contrario, nous percevons un risque de légère récession, ce qui rend complexe la gestion de la durée. Nous

restons constructifs, mais gérons de manière tactique et voyons du potentiel tant dans les taux nominaux que réels sur les segments intermédiaires de la courbe. Sur le crédit, nous préférons l'IG à l'HY. Sur le HY, les fondamentaux des BB/B divergent par rapport à ceux des CCC dont l'endettement s'est récemment détérioré. D'une façon générale, nous préférons donc les émetteurs de bonne qualité. Du point de vue sectoriel, nous préférons les financières aux non-financières dans l'IG. Concernant le crédit titrisé, le resserrement récent des spreads offre l'opportunité de profiter de la hausse des ABS et RMBS dont les échéances sont longues et la volatilité élevée.

## Obligations émergentes

La dette des pays émergents offre un point d'entrée attractif et nous maintenons une opinion neutre à positive sur la durée, même si nous sommes devenus prudents sur la Chine. Nous sommes légèrement positifs sur la dette en devises fortes, et préférons le HY à l'IG. Nous sommes également constructifs sur la dette en devises locales, mais avec sélectivité. Géographiquement, nous privilégions l'Amérique latine (Brésil, Mexique, Colombie), où l'inflation s'atténue, mais surveillerons l'impact du retrait de la Russie de l'accord sur les céréales. En Asie, nous considérons favorablement des pays tels que l'Indonésie.

## Devises

La faiblesse du dollar est susceptible de persister cette année. Nous privilégions le JPY et l'AUD parmi les devises des marchés développés, l'INR et l'IDR parmi celles des émergents. Le GBP pourrait être pénalisé dès que l'attention du marché se portera sur la croissance économique.



**Amaury D'ORSAY**  
Directeur du Métier  
Fixed Income

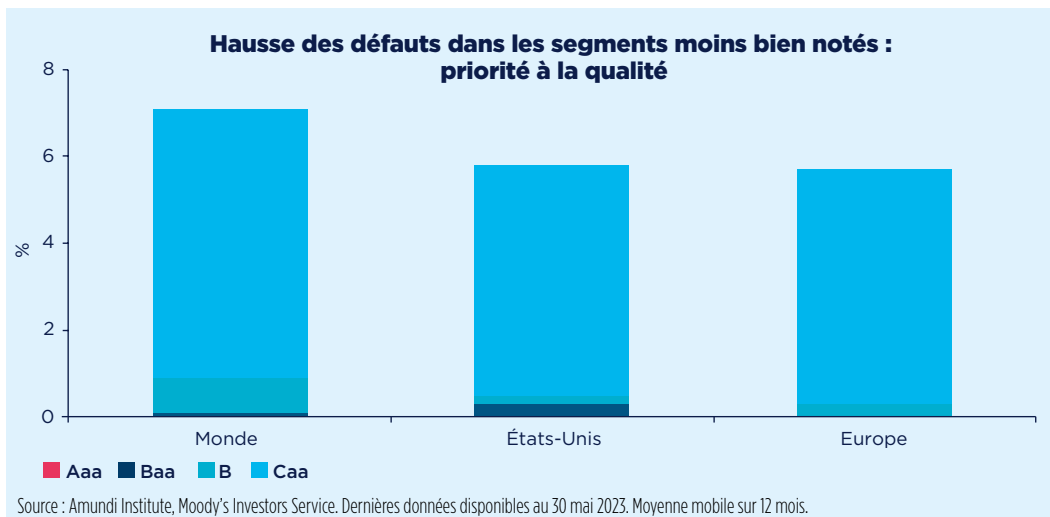


**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés  
Émergents Monde



**Kenneth J. TAUBES**  
Directeur des  
Investissements US

**“En période de faible croissance et de valorisations élevées, nous nous concentrons sur la qualité et différencions les entreprises en fonction de leurs réserves de liquidités, de la solidité de leurs flux de trésorerie et de leur niveau d'endettement.”**







# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 17 juillet 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Pays développés</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>7,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>
États-Unis	2,1	1,6	-0,3	8,0	4,1	2,6
<b>Zone euro</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>8,4</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>
<i>Allemagne</i>	1,9	-0,3	0,7	8,7	6,0	2,6
<i>France</i>	2,5	0,6	0,7	5,9	5,7	2,7
<i>Italie</i>	3,8	1,2	0,7	8,7	6,5	2,3
<i>Espagne</i>	5,5	1,8	0,7	8,3	3,0	2,5
Royaume-Uni	4,1	0,3	0,7	9,0	7,6	3,2
Japon	1,0	0,9	1,0	2,5	3,1	1,6
<b>Pays émergents</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>8,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>
Chine	3,0	5,1	4,3	2,0	1,1	2,5
Inde	6,9	6,0	5,5	6,7	5,5	5,7
Indonésie	5,3	5,0	5,0	4,2	4,0	3,7
Brésil	2,9	2,6	1,3	9,3	4,6	3,9
Mexique	3,0	2,8	0,7	7,9	5,4	4,0
Russie	-2,1	1,2	1,5	13,8	5,5	4,5
Afrique du Sud	1,9	0,3	1,0	6,9	6,1	5,2
Turquie	5,5	2,8	3,9	72,0	47,8	38,7
<b>World</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>8,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,3</b>

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	17 juillet 2023	Amundi +6m	Consensus +6m	Amundi +12m	Consensus +12m
États-Unis*	5,25	5,50	5,16	4,00	4,49
Zone euro**	3,50	3,75	3,79	3,50	3,46
Royaume-Uni	5,00	5,50	5,75	4,75	5,75
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
Chine***	3,55	3,45	3,45	3,45	3,45
Inde***	6,50	6,50	6,40	6,00	6,05
Brésil	13,75	12,00	12,25	10,00	10,13
Russie	7,50	8,00	7,75	7,00	7,20

Source : Amundi Institute. Prévisions au lundi 17 juillet 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, %

	7 juillet 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	4,91	3,80-4,00	4,56	3,40-3,60	4,25
Allemagne	3,25	2,60-2,80	2,92	2,40-2,60	2,62
Royaume-Uni	5,38	4,30-4,50	5,15	4,10-4,30	5,10
Japon	-0,05	0,10-0,20	0,00	0,20-0,40	0,01

### Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	7 juillet 2023	Amundi +6m.	Forward +6m.	Amundi +12m.	Forward +12m.
États-Unis	4,03	3,30-3,50	4,00	3,10-3,30	3,95
Allemagne	2,63	2,40-2,60	2,60	2,30-2,50	2,55
Royaume-Uni	4,64	3,80-4,00	4,61	3,70-3,90	4,60
Japon	0,43	0,50-0,70	0,52	0,60-0,80	0,59

## Cours de change

	7 juillet 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024
EUR/USD	1,10	1,14	1,12	1,18	1,13
EUR/JPY	156	151	150	148	144
EUR/GBP	0,85	0,89	0,88	0,90	0,88
EUR/CHF	0,97	1,00	0,99	1,05	1,01
EUR/NOK	11,65	11,67	11,29	11,37	10,85
EUR/SEK	11,87	11,91	11,46	11,63	11,08
USD/JPY	142	133	135	125	128
AUD/USD	0,67	0,68	0,69	0,74	0,72
NZD/USD	0,62	0,61	0,62	0,64	0,64
USD/CNY	7,23	7,00	6,80	6,60	6,85

Source : Amundi Institute. Prévisions au vendredi 7 juillet 2023.



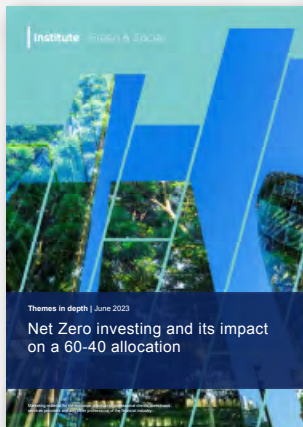
# Amundi Institute

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.

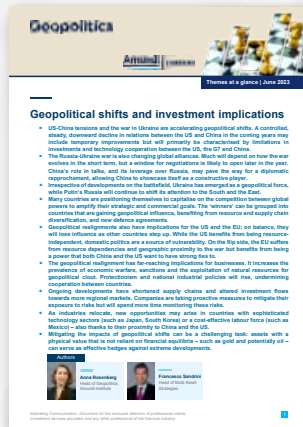
Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'Amundi Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de 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](http://www.amundi.com)



L'investissement Net Zéro et son implication sur une allocation 60/40



Changements géopolitiques et implications pour l'investissement



Quels changements de comportement des investisseurs particuliers à l'Ère Numérique ?



Global Investment Views | Juillet 2023



Des stress-tests à la value-at-risk climatiques : une approche stochastique



Outerblue Convictions - S2 Outlook - Un parcours difficile, mais qui devrait offrir des points d'entrée

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 jeudi 20 juillet 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 2 août 2023.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Crédits photo : © iStock/Getty Images Plus – Ian Roberts.

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie Taux, CFA

**BERARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste Senior Taux

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Pol,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**CESARINI Federico,**

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**DI SILVIO Silvia,**

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

**DROZDZIK Patryk,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**HUANG Claire,**

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**MIJOT Éric,**

Responsable de la Stratégie Actions

**PORTELLI Lorenzo,**

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

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable Macroéconomie

**ROSENBERG Anna,**

Responsable Géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste Senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste Souverains Senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice d'Amundi Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia,**

Responsable de l'équipe Edition et Publication

**FIOROT Laura,**

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

### Rédacteurs en chef adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition