

Janvier
2024

CROSS ASSET

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

THÈME DU MOIS

Europe : l'heure est à la consolidation budgétaire

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Santa Rally : les obligations et les marchés émergents se distinguent

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Directrice de l'Amundi
Investment Institute

« Après les progrès réalisés sur le front de l'inflation, la Fed semble marquer une pause qui devrait durer jusqu'aux premières baisses de taux vers la fin du T2. »



Vincent MORTIER
Directeur des Gestions

« Même si le rebond de fin d'année peut offrir des opportunités tactiques, nous restons prudents à l'égard des actions car les marchés anticipent un scénario Boucle d'or. »



Matteo GERMANO
Directeur Adjoint des Gestions

« Les marchés ont réalisé des gains importants malgré les anticipations de croissance modérée cette année. Nous restons défensifs mais conservons une certaine flexibilité. »



Janvier 2024

Table des matières



THÈME DU MOIS	4
Europe : l'heure est à la consolidation budgétaire	
MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE	6
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçu macroéconomique	9
Regard sur les banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques pour le scénario central	12
Modèles de l'Amundi Investment Institute	13
Principaux graphiques du mois	14
Matières premières et devises	16
GLOBAL INVESTMENT VIEWS	17
Points de vue du CIO	18
Santa Rally : Les obligations et les marchés émergents se distinguent	
Trois questions brûlantes	20
Points de vue sur les classes d'actifs	21
PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES	25



Europe : l'heure est à la consolidation budgétaire

POINTS À RETENIR : Les finances publiques des pays de la zone euro ont commencé à s'améliorer en 2023 et la consolidation budgétaire va s'intensifier dans la plupart des pays membres en 2024. Néanmoins, la vulnérabilité budgétaire, en particulier pour les pays les plus endettés, va s'accroître au fil du temps, renforçant la probabilité que la dette publique ne se stabilise pas. L'objectif des nouvelles règles budgétaires est d'assurer la viabilité à long terme des finances publiques mais le financement de la transition verte pourrait en pâtir.



Didier BOROWSKI

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques - Amundi Investment Institute

« Il est important de commencer à réaffecter les ressources afin de préserver dès maintenant les dépenses prioritaires en prévision des temps difficiles à venir. »

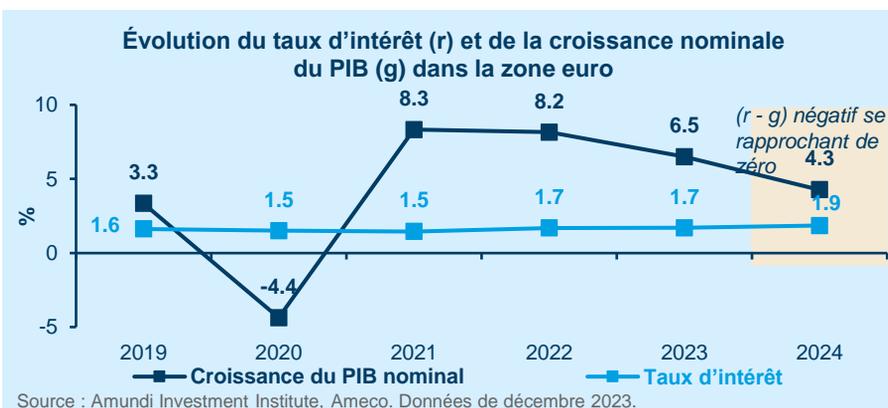
Dans un contexte de faible croissance, les États disposent de marges de manœuvre budgétaires moins importantes. En effet, pour les pays fortement endettés, la hausse des taux d'intérêt effectifs payés sur la dette alourdira les coûts du service de la dette et, toutes choses égales par ailleurs, contribuera à augmenter les ratios dette/PIB. Certes, les finances publiques des pays de la zone euro ont commencé à s'améliorer en 2023, avec une reprise des recettes fiscales, aidée par l'inflation, et la suppression progressive des mesures de soutien. En outre, la consolidation budgétaire va s'intensifier en 2024. **Sur la base d'une évolution du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, l'impulsion budgétaire devrait passer de -0,3 % à -0,85 % du PIB en 2024.**

La dynamique de croissance ne restera pas toujours aussi favorable

L'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB, connu sous le nom de $(r - g)$, reste négatif dans tous les pays mais se rapproche de zéro. Ce simple indicateur résume la sévérité des contraintes budgétaires. Lorsque $(r - g)$ est égal à zéro, la dynamique du ratio dette/PIB est simple : si l'État enregistre un déficit primaire, le ratio d'endettement augmente, s'il enregistre un excédent, le ratio d'endettement diminue.

La plupart des pays de la zone euro affichent actuellement des déficits primaires. À mesure qu'ils refinancent leur dette, le taux d'intérêt moyen sur la dette (le taux effectif) reflète davantage la hausse du taux du marché à long terme. Les contraintes budgétaires vont inévitablement se resserrer, l'écart $r-g$ menaçant de revenir en territoire positif (en raison de la faiblesse de la croissance, de la désinflation et de la hausse des rendements obligataires).

Les finances publiques sont viables en Europe, mais la vulnérabilité budgétaire va s'accroître avec le temps, en particulier pour les pays les plus endettés. La probabilité que la dette publique ne se stabilise pas augmente. Il est nécessaire de reconstituer dès maintenant les ressources en prévision des mauvais jours et de les réaffecter pour préserver les dépenses prioritaires. Cet ajustement doit se faire très progressivement afin d'éviter toute mesure budgétaire exagérément procyclique.





Nouvelles règles budgétaires : l'épée de Damoclès plane sur le financement de la transition verte

Les règles budgétaires nouvellement définies sont particulièrement complexes (voir encadré) et loin de l'objectif initial. Cette complexité est le résultat d'un compromis entre des États aux positions initialement conflictuelles. Néanmoins, elles représentent une avancée par rapport aux anciennes règles. **L'objectif principal est de rendre les États plus responsables et de les encourager à promouvoir réformes et investissements. Les États qui joueront le jeu bénéficieront d'une plus grande flexibilité.** Les règles ne s'appliqueront qu'à partir de 2025.

En outre, afin d'éviter un ajustement brutal pour les pays qui relèveront de la procédure de déficit excessif (PDE) en 2024 (comme la France et l'Italie), il a été convenu que l'augmentation des charges d'intérêt sur la dette ne sera pas prise en compte dans le calcul du déficit structurel sur la période 2025-27. Les coupes budgétaires devraient donc rester limitées sur cette période.

Il est encore trop tôt pour juger de l'efficacité des nouvelles règles budgétaires et de leur impact sur la croissance. **C'est d'autant plus vrai qu'il sera assez difficile de concilier ces règles avec les investissements considérables nécessaires pour financer la transition verte et numérique** (700 Mds€ par an selon la Commission européenne - CE). En l'absence de capacité budgétaire centrale, il est peu probable que ce nouvel ensemble de règles soit plus respecté que le précédent. La CE devra être pragmatique.

Encadré : Points à retenir concernant les nouvelles règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance

Les règles ont été approuvées par les États membres de l'UE le 20 décembre 2023. Le Parlement européen examinera ces règles dans les prochaines semaines. Un vote favorable est attendu au plus tard à la fin du T1 2024.

Plan budgétaire à 4 ans

- Chaque pays devra établir un plan budgétaire sur 4 ans en collaboration avec la Commission européenne (CE). La CE peut prolonger la période d'ajustement de 4 à 7 ans, à condition que le pays soit prêt à mettre en œuvre des réformes favorables à la croissance et à investir dans les domaines de la transition écologique et numérique.
- Dans le cadre de ce plan, chaque État s'engagera à respecter une trajectoire de dépenses nettes. Cette trajectoire s'appuie sur une analyse de soutenabilité de la dette (DSA) qui permet d'établir un plan d'ajustement sur mesure.

Objectifs budgétaires

- Après l'établissement d'un plan d'ajustement budgétaire (sur 4 ou 7 ans), le déficit ne doit pas dépasser 1,5 % du PIB. L'objectif est de constituer une réserve pour les mauvais jours.
- Les pays dont le déficit est compris entre 1,5 % et 3 % du PIB devront faire des efforts supplémentaires. La réduction du déficit devra être d'au moins 0,4 % du PIB par an (si la période d'ajustement est de 4 ans) et d'au moins 0,25 % du PIB par an (si elle est portée à 7 ans).
- Les pays dont la dette est comprise entre 60 % et 90 % du PIB devront réduire leur ratio d'endettement de 0,5 pp par an sur la période d'ajustement. Si la dette dépasse 90 % du PIB, l'effort devra être plus important (1 pp par an) en moyenne sur la période d'ajustement.

Procédure de déficit excessif

- Le plan d'ajustement des dépenses nettes sera basé sur le plus strict des trois critères (DSA, déficit ou dette). La CE sera chargée du suivi. Si un pays s'écarte de la trajectoire de dépenses nettes de plus de 0,3 % du PIB en un an ou de plus de 0,6 % du PIB au total sur l'ensemble de la période d'ajustement, la CE décidera de lancer ou non une Procédure de déficit excessif (PDE).
- Les dépenses de défense bénéficient d'un traitement spécial (exclues des dépenses nettes).
- La Procédure de déficit excessif (lorsque le déficit annuel dépasse 3 % du PIB) est maintenue. De nombreux pays européens (dont la France et l'Italie) relèveront de la PDE à partir de 2024. Dans le cadre de cette procédure, l'ajustement ne portera pas sur la trajectoire de dépenses nettes mais sur le déficit structurel, qui devra être réduit de 0,5 % du PIB chaque année jusqu'à ce qu'il passe sous la barre des 3 %.
- En cas de non-respect de la PDE, l'amende sera limitée à 0,05 % du PIB, un niveau nettement inférieur à celui précédemment appliqué. L'accord s'appuie implicitement sur une procédure visant, pour la CE, à « pointer du doigt les mauvais élèves » afin d'encourager les États membres à respecter leurs engagements.



MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET
STRATÉGIE

Amundi Investment Institute



Les prix des services sous-jacents, clef de la désinflation



Mahmood PRADHAN

Responsable des questions macroéconomiques mondiales
Amundi Investment Institute



Annalisa USARDI, CFA

Économiste senior – Amundi
Investment Institute

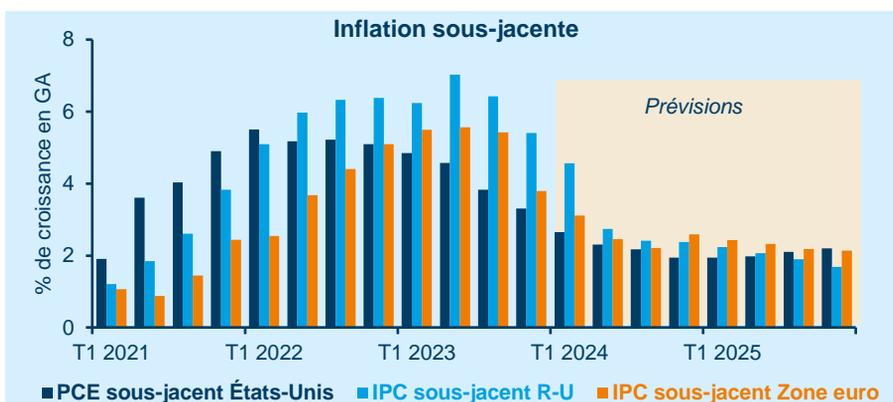
« La phase la plus facile de la désinflation étant passée, une modération des tensions sur le marché de l'emploi sera nécessaire pour maintenir l'inflation autour de l'objectif. »

Les derniers chiffres de l'inflation du T4 2023 en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis ont surpris à la baisse, les taux d'inflation totale en glissement annuel (GA) s'établissant désormais à 2,9 %, 3,9 % et 3,4 % respectivement, ce qui laisse présager un retour plus rapide que prévu à l'objectif.

Une tendance désinflationniste rapide, plus spectaculaire en ce qui concerne l'inflation globale que l'inflation sous-jacente, s'est manifestée dans l'ensemble des marchés développés (MD), soutenue par des effets de base très favorables sur les prix de l'énergie qui devraient désormais progressivement s'estomper, voire devenir légèrement défavorables. L'expiration des mesures spéciales mises en œuvre par les différents États, en particulier en Europe, pour réduire l'impact du choc énergétique en 2022 pourrait temporairement accroître la contribution de l'énergie à l'inflation globale et renforcer la volatilité à court terme. Aussi, alors que le processus désinflationniste général est appelé à se poursuivre (nous prévoyons une poursuite de la baisse des prix des biens en 2024), nous pensons que **la « phase la plus facile » du processus de désinflation est passée et que ramener l'inflation sous-jacente à l'objectif nécessitera une modération substantielle de la demande et de la croissance.** Bien que l'IPC sous-jacent reste supérieur à l'objectif dans les trois régions (États-Unis (3,9 %), Royaume-Uni (5,1 %) et zone euro (3,4 %)), les politiques macroéconomiques, en particulier la politique monétaire, sont suffisamment restrictives pour provoquer ce ralentissement de la croissance.

La normalisation des chaînes d'approvisionnement, l'anticipation d'une croissance économique inférieure à la normale et la réorientation de la demande intérieure des biens vers les services laissent présager une poursuite de la modération des prix des biens sous-jacents en 2024, dans le cadre d'un phénomène mondial qui devrait avoir un impact similaire sur les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro.

La dynamique des prix des services sous-jacents reste, en revanche, plus complexe : bien que la croissance économique ralentisse progressivement, la demande de services résiste, soutenue par une solide croissance des salaires, maintenant ainsi un pouvoir de fixation des prix et des niveaux de prix élevés dans le secteur des services. Par conséquent, **nous pensons qu'une modération significative des tensions sur les marchés de l'emploi et de la dynamique des salaires sera essentielle pour maintenir l'inflation à un rythme stable lorsqu'elle sera proche des niveaux cibles des banques centrales.** La faible croissance que nous anticipons en 2024 devrait y contribuer.



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



Immobilier : vers un retournement positif ?

Les récentes décisions de Pékin et de Shanghai d'assouplir leurs restrictions draconiennes en matière d'achat de logements ont ravivé l'espoir d'une plus grande stabilité du marché immobilier chinois en 2024. Toutefois, les effets de ces changements de politique devraient être limités. Les villes de première catégorie, dont Pékin et Shanghai, ne représentent que 3 % des surfaces vendues au niveau national, tandis que de plus en plus de ménages vendent leur logement sur le marché secondaire.



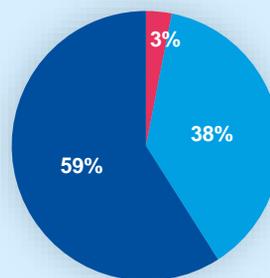
Claire HUANG

Stratège macroéconomique senior sur les marchés émergents -Amundi Investment Institute

« *Aucun signe ne permet de penser que la correction du marché immobilier chinois va s'arrêter.* »

Nous anticipons des baisses de prix supplémentaires, en particulier dans les grandes villes qui ont jusqu'à présent échappé à des corrections significatives. La correction du marché immobilier chinois devrait se poursuivre en 2024, sous la forme d'un double ajustement des prix et des volumes.

Part des surfaces vendues par catégorie de villes (% du total national)



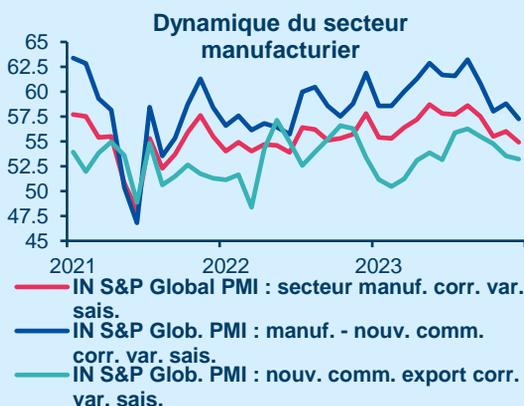
■ Catégorie 1 (4) ■ Catégorie 2 (45) ■ Catégorie inférieure (288)

Source : Amundi Investment Institute, China City Statistical Yearbook 2022 (publié en avril 2023). Entre parenthèses, nombre de villes dans chaque catégorie.

INDE

Ralentissement de l'activité en décembre

Les indicateurs généraux de l'industrie et du secteur manufacturier continuent de signaler une dynamique économique solide en début de trimestre, malgré le fléchissement généralisé de l'indice PMI en décembre (54,9 après 56). La demande intérieure l'emporte sur la demande extérieure avec des nouvelles commandes à 57,3 et des commandes à l'exportation à 53,2. Les prix des produits alimentaires, composante la plus instable et la plus pertinente, ont propulsé l'inflation globale à 5,6 % en glissement annuel en novembre, contre 4,9 % en glissement annuel en octobre, en y contribuant à hauteur de 3,7 %. Le chiffre de l'inflation de décembre est attendu à 6 % en glissement annuel.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream Eikon. Données au 15 décembre 2023.

Les chiffres budgétaires de novembre confirment le maintien d'un contexte solide avec un Développement Financier (*Financial Development*) représentant environ 51 % du budget de l'année fiscale 2024 huit mois après le début de l'exercice. Une très légère diversion vers des dépenses moins productives est en cours. Le déficit courant du T2 de l'année fiscale 2024 est passé de 1,7 % à 1 % du PIB : le dynamisme des exportations de services compense en partie la faiblesse de celles de biens.



Alessia BERARDI

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie macroéconomique – Amundi Investment Institute

« *Pas de dérapage budgétaire malgré l'annonce de nouvelles mesures pré-électorales.* »



Aperçu macroéconomique



Après une solide performance au T3, l'économie américaine devrait progressivement ralentir sous l'effet d'une moindre vigueur de la demande intérieure, pénalisée par le resserrement des conditions de crédit. Si une croissance modérée a été enregistrée au T4, nous continuons d'anticiper une décélération plus marquée au S1 2024. Dans le même temps, l'inflation va progressivement ralentir grâce à l'affaiblissement de l'inflation des services, jusqu'à présent persistante.



Après la faiblesse des chiffres du T3, celle des indices PMI montre que l'économie de la zone euro se trouve déjà dans une phase de croissance atone, sous l'effet de la dégradation des conditions financières, de la demande et de la confiance des entreprises. Face à une croissance mondiale moins vigoureuse et à une politique budgétaire moins favorable, la croissance restera faible au cours des prochains trimestres. L'inflation ralentira progressivement pour se rapprocher de l'objectif, une tendance qui sera plus rapide pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente.



Nous avons légèrement revu à la baisse nos prévisions pour le Royaume-Uni. Nous anticipons en effet un ralentissement de la demande intérieure, une dégradation du marché de l'emploi et une faiblesse persistante des dépenses d'investissement, en raison du resserrement de la politique monétaire, de la faiblesse de l'environnement extérieur et de la persistance d'une inflation élevée. La politique budgétaire pourrait apporter un soutien modéré. L'inflation devrait ralentir pour se rapprocher de l'objectif vers la fin de 2024.



Au Japon, les chiffres du T4 confirment notre vision d'une reprise chaotique sur un rythme supérieur à la tendance. Alors que la consommation de biens a surpris à la baisse, le moral des ménages s'est encore amélioré vers la fin de l'année. La production industrielle a mieux résisté que prévu, progressant en octobre/novembre malgré une contraction des exportations et des importations.



En Pologne, l'inflation diminue progressivement. L'inflation globale a reculé à 6,3 % en glissement annuel en décembre, contre 6,6 % en novembre, mais reste nettement au-dessus de la fourchette cible de la banque centrale (2,5 % +/- 1 %). Nous pensons que la Narodowy Bank Polski (NBP) restera en attente pour le moment. En ce qui concerne l'activité économique, l'indice PMI manufacturier de décembre a légèrement reculé, passant de 48,7 en novembre à 47,4, même si le PMI a légèrement progressé sur le trimestre. En revanche, les nouvelles commandes baissent depuis 22 mois consécutifs et les commandes à l'exportation ont elles aussi reculé.



En Afrique du Sud, l'inflation globale est ressortie à 5,5 % en glissement annuel en novembre, contre 5,9 % en octobre, tandis que l'inflation sous-jacente est passée de 4,4 % en octobre à 4,5 % en glissement annuel en novembre. Notre prévision d'inflation globale pour 2024 est de 5,1 % (6 % en 2023). La SARB devrait engager son cycle d'assouplissement ce trimestre, portant son taux directeur à 7,75 % contre 8,25 % à la fin du T1 2024.



La dynamique économique reste ferme au Mexique, mais les signes d'une économie en surchauffe ayant besoin d'une pause commencent à se manifester. Les services ont enregistré une baisse de 0,5 % en octobre, ce qui conforte notre scénario d'un S2 nettement moins vigoureux que le S1 l'an prochain. Dans le même temps, la désinflation bénéficie du ralentissement des prix des biens sous-jacents, mais l'inflation des services reste persistante. Après un virage accommodant en novembre et une baisse des taux attendue au T1 2024, la Banxico s'est montrée plus prudente en décembre, suggérant qu'une telle baisse au T1 n'est pas acquise.



Le PIB brésilien continue de ralentir du fait de l'intention des autorités (taux directeurs élevés). Il a à peine progressé au T3 (0,1 %), tandis que l'indicateur d'activité économique de la Banco Central do Brasil (BCB) vient de se contracter début T4/novembre. L'inflation a continué de s'améliorer, l'IPCA annuel ralentissant à 4,7 % en glissement annuel en novembre. La BCB a maintenu son rythme d'assouplissement de 50 pb en décembre (4^e baisse à 11,75 %) et a signalé que ce rythme resterait inchangé compte tenu des problématiques budgétaires.

Un nombre croissant de BC se rapprochent du pivot

Marchés développés

La réunion de la Fed a marqué un « pivot » vers une politique monétaire plus accommodante. Le scénario de « **taux plus élevés plus longtemps** » est révolu.

La Fed ne veut pas restreindre l'économie plus longtemps que nécessaire. Les membres du FOMC (Federal Open Market Committee) sont désormais très attentifs à l'impact de la hausse des taux sur la croissance. La Fed est revenue au point où ses deux mandats (stabilité des prix et niveau d'emploi maximal soutenable) sont importants.

Malgré les récentes évolutions positives, **Christine Lagarde a déclaré que la BCE ne devait pas baisser la garde face à la chute de l'inflation**. « Nous n'avons pas du tout évoqué la possibilité d'une baisse des taux », a-t-elle admis. La BCE anticipe un rebond de l'inflation au cours des prochains mois. Les salaires sont le facteur le plus important : la BCE reste particulièrement préoccupée par l'évolution des salaires dans un contexte de baisse de la productivité.

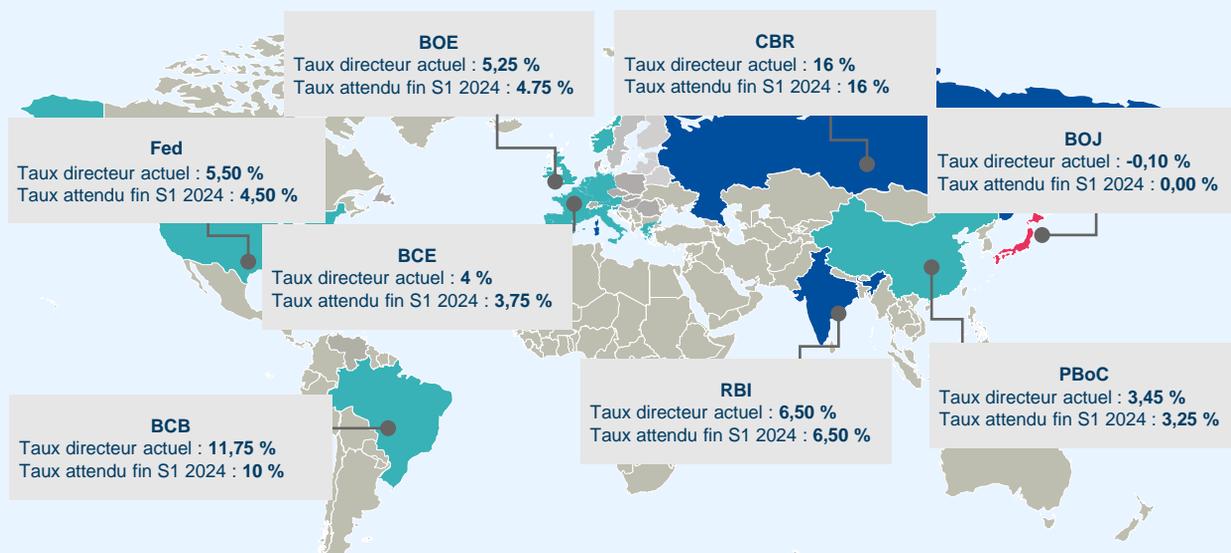
La divergence entre la Fed et la BCE est particulièrement notable compte tenu de la **faiblesse récente des performances économiques de la zone euro et de sa désinflation plus rapide que celle des États-Unis**.

Parallèlement, **la Banque d'Angleterre reste prudente** et ne montre aucune intention de s'écarter de « taux plus élevés plus longtemps ».

Marchés émergents

En décembre, les conditions financières mondiales sont restées favorables (taux de référence et dollar US), ce qui a permis aux **banques centrales des marchés émergents de poursuivre leurs cycles d'assouplissement en conduisant leurs politiques monétaires en fonction de leurs propres conditions économiques nationales**. En décembre, **la BanRep en Colombie et la CNB en République tchèque ont rejoint le groupe des banques centrales déjà engagées dans un cycle d'assouplissement**, avec de premiers gestes graduels (-25 pb chacune). Confrontée à une inflation toujours proche de 10 %, **la BanRep a ramené ses taux directeurs à 13 %**, conformément aux attentes du consensus. Sur fond de tendance désinflationniste plus prononcée, la BanRep devrait procéder à des baisses plus importantes en 2024 (plus de 400 pb). Avec la reprise de la désinflation en novembre, **la CNB a engagé son cycle d'assouplissement** (taux directeurs à 6,75 %), alors que nous l'anticipons début 2024. Nous confirmons notre prévision de taux directeurs à 4 % d'ici fin 2024. Sur une trajectoire opposée et avec un discours spécifique, **la Banque centrale de Turquie a de nouveau relevé ses taux**, modérant le rythme (+250 pb à 42,5 %). La fin du cycle de hausse des taux est proche (après 3 400 pb de hausse) avec un pic probablement à 45 %.

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



Source : Amundi Investment Institute, au 10 janvier 2024. L'évaluation par Amundi de l'évolution des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif de l'Amundi Institute concernant l'orientation des taux directeurs, établi sur la base des indications prospectives et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS	25 janvier	31 janvier	1er février
	Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) américain	Réunion du Comité de politique monétaire de la BOE



2024, une année de risques baissiers plus importants



Anna ROSENBERG
Responsable géopolitique -
Amundi Investment Institute

« 2024 ressemblera davantage à 2023, avec des risques encore plus élevés, qu'à 2018 ».

Pour celles et ceux qui souhaitent une évaluation binaire du risque, **notre scénario de référence (probabilité : environ 60 %+) est que les principales zones de tension géopolitique ne devraient pas s'enflammer l'an prochain.** Il est toutefois important de noter que 2024 ressemblera davantage à 2023, avec des risques encore plus élevés, qu'à 2018. **Cela signifie qu'il devrait y avoir des surprises négatives compte tenu de l'ampleur du risque dans le système** et de la volonté de certaines puissances d'exploiter les vulnérabilités pour affaiblir les États-Unis et leurs alliés. Nous avons revu à la hausse les risques baissiers de bon nombre de nos scénarios géopolitiques pour cette année. Dans de nombreux cas, ce risque peut atteindre 40 %, ce qui signifie qu'il vaut mieux se préparer et réfléchir aux conséquences de ce qui pourrait se produire s'il se concrétisait.

En Israël, même si le scénario de base est toujours que le conflit restera « local », les événements actuels nous rappellent que le risque d'escalade régionale à plus grande échelle reste important. Même s'il est peu probable que l'Iran s'implique directement, il est de plus en plus probable qu'Israël décide de frapper l'Iran. En ce qui concerne les relations entre la Chine et Taïwan, **nous pensons qu'un gouvernement taïwanais plus agressif sera en place après les élections de janvier, de sorte que les tensions vont probablement augmenter** ([DPP wins Taiwan elections: key take-aways for investors | Amundi Research Center](#)). Si l'opposition, plus favorable à la Chine, devait l'emporter, les relations entre Taïwan et la Chine s'amélioreraient, mais elles se dégraderaient probablement entre les États-Unis et Taïwan et, par conséquent, entre les États-Unis et la Chine. **Quant à la Russie et l'Ukraine, la poursuite des combats est le scénario le plus probable pour la majeure partie de 2024, avec une offensive probable de la Russie à l'approche des élections américaines.**

POLITIQUE



Dettes publiques en zone euro : attention aux divergences



Didier BOROWSKI
Responsable de la recherche sur
les politiques macroéconomiques
- Amundi Investment Institute

« La plupart des pays auront très peu de marge de manœuvre budgétaire pour absorber de nouveaux chocs. »

La consolidation budgétaire est essentielle. La persistance des pressions haussières sur les dépenses et la hausse des charges d'intérêt compliquent la tâche des autorités. Les budgets 2024 prévoient une réduction des déficits publics grâce à la suppression des mesures temporaires et à un retour attendu de la croissance. Mais les prévisions officielles de croissance du PIB sont trop optimistes.

La dette de certains pays (France, Italie et Belgique) se stabilisera à peine. Cela signifie que les politiques budgétaires contracycliques ambitieuses appartiennent au passé.

En Allemagne, la règle du frein à l'endettement impose une forme de consolidation budgétaire difficilement conciliable avec les faiblesses structurelles de l'Allemagne et qui risque d'être contre-productive en période de récession. Cette consolidation est susceptible de nuire à la

croissance potentielle, notamment si les plans d'investissement sont revus à la baisse.

En France, les économies réalisées grâce à la réduction des mesures de soutien liées à l'énergie sont compensées par une augmentation des dépenses dans d'autres domaines prioritaires. Le gouvernement anticipe un retour à un déficit de 3 % du PIB, mais pas avant 2027.

En Italie, la dette continue de peser sur les perspectives budgétaires. La réduction des dépenses publiques se limite à une baisse progressive des dépenses temporaires liées au Covid et à la crise énergétique. Cette réduction devrait être compensée par une augmentation du service de la dette. Plutôt que d'augmenter les impôts, le gouvernement prévoit de stimuler la croissance par le biais d'un programme national de relance de 250 milliards d'euros.

Autrement dit, la zone euro manque d'ambition. Cela pourrait lui coûter cher.

Scénario central et scénarios alternatifs

SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial

Prob.
20%

SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale

Prob.
70%

SCÉNARIO HAUSSIER Résilience de l'économie

Prob.
10%



- Aggravation de la guerre en Ukraine.
- Extension du conflit au Moyen-Orient (Iran).
- Davantage de protectionnisme et de représailles face aux mesures protectionnistes.

- La persistance de l'inflation sous-jacente entraîne un resserrement des conditions financières.
- Tension financière.
- Deux sous-scénarios avec des trajectoires différentes pour les taux directeurs : **récession modérée** : les risques inflationnistes peuvent encore prévaloir ; et **récession forte** : baisses de taux importantes dès le S1 2024. Le second est le plus probable.

- Perspectives de récession plus généralisées (croissance mondiale nettement inférieure à 2 %).

- Report des mesures de transition climatique : davantage de phénomènes climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement ou la sécurité alimentaire.

- Ukraine-Russie : poursuite des combats (cessez-le-feu moins probable).
- Israël : le conflit devrait rester local.
- Chine/US : trajectoire baissière maîtrisée.
- Davantage de protectionnisme, near-shoring/friend-shoring.

- L'inflation ralentit progressivement ; l'inflation sous-jacente persistante devrait se rapprocher de l'objectif d'ici fin 2024.
- BC des MD : statu quo, pas de baisse des taux avant la fin du printemps
- Le taux des *Fed Funds* revient à 3,75 % fin 2024 (-150 pb) en ligne avec la tendance désinflationniste attendue du déflateur PCE sous-jacent. BCE (-125 pb), avec une première baisse de taux en juin 2024.
- La plupart des BC des MÉ ont atteint leurs pics de taux. Baisses de taux attendues dans certains pays, notamment en Amérique latine.
- Politiques budgétaires très différentes selon les pays. Durcissement des politiques budgétaires de l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, CHIPS act) va s'essouffler en 2024. L'espace budgétaire des MÉ est limité dans un contexte de prudence. Mesures budgétaires modérées en Chine pour contenir le ralentissement.

- Le ralentissement mondial est de plus en plus synchronisé : croissance très anémique en Europe (avec des risques de récession croissants), faible récession américaine au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.
- Le resserrement des conditions de crédit devrait peser sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres.
- L'écart de croissance devrait rester favorable aux MÉ en 2024-25.

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

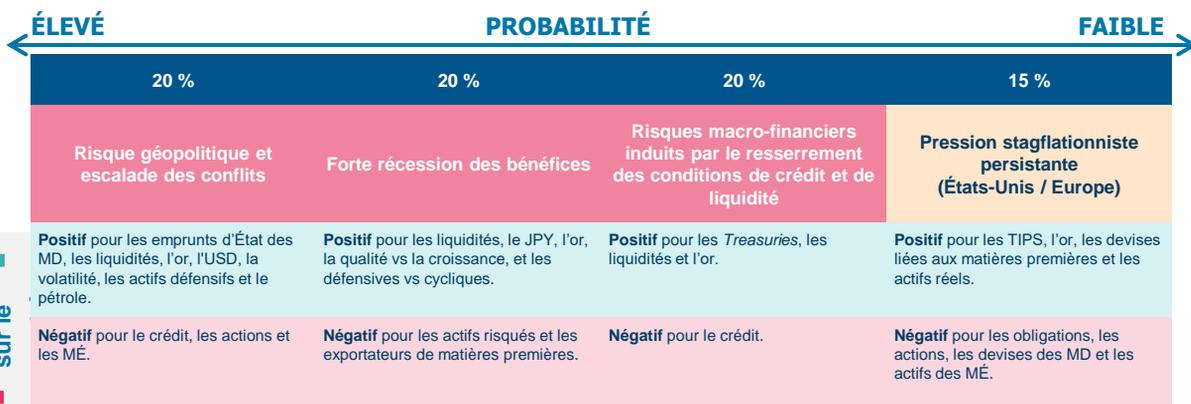
- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.
- Fin de la guerre Israël-Hamas.
- Baisse des prix de l'énergie ou des produits alimentaires.

- Conforme aux anticipations de baisse progressive des taux d'intérêt.

- En cas de désinflation cyclique prononcée, nous pourrions assister à un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024, notamment en Europe où l'épargne des ménages est abondante.
- Scénario type FMI ou BCE.

- La politique en matière de changement climatique et la transition énergétique sont des priorités absolues, coordonnées entre les régions.

Risques pesant sur le scénario central



Source : Amundi Investment Institute, janvier 2024. MD : marchés développés. MÉ : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : marchés des changes.

Cross Asset Sentinels Threshold (CAST)

En quoi consiste le modèle ?



Lorenzo PORTELLI

Responsable de la Stratégie Cross Asset, Responsable de la recherche chez Amundi Italie – Amundi Investment Institute

« Les conditions financières peuvent influencer la perception du risque par les marchés et, au final, guider les décisions d'allocation d'actifs. »

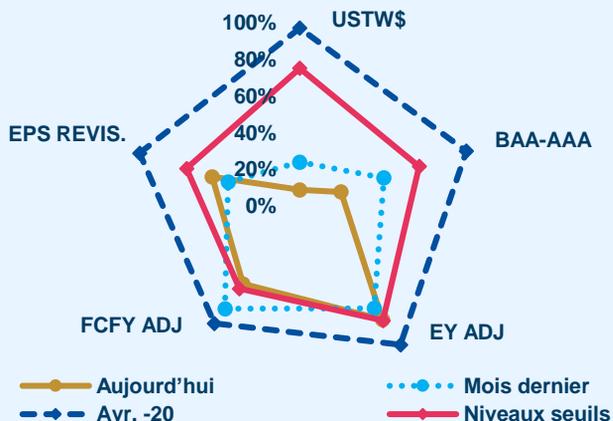
- **Fondement** : CAST est le modèle d'Amundi Investment Institute (All) permettant d'évaluer dans quelle mesure les conditions financières se répercutent sur les fondamentaux et les valorisations des entreprises. La perception du risque de marché ayant tendance à être corrélée aux conditions financières, une dégradation de ces dernières conduit à une allocation d'actifs plus défensive.
- **Configuration du modèle** : CAST se compose d'une sélection de cinq indicateurs visant à évaluer la probabilité de voir les marchés en mode d'aversion pour le risque. Un seuil d'alerte est estimé pour chaque indicateur. Il représente le niveau au-delà duquel l'indicateur a historiquement signalé un épisode de forte tension sur les marchés et d'aversion pour le risque. Les seuils peuvent être considérés comme des signes de complaisance excessive des investisseurs à l'égard du marché et signaler un tournant pour les actifs risqués.
- **Résultat du modèle** : lorsque les indicateurs se rapprochent des seuils, la perception du risque augmente. La probabilité d'une phase d'aversion pour le risque s'accroît de manière exponentielle si ces niveaux sont dépassés.



Quels sont les signaux actuels ?

- À l'heure actuelle, CAST indique une probabilité d'aversion pour le risque de 11 %, un niveau proche des planchers historiques.
- Actuellement, les deux indicateurs relatifs aux multiples de valorisation des actions (FCFY aj. et EY aj.) sont à peine inférieurs de quelques points de pourcentage à leurs seuils d'alerte, ce qui indique que les valorisations des actions sont devenues excessives par rapport aux niveaux de bénéfices et au coût de financement du crédit.
- Les trois autres indicateurs sont éloignés de la zone d'alerte, contribuant de manière significative à la faible probabilité d'aversion pour le risque.

CAST et contributions des principaux moteurs - Relevés quotidiens vs seuils d'alerte



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 5 janvier 2024. USTW\$ = dollar US pondéré en fonction des échanges commerciaux (en glissement trimestriel) ; BAA-AAA = écart entre les spreads de crédit Baa et Aaa de Moody's ; BPA REVIS. = ratio de révisions nettes du BPA du S&P 500 ; FCFY AJU. = rendement des flux de trésorerie disponibles ajusté* du S&P 500 ; EY AJU. = rendement des bénéfices ajusté* du S&P 500. (*ajusté du niveau de spread de crédit Baa-Aaa de Moody's)

Les actions en graphiques

Marchés développés

Rebond sur une large base en fin d'année

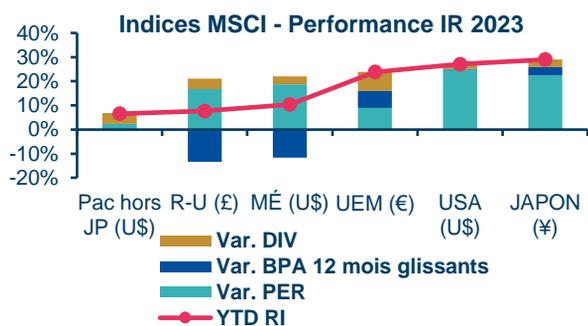
Bien que l'écart entre les indices MSCI ACWI pondérés en fonction du capital et équipondérés ait persisté tout au long de l'année 2023, le rebond de fin d'année s'est fait sur une base plus large.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 2 janvier 2024.

Le Japon et les États-Unis en tête

Le Japon, les États-Unis et l'UEM ont bénéficié de la hausse des ratios PER et des BPA. Pour les MÉ et le Royaume-Uni, la hausse des PER a compensé la baisse des BPA. Dans la région Pacifique hors Japon, les dividendes ont été clé.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 2 janvier 2024. YTD RI : performance des indices en performance totale sur 2023 ; Var BPA : variation du BPA sur 12 mois en 2023 ; Var PER : contribution du ratio PER ; Var DIV : contribution des dividendes à la performance totale de l'indice sur 2023.



« L'année 2023 s'est révélée positive pour les actions dans leur ensemble. »

Eric MIJOT

Responsable de la Stratégie actions mondiales - Amundi Investment Institute

Marchés émergents

2023 a été favorable aux MÉ, malgré la Chine

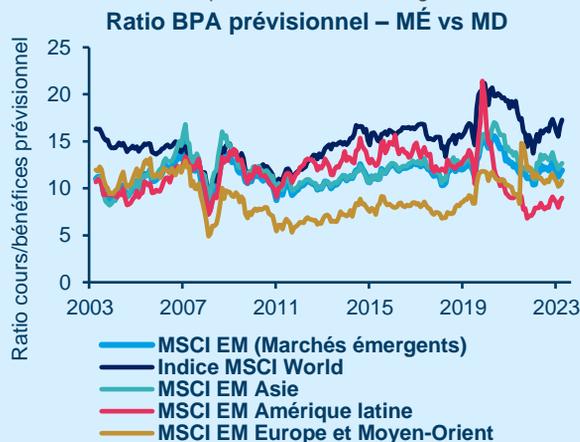
La performance des marchés émergents a été positive en 2023, quoique fortement diminuée par la Chine.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 31 décembre 2023.

Valorisations : Amérique latine et EMOA en tête

Les valorisations restent favorables aux MÉ par rapport aux MD, surtout en Amérique latine et dans la région EMOA.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 31 décembre 2023.



« L'année 2023 a été positive pour les MÉ, malgré la mauvaise performance de la Chine. »

Alessia BERARDI

Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents – Amundi Investment Institute

Les obligations en graphiques

Marchés développés

L'inflation devrait rapidement revenir à 2 %

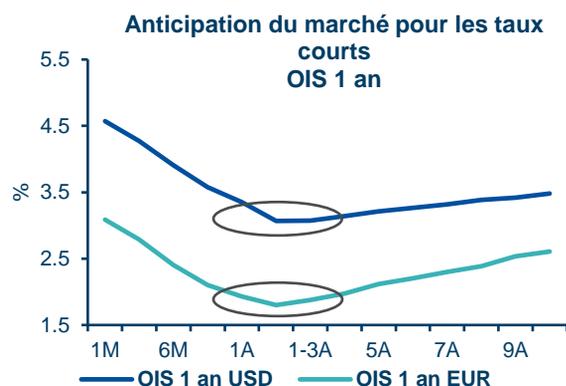
Les anticipations de baisse des taux de la BCE en 2024 ont accéléré depuis fin octobre pour atteindre -150 pb, en ligne avec celles de la Fed, malgré le ton plus restrictif de la BCE.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 21 décembre 2023. SOFR : taux de financement au jour le jour garanti.

Baisse à venir des taux de la Fed et de la BCE

Le taux directeur de la BCE devrait passer sous la barre des 2 % : anticipations de baisses en dessous du taux neutre et/ou de révisions à la baisse du taux neutre.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 21 décembre 2023. OIS : swap indexé au jour le jour.



« La vigueur de la demande et du marché de l'emploi jouera un rôle crucial dans l'orientation de la politique monétaire. »

Valentine AINOUIZ

Responsable de la Stratégie obligataire mondiale - Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Devises émergentes : reprise en cours

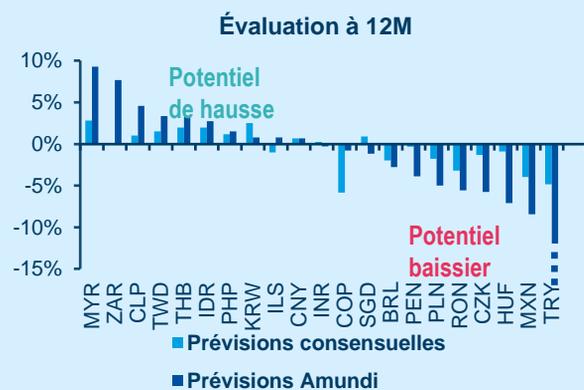
Les devises des marchés émergents se sont légèrement redressées en 2023, avec une tendance haussière marquée surtout au dernier trimestre.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 31 décembre 2023. Dynamique calculée en tant que moyenne cumulée des performances des devises émergentes par rapport à l'USD.

Certaines devises pourraient rebondir davantage

Après le récent rebond, nous pensons que les devises émergentes asiatiques qui ont sous-performé l'an passé recèlent un potentiel haussier supplémentaire à 6 mois.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 20 décembre 2023. La livre turque (qui n'est pas entièrement incluse ci-dessus) est à -31,10 %.



« L'appétit pour le risque a profité aux devises émergentes le mois dernier. »

Alessia BERARDI

Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents – Amundi Investment Institute

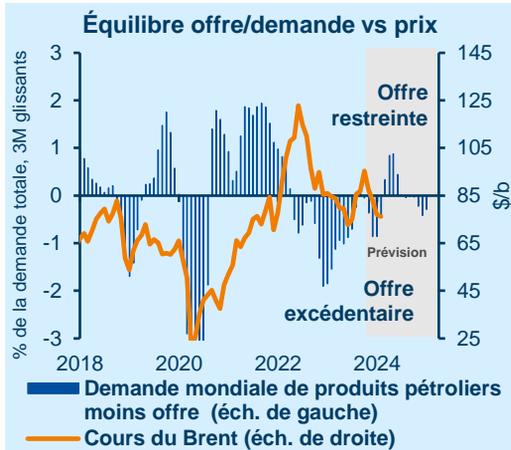


Jean-Baptiste BERTHON
Stratège senior Cross Asset –
Amundi Investment Institute

« L'offre américaine et la baisse de crédibilité de l'OPEP ont plafonné les prix. »

Une hausse modérée du prix du pétrole se profile

La hausse de l'offre hors OPEP et la moindre discipline de l'OPEP+ ont été les principaux freins pour les cours. La production américaine a surpris à la hausse en 2023, grâce à l'amélioration des techniques de forage et à l'exploitation des réserves de puits proches de leur achèvement. Le stock de puits doit à présent être reconstitué alors que les prix sont moins intéressants pour les producteurs de gaz de schiste, ce qui devrait limiter les surprises haussières. De plus, l'OPEP+ n'a pas encore tenu ses récents engagements de réduction, alors même que le respect des quotas sera plus difficile. La situation géopolitique n'a pas été favorable. Les attaques des Houthis en mer Rouge constituent davantage un problème pour les échanges commerciaux mondiaux qu'un risque pour le pétrole. Cependant, une escalade n'est pas à exclure. La demande devrait rester stable sur fond de croissance mondiale résistante. Dans un contexte de léger resserrement du marché et de pétrole à la fois bon marché et sous-détenu, le Brent devrait se rapprocher de 85 dollars le baril.

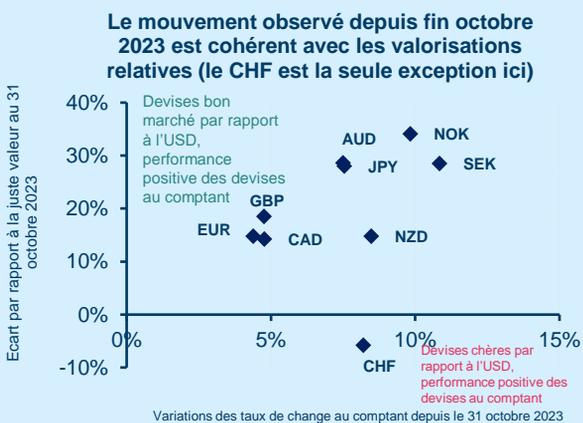


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, AIE, OCDE, OPEP. Données au 8 janvier 2024.

DEVISES

Le repli du dollar et le « signal de début de cycle »

L'USD s'est fortement replié au T4 2023, sans exception dans l'ensemble du G10. Bien que la saisonnalité négative de l'USD en décembre ait certainement joué un rôle, les chiffres décevants de l'économie américaine et la réunion accommodante de la Fed en décembre ont été les principaux facteurs de baisse. La réaction du marché des changes semble cohérente avec la performance positive des obligations et des actions, mais le rapprochement rapide du dollar de sa juste valeur nous semble prématuré et nous incite à la prudence quant à la tentation de « courir après le marché » à partir de maintenant. Historiquement, le



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

cours moyen de l'USD revient à sa juste valeur lorsqu'un nouveau cycle démarre et que les prévisions de croissance atteignent leur plancher, mais ces conditions sont loin d'être réunies. Comme le marché n'est plus long sur le dollar et que la saisonnalité est moins défavorable au T1, nous n'identifions pas les catalyseurs d'une nouvelle dépréciation de l'USD à court terme.



Federico CESARINI
Responsable Devises MD -
Amundi Investment Institute

« Le rapprochement rapide de l'USD de sa juste valeur semble prématuré et la prudence s'impose. »



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



Santa Rally : les obligations et les marchés émergents se distinguent



Vincent MORTIER
Directeur des Gestions



Matteo GERMANO
Directeur Adjoint des Gestions

La baisse des pressions inflationnistes et le ton relativement accommodant de la Fed ont entraîné une hausse des obligations et des actifs risqués ces dernières semaines. Mais les risques liés à la spéculation augmentent, les marchés ayant déjà intégré une grande partie des gains attendus en 2024. Nous sommes d'accord sur le fait que les banques centrales (BC) opéreront un pivot en 2024, mais pensons que les baisses de taux commenceront à partir de mai/juin. Les raisons de ces mouvements ont également de l'importance. Selon nous, un ralentissement de l'économie (et pas uniquement un ralentissement de l'inflation) poussera la Fed à assouplir sa politique, alors qu'elle restera attentive à toute hausse inattendue de l'inflation. Nous considérons les thèmes ci-dessous comme les principaux moteurs probables de l'environnement économique mondial :

- **L'inflation recule, mais il est trop tôt pour crier victoire.** L'inflation sous-jacente persiste aux États-Unis et la BCE s'inquiète de la hausse des salaires et tente de modérer les anticipations de baisses rapides de taux par les marchés. Les BC pourraient attendre quelques mois avant d'assouplir leur politique.
- **Ralentissement aux États-Unis et en Europe.** Les marchés du travail se détendent, et le fait que les consommateurs perçoivent que la sécurité de l'emploi se dégrade renforce nos prévisions d'une légère récession américaine au S1. Cette situation, associée à un ralentissement en Chine, devrait affecter l'Europe, où les indicateurs avancés sont peu encourageants, tandis que le reste de l'Asie et les pays émergents devraient continuer à bien résister.
- **Contraintes budgétaires aux États-Unis et en Europe.** Actuellement, les marchés ne prêtent pas attention aux problèmes de soutenabilité à long terme de la dette américaine et sont guidés par les anticipations de politique de la Fed. En Europe, l'accord budgétaire allemand est un compromis qui vise à réduire les dépenses, mais qui pourrait nuire à la croissance.
- **La géopolitique occupe le devant de la scène à l'aube d'une année d'élections,** à commencer par celles de Taïwan en janvier.

Le rebond a été positif, mais attention aux excès



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, 29 décembre 2023. Classes d'actifs représentées par des indices. Les actions sont représentées par des indices de prix MSCI en devise locale. Les obligations sont représentées par des indices Bloomberg.



« *Même si le rebond de fin d'année peut offrir des opportunités tactiques, nous restons prudents à l'égard des actions car les marchés anticipent un scénario Boucle d'or.* ».

Les investisseurs peuvent s'intéresser aux classes d'actifs suivantes :

- **Cross asset – Malgré la hausse récente des rendements, les Treasuries américaines et certains emprunts d'État pourraient jouer un rôle de diversification au vu de possibles tensions économiques au S1.** Nous restons prudents sur les actions des marchés développés (MD) malgré un potentiel haussier tactique susceptible d'être exploité via des instruments dérivés. Concernant les marchés émergents (MÉ), nous sommes optimistes, mais identifions un potentiel de consolidation après la performance de marchés comme le Brésil. Sur les changes, nous nous sommes rapprochés de la neutralité sur l'USD après sa récente chute excessive par rapport aux devises cycliques. Nous restons néanmoins prudents sur l'USD par rapport au JPY. Dans l'ensemble, nous restons diversifiés par le biais des matières premières.
- **Les rendements sans risque, fondamentalement attractifs, plaident pour un positionnement positif sur les obligations américaines. Cependant, après le récent rebond, mieux vaut maintenir une approche flexible en matière de durée.** En Europe, la durée recèle de la valeur à long terme, mais nous sommes légèrement prudents tactiquement compte tenu de l'ampleur des récents mouvements. Nous restons défensifs sur le Japon, avec un positionnement très actif. Concernant le crédit d'entreprise, les spreads IG et HY américains se sont resserrés pour atteindre leurs niveaux de début 2022, ce qui incite à rester très sélectifs et à privilégier les titres de qualité supérieure.
- Le contexte (activité et résultats) est difficile pour les actions et une normalisation de l'économie après le S1 plaide en faveur d'une amélioration du sentiment, avec une base large, sur les marchés. Nous **restons neutres sur le Japon et prudents sur les États-Unis et l'Europe, surtout concernant les grandes capitalisations, les valeurs de croissance** et les sept valeurs stars de la technologie. Nous préférons conserver un positionnement équilibré et privilégier les valeurs défensives à faible bêta, quoique pas uniquement dans les secteurs traditionnels. En outre, nous privilégions les titres de qualité, Value et axés sur les dividendes en Europe et aux États-Unis.
- **La solide croissance des MÉ et le potentiel de redressement des bénéfiques confortent notre opinion positive à l'égard des actions.** Nous privilégions les secteurs de la consommation cyclique et de la finance et, sur le plan géographique, nous décelons des opportunités en Inde et en Indonésie. Concernant les obligations, la perspective d'un pivot des taux de la Fed, d'un ralentissement de l'inflation des MÉ et d'une solide croissance sont les principaux facteurs étayant notre point de vue. Au niveau régional, nous privilégions l'Amérique latine et recherchons des idées sélectives parmi les obligations souveraines et d'entreprise.



Sentiment global vis-à-vis du risque



Nous sommes moins prudents vis-à-vis des actifs risqués afin de tenir compte des opportunités tactiques de fin d'année. Les emprunts d'État constituent une bonne source de diversification à l'approche du ralentissement qui s'annonce.

Variations par rapport au mois précédent

- Obligations : tactiquement, nous sommes désormais légèrement prudents en ce qui concerne la durée des obligations core Europe.
- Cross assets : gestion tactique du positionnement sur les actions, avec un biais globalement prudent. Sur les changes, nous nous sommes rapprochés de la neutralité sur l'USD.

Le sentiment global vis-à-vis du risque est une vision qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes d'investissement et partagée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement est susceptible d'être ajusté en fonction de l'évolution du marché et du contexte économique.

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, MÉ = marchés émergents, BC = banques centrales, IG = Investment Grade, HY = haut rendement, HC = devise forte, LC = devise locale. Pour d'autres définitions, voir la dernière page de ce document.

Trois questions brûlantes

1. Après la publication des derniers chiffres de l'inflation aux États-Unis et en Europe, comment la politique de la Fed et de la BCE risque-t-elle d'évoluer ?

Les progrès rapides observés sur le front de l'inflation et l'imminence d'un ralentissement économique ont entraîné une chute marquée des rendements core. Les marchés anticipent une politique monétaire beaucoup moins restrictive en 2024. Nous sommes globalement d'accord avec l'ampleur des baisses de taux actuellement intégrées par les marchés : 130 pb d'assouplissement sont intégrés d'ici décembre 2024 pour la Fed et la BCE, contre 150 pb pour la Fed et 125 pb pour la BCE selon nos prévisions internes. Toutefois, nous sommes sceptiques quant au calendrier. Alors que les marchés s'attendent à ce que la Fed et la BCE procèdent à des baisses de taux en mars, nous pensons qu'elles commenceront plutôt en mai/juin.

Conséquences sur les investissements :

- Duration américaine : légèrement positif
- Core Europe : neutre à légèrement défensif

2. Que pensez-vous du dollar face aux inquiétudes entourant la croissance américaine et au potentiel pivot de la Fed ?

La récente baisse du dollar indique que l'exceptionnalisme américain a été mis à mal suite à des données moins bonnes que prévu et à une réévaluation significative par les marchés de la baisse des taux *Fed Funds*. À court terme, nous ne voyons pas de marge supplémentaire pour une baisse significative du dollar. Un nouveau fléchissement sera toutefois possible lorsque la banque centrale abaissera ses taux. Parallèlement, une hausse importante est également peu probable compte tenu de la faiblesse de l'économie et du recul de l'inflation.

Conséquences sur les investissements :

- Proche de la neutralité sur l'USD et l'EUR

3. Comment les élections à Taïwan risquent-elles d'affecter la Chine et les relations sino-américaines ?

Les élections à Taïwan risquent de déboucher sur un durcissement de ton de la part de la Chine. Le parti au pouvoir, le DPP, partisan de la fermeté à l'égard de la Chine, est favori pour remporter les élections présidentielles de janvier, mais pourrait perdre sa majorité au Parlement. Dans ce contexte, les risques géopolitiques liés à la rivalité entre les États-Unis et la Chine pourraient s'accroître à moyen terme et servir de catalyseur à des thèmes comme le *nearshoring* et la recomposition des chaînes d'approvisionnement dans le cadre du réalignement mondial en cours ([DPP wins Taiwan elections: key take-aways for investors | Amundi Research Center](#)).

Conséquences sur les investissements :

- Actions : neutre sur la Chine, prudent sur Taïwan
- Devises : légèrement positif à l'égard du TWD, les risques électoraux étant largement intégrés dans les cours

« Après les progrès réalisés sur le front de l'inflation, la Fed semble marquer une pause qui devrait durer jusqu'aux premières baisses de taux vers la fin du T2. ».



Monica DEFEND
Directrice de l'Amundi
Investment Institute

Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion	Variation m-1	Motif
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		Les marchés anticipent un scénario « Boucle d'or », ce qui a entraîné des valorisations excessives sur certains segments. Nous conservons une vue équilibrée, en nous concentrant sur les valeurs présentant une bonne capacité de résistance en termes de bénéfices.
	US Value	+		Nous avons une opinion positive à long terme sur les actions Value, mais la trajectoire ne sera pas linéaire. Dans cette phase, nous combinons la Value avec la qualité (résilience des marges, produits différenciés).
	US Croissance	--		Les attentes des marchés en matière de bénéfices et les valorisations élevées sont en décalage avec la perspective probable d'une légère récession. Un éventuel resserrement de la liquidité pourrait avoir un impact plus marqué sur ces segments aux valorisations excessives.
	Europe	-/=		Nous reconnaissons que l'Europe pourrait bénéficier du ralentissement de l'inflation. Notre positionnement est sélectif et équilibré, avec un biais en faveur des biens de consommation de base et des valeurs industrielles.
	Japon	=		Le Japon présente un profil solide dans un contexte de pressions sur la croissance dans d'autres MD. En outre, les négociations salariales du T1 2024 devraient confirmer la sortie de la déflation.
	Chine	=		Nous restons positifs à long terme. A court terme, nous sommes neutres et attentifs à la manière dont le gouvernement s'accommodera des difficultés conjoncturelles pour privilégier une croissance durable.
	Marchés émergents hors Chine	=/+		Le différentiel de croissance entre certains MÉ et les MD devrait rester élevé. Nous privilégions l'Inde, l'Indonésie, le Brésil et le Mexique.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies US	=/+		Malgré la forte baisse des rendements, nous conservons notre opinion positive sur la duration, mais restons très actifs, avec une préférence pour la partie intermédiaire de la courbe des taux.
	Obl. d'entreprise IG US	=/+		Nous anticipons une légère dégradation des fondamentaux à partir de niveaux sains. Compte tenu du ralentissement à venir, nous privilégions les valeurs financières et de qualité, et celles bénéficiant de solides flux de trésorerie.
	Obl. d'entreprise HY US	-		La divergence entre qualité élevée et faible devient plus évidente à mesure que le risque de défaut augmente pour la dette faiblement notée, vis-à-vis de laquelle nous nous montrons prudents.
	Govies Europe	-/=	▼	Nous pensons que la BCE réduira ses taux lorsque l'inflation reviendra à son objectif. Après le rebond, nous observons un profil rendement/risque asymétrique, ce qui nous conduit à adopter une position légèrement prudente (neutre sur les BTP).
	Obl. d'entreprise IG euro	=/+		Nous sommes légèrement positifs sur les titres IG et considérons favorablement les secteurs de la consommation et de l'automobile. Nous restons prudents vis-à-vis des secteurs susceptibles d'être plus touchés par un ralentissement.
	Obl. d'entreprise HY euro	-/=		Nous sommes très prudents concernant les segments mal notés (comme CCC) dans la mesure où les fondamentaux se dégradent. Nous décelons de la valeur dans les segments les mieux notés et la dette à court terme.
	Govies Chine	=		Les avantages de la dette chinoise en termes de diversification restent présents pour les investisseurs internationaux. Les plans de désendettement du gouvernement et les mesures politiques de la PBoC sont essentiels à cet égard.
	Dette MÉ en devise forte	=/+		Les valorisations sont attrayantes après la récente baisse des rendements américains. Nous préférons le HY au IG compte tenu des niveaux de spreads. Nous privilégions les pays et les entreprises aux finances solides.
	Dette MÉ en devise locale	=/+		Le portage élevé, les attentes d'un repli de l'USD et la proactivité des BC en matière d'ancrage de l'inflation sont des éléments positifs pour la dette en devise locale. Nous sommes sélectifs compte tenu des échéances électorales.
	AUTRES	Matières premières		
Devises				La vente agressive de l'USD nous incite à rester neutres à court terme. Les cours actuels de l'USD reflètent déjà les baisses de taux de la Fed pour 2024. Parallèlement, nous ne décelons pas de potentiel de hausse massif pour le dollar. Nous restons positifs sur le JPY par rapport à l'USD.



Source : Amundi, décembre 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.

La flexibilité est essentielle après le récent rebond

Le ton conciliant des BC et le recul de l'inflation ont alimenté un contexte positif pour les actifs risqués et les obligations ces derniers temps. Bien que nous nous réjouissons de ce rebond, nous sommes sceptiques quant à sa durée et pensons qu'un retour à la réalité pourrait intervenir début 2024 sur fond de dégradation des fondamentaux. Un positionnement diversifié, conciliant les convictions à long terme et les tendances à court terme, est essentiel pour améliorer les performances potentielles. À cette fin, nous restons légèrement positifs vis-à-vis de la durée, prudents vis-à-vis des actions des MD (un peu moins qu'auparavant), neutres vis-à-vis de l'USD, et nous exploitons les opportunités de marché parmi les MD et les MÉ.

Idées à forte conviction. Nous sommes prudents à l'égard des actions américaines et européennes, mais reconnaissons le soutien tactique que peuvent apporter les rachats d'actions et l'amélioration du sentiment, susceptible d'être exploité via des instruments dérivés. Nous maintenons notre positionnement neutre sur le Japon dans un contexte d'amélioration de la situation intérieure. Concernant les MÉ, notre opinion est positive à l'égard d'un certain nombre de pays, mais nous pensons que les investisseurs devraient chercher à tirer parti de ce rebond de manière sélective, par exemple au Brésil. Dans l'ensemble, la situation des MÉ est encourageante.

Nous sommes positifs sur la durée américaine et tablons sur une pentification de la courbe aux États-Unis et au Canada. Concernant la durée européenne, malgré la forte baisse des rendements, nous pensons que la faiblesse de la croissance continue de justifier un positionnement légèrement positif. En outre, compte tenu de l'absence de risque immédiat de dégradation de la note de l'Italie, nous conservons un positionnement légèrement positif sur les BTP. Enfin, au Japon, les

perspectives économiques positives et les anticipations d'un arrêt de la politique de taux négatifs de la BoJ début 2024 nous permettent de maintenir notre positionnement prudent à l'égard des JGB.

Concernant les obligations émergentes, nous apprécions à la fois la dette en monnaie forte et en monnaie locale, en raison de la solidité des fondamentaux, de la désinflation aux États-Unis et du ralentissement de l'inflation locale. La politique plus accommodante menée par les BC des MD et des MÉ devrait permettre de réduire certains risques liés à un atterrissage brutal de l'économie mondiale.

En revanche, nous décelons un potentiel sur le crédit européen de grande qualité, mais restons prudents sur le haut rendement américain.

Sur les changes, après la récente baisse, nous adoptons une position neutre à l'égard du dollar et ne sommes plus positifs vis-à-vis de l'AUD. L'évolution du dollar a été excessive par rapport aux devises cycliques comme la SEK, sur laquelle nous nous montrons prudents. Cette vigilance est justifiée par la faiblesse de l'économie suédoise en période de récession. En revanche, face au JPY, nous sommes défensifs sur l'USD. Parmi les devises des MÉ, nous sommes positifs sur les paires BRL/USD et INR/CNH. Compte tenu du conflit persistant entre Israël et le Hamas au Moyen-Orient, nous maintenons notre opinion positive sur le pétrole.

Risques & couverture. Le contexte économique et les inquiétudes concernant les bénéfices nous incitent à rester défensifs vis-à-vis des actions des MD, mais nous pensons que les options et les produits dérivés peuvent aider les investisseurs à capter un potentiel haussier à court terme sans pour autant remettre en cause leur positionnement prudent. Nous maintenons également des protections sur les obligations.

« Si la durée reste une conviction, la flexibilité s'impose après la baisse des rendements. Sur les actions des MD, nous restons prudents mais un potentiel haussier tactique peut être exploité via des options ».

Convictions Cross-Asset d'Amundi



Francesco SANDRINI
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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 intègre les effets des composantes de couverture. FX = change, BTP = emprunts d'État italiens, BoJ = Banque du Japon, JGB = emprunts d'État japonais, BoE = Banque d'Angleterre. Pour d'autres définitions et abréviations de devises, consulter la dernière page de ce document.

La Fed crie victoire sur l'inflation – peut-être prématurément

Évaluation globale. Le repli rapide des rendements dû à la baisse de l'inflation et au ton conciliant des BC a pesé sur les valorisations, mais les obligations restent une bonne source de diversification à l'aube d'un ralentissement de l'économie. Toutefois, nous pourrions assister à un rebond des rendements en raison de l'inflation. Il est donc crucial de rester actif sur la durée des MD et de privilégier la qualité concernant le crédit et les MÉ.

Obligations mondiales et européennes. Les mouvements des rendements core ont réduit quelque peu l'attrait de la durée, mais l'environnement continue d'évoluer et l'économie s'affaiblit. Notre conviction est que la BCE baissera ses taux (un soutien pour les obligations) lorsque la croissance ralentira, mais, d'ici là, l'inflation pourrait faire remonter les rendements. Pour l'heure, bien que nous soyons légèrement prudents, tactiquement, vis-à-vis de la durée, nous restons flexibles et estimons qu'il y a de la valeur de long terme à explorer. Sur le crédit, nous sommes légèrement positifs, préférons les titres IG aux titres HY, et affirmons notre biais favorable à la qualité via les secteurs de la consommation et de l'automobile. Nous restons prudents à l'égard des segments les moins bien notés du HY, mais trouvons opportun d'explorer les segments les mieux notés en euro tels que les titres notés BB, du fait de divergences importantes. Nous visons un bon équilibre entre qualité et performance.

Obligations américaines. La Fed voudra s'assurer que l'inflation est sous contrôle, après quoi une récession pourrait l'amener à réduire ses taux d'ici la fin du T2. Les rendements restent attrayants, mais un peu moins aujourd'hui. À terme, la volatilité des taux sera élevée, les marchés tentant de trouver un équilibre entre politique de la Fed et perspectives économiques. Nous restons positifs vis-à-vis de la durée et décelons de la valeur dans les TIPS, le point mort d'inflation étant désormais proche de l'objectif à long terme de la Fed. Sur le marché du crédit, les spreads IG sont sélectivement attractifs, mais les investisseurs ont intérêt à profiter du rebond. Nous continuons de privilégier les financières (banques) par rapport aux non financières et constatons d'importantes divergences dans ces deux secteurs. Les MBS émis par des organismes publics constituent un autre segment intéressant. Le marché de l'immobilier bénéficie d'un déséquilibre offre/demande, mais nous sommes sélectifs.

Obligations émergentes. Les perspectives de croissance des MÉ et le fait que la Fed laisse entrevoir des baisses de taux en 2024 soutiennent la dette émergente, mais nous restons vigilants face à certains points spécifiques. Par exemple, nous surveillons les titres pétroliers dans la mesure où le soutien de l'OPEP+ n'a pas suffi à doper les prix. Nous sommes positifs à l'égard des obligations en devises fortes et préférons les titres HY aux titres IG dans les segments des obligations souveraines et d'entreprise. Sur le plan géographique, nous maintenons un biais en faveur de l'Amérique latine. Sur les taux locaux, nous sommes sélectifs et privilégions les pays aux rendements réels attractifs.

DEVISES. Nous sommes neutres à l'égard de l'USD dans la mesure où les avantages dont il bénéficiait auparavant, (hausse des taux américains et croissance économique) sont en train de s'estomper. Au sein des MÉ, nous restons positifs sur certaines devises d'Amérique latine à haut rendement par rapport au dollar : nous apprécions les MXN, le BRL et l'INR.

Les rendements ont chuté depuis leur sommet, mais les baisses de taux et le ralentissement de l'économie sont favorables aux obligations



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 21 décembre 2023.



Amaury D'ORSAY
Responsable
Gestion obligataire



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial
des Marchés
émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des
Investissements US

« **La question de l'inflation n'est pas encore réglée et nous pourrions observer un rebond et une volatilité des rendements, ce qui implique d'être agile sur la durée** ».

Rester équilibré dans un contexte d'euphorie excessive



**Fabio
DI GIANSANTE**

Responsable
Actions de grandes
capitalisations



**Yerlan
SYZDYKOV**

Responsable mondial
des Marchés
émergents



**Kenneth
J. TAUBES**

Directeur
des
investissements
US

« **Les marchés s'attendent à un scénario « parfait en tous points».** Nous percevons des risques pour les valorisations et privilégions la résilience des bénéficiés ».

Évaluation globale. Le récent rebond s'explique en grande partie par l'assouplissement des conditions financières et les anticipations d'un atterrissage en douceur l'an prochain. Il existe une déconnexion entre les valorisations de certains segments et leur potentiel de bénéfices, d'où des risques pour les valorisations. Toutefois, certains marchés comme l'Europe pourraient bénéficier du pic des taux et de la stabilisation de l'activité économique. Nous restons sélectifs et recherchons des titres Value de qualité au sein des MD et des MÉ.

Actions européennes. La croissance des salaires réels soutient la consommation et la désinflation se poursuit. Nous préférons les entreprises à même de maintenir leurs marges et de rémunérer leurs actionnaires. De plus, nous restons équilibrés via nos vues sur les valeurs cycliques et défensives de qualité, mais, dans les deux cas, nous préférons les valorisations raisonnables. Parmi les cycliques, les industrielles font partie de nos principales convictions, mais il est possible de profiter du vif rebond. Sur le plan défensif, nous privilégions les secteurs des biens de consommation de base et de la santé. Ce dernier regroupe un certain nombre d'entreprises excessivement pénalisées par l'euphorie entourant l'efficacité des médicaments contre l'obésité (comme le GLP-1). Parmi les financières, nous pensons que certaines banques pourraient être frappées par d'éventuelles taxes exceptionnelles. À l'inverse, nous sommes prudents vis-à-vis de la technologie, mais privilégions globalement les modèles économiques de bonne qualité qui offrent selon nous un potentiel de hausse.

Actions américaines. Les valorisations excessives indiquent que le marché anticipe un atterrissage en douceur et un scénario de forte croissance des bénéfices. Mais, à mesure que la visibilité s'améliorera, les marchés seront plus attentifs aux valorisations. Aussi, nous pensons que les titres Value de qualité constituent un choix naturel et que les investisseurs doivent devenir plus défensifs. Cette démarche ne doit pas se limiter aux secteurs défensifs traditionnels, mais inclure également des opportunités spécifiques parmi différents secteurs. Nos convictions les plus fortes concernent la finance, les banques et les matériaux, tandis que l'énergie devient moins attrayante. Dans le secteur bancaire, nous privilégions les valeurs dont les dépôts sont stables et surveillons la croissance des prêts, alors que la baisse des rendements réduit la tension liée aux pertes latentes sur les obligations. Toutefois, nous sommes prudents à l'égard de la technologie et de certains secteurs de la consommation en raison de l'impact de la hausse des taux et de l'affaiblissement du marché du travail. Nous évitons les entreprises où nous identifions un manque de discipline en matière de capital.

Actions des MÉ. Le contexte est positif en termes de bénéfices et sur le plan économique, mais des divergences subsistent. Nous sommes optimistes vis-à-vis des titres Value (plutôt que les valeurs de croissance), des biens de consommation cyclique, de l'immobilier et des valeurs financières (notamment en Inde et en Indonésie). En revanche, nous sommes moins enthousiastes concernant la santé, les matériaux et l'énergie. Sur le plan géographique, nous privilégions les pays d'Amérique latine (Mexique et Brésil) plus avancés dans l'assouplissement monétaire. Nous apprécions également l'Indonésie et l'Inde (dynamique de croissance endogène), ainsi que les EAU, mais sommes plus prudents à l'égard de Taïwan, de l'Arabie Saoudite et de la Malaisie.





Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 10 janvier 2024

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, a/a, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1,5	0,7	1,3	4,7	2,6	2,1
États-Unis	2,4	0,7	1,5	4,2	2,6	2,1
Zone euro	0,5	0,3	1,0	5,5	2,4	2,2
<i>Allemagne</i>	-0,1	0,2	0,7	6,1	2,4	2,3
<i>France</i>	0,8	0,5	1,1	5,8	2,8	2,1
<i>Italie</i>	0,7	0,5	0,8	6,0	2,3	2,1
<i>Espagne</i>	2,3	1,1	1,5	3,4	2,7	2,2
Royaume-Uni	0,5	0,2	1,0	7,7	2,6	2,3
Japon	1,8	1,6	1,4	3,3	2,2	1,5
Pays émergents	4,1	3,6	3,7	5,8	5,7	4,2
Chine	5,2	3,9	3,4	0,2	0,2	0,4
Inde	6,9	5,8	5,9	5,7	5,7	6,0
Indonésie	5,0	4,9	4,7	3,7	3,0	3,7
Brésil	3,0	1,7	2,0	4,6	3,8	3,6
Mexique	3,3	2,2	2,2	5,5	4,2	3,9
Russie	3,2	1,6	2,0	5,9	6,2	4,5
Afrique du Sud	0,5	1,0	1,3	6,0	5,1	3,6
Turquie	3,6	2,9	3,6	53,4	57,3	23,7
Monde	3,1	2,4	2,8	5,4	4,3	3,4

Prévisions concernant les taux directeurs des banques centrales, %

	10 janvier 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
États-Unis*	5,50	4,50	4,75	4,00	3,95
Zone euro**	4,00	3,75	3,38	2,75	2,45
Royaume-Uni	5,25	4,75	4,83	4,00	3,87
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,19
Chine***	3,45	3,25	3,40	3,25	3,25
Inde****	6,50	6,50	6,35	6,00	6,00
Brésil	11,75	10,00	9,75	9,25	9,25
Russie	16,00	16,00	14,25	12,00	11,20

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 10 janvier 2024. IPC : indice des prix à la consommation. * : Haut de la fourchette cible des fonds fédéraux. ** : Taux de dépôt. *** : Taux préférentiel des prêts à un an. **** : Taux de rachat. T2 2024 indique fin juin 2024 ; T4 2024 indique fin décembre 2024.

Prévisions des marchés financiers

Rendements obligataires

Prévisions concernant les rendements obligataires à deux ans, %

	12 janvier 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	4,14	3,80-4,00	3,84	3,50-3,70	3,68
Allemagne	2,52	2,50-2,70	2,02	2,20-2,40	1,78
Royaume-Uni	4,16	3,60-3,80	3,63	3,40-3,60	3,49
Japon	0,01	0,10-0,20	0,05	0,10-0,20	0,06

Prévisions concernant les rendements obligataires à dix ans, %

	12 janvier 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	3,93	3,70-3,90	3,97	3,70-3,90	3,99
Allemagne	2,18	2,40-2,60	2,15	2,30-2,50	2,16
Royaume-Uni	3,78	3,80-4,00	3,82	3,70-3,90	3,86
Japon	0,61	0,80-1,00	0,69	0,80-1,00	0,78

Cours de change

	10 janvier 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
EUR/USD	1,10	1,09	1,10	1,15	1,12
EUR/JPY	158	153	154	155	153
EUR/GBP	0,86	0,88	0,88	0,88	0,88
EUR/CHF	0,93	0,95	0,97	1,02	0,98
EUR/NOK	11,35	11,62	11,32	11,65	11,00
EUR/SEK	11,20	11,46	11,30	11,58	11,20
USD/JPY	144	141	140	135	135
AUD/USD	0,67	0,65	0,67	0,70	0,70
NZD/USD	0,63	0,60	0,62	0,63	0,64
USD/CNY	7,15	7,20	7,10	7,00	6,98

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 12 janvier 2024.



Perspectives d'investissement 2024 – Garder le cap dans les vents contraires

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.

Venez découvrir les idées d'investissement d'Amundi sur www.amundi.com



Le positionnement attentiste de la BCE est favorable aux marchés du crédit et aux emprunts d'État en euros



Prochaine étape de l'évolution ESG dans le paysage des retraites



Outerblue Convictions – Panorama de l'investissement mondial : Qui se distingue lors du Santa Rally ?



Panorama de l'investissement mondial – Décembre 2023



Optimisation du portefeuille obligataire et programmation mixte en nombres entiers



Outerblue Talks Research – Que réserve 2024 aux marchés émergents ?

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 12 janvier 2024. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. 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 : 12 janvier 2024.

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

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Bloomberg Creative.

Contributeurs de l'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

GIAUSA Gabriele,

Stratégiste macro junior

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Eric,

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 Édition 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