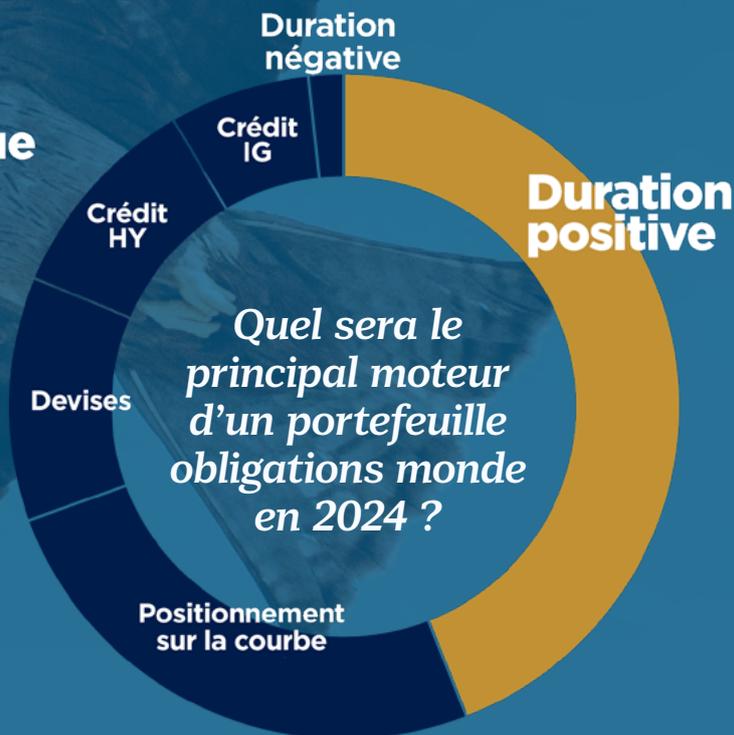


Convictions d'investissement

Quelle sera selon vous la classe d'actifs la plus performante l'année prochaine ?

La taille des cercles représente la préférence relative des participants au séminaire d'investissement d'Amundi qui s'est tenu à Rome en octobre 2023.



Quelle pourrait être la surprise la plus difficile à gérer l'an prochain ?

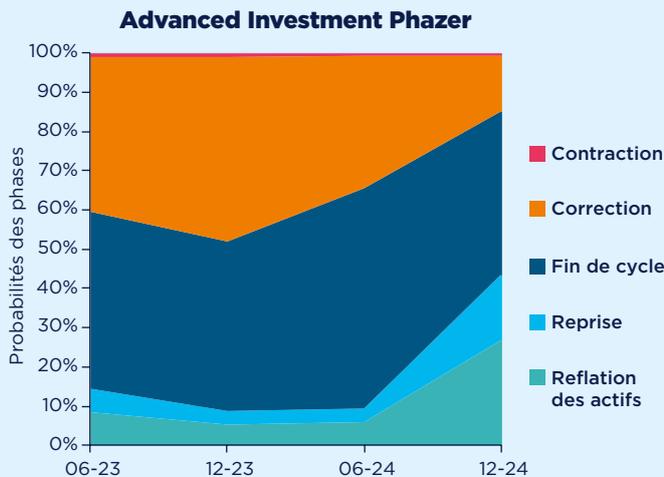
Outre la « rupture des corrélations », d'autres surprises ont été mises en évidence, comme le « resserrement des conditions de crédit » et l'« assèchement des liquidités ».



Rupture des corrélations

Allocation d'Actifs Dynamique pour 2024

- Le contexte économique reste très incertain à l'aube de 2024. Notre modèle d'évaluation des phases des marchés financiers (Advanced Investment Phazer) indique une probabilité accrue de phase de fin de cycle, plus favorable aux actifs risqués.
- En ce qui concerne l'inflation, bien que le scénario le plus probable soit celui d'un retour à des niveaux plus normaux, la probabilité d'une persistance de pressions inflationnistes en 2024 reste importante. Les allocations devront donc conserver un biais favorable aux entreprises plus résistantes à l'inflation.



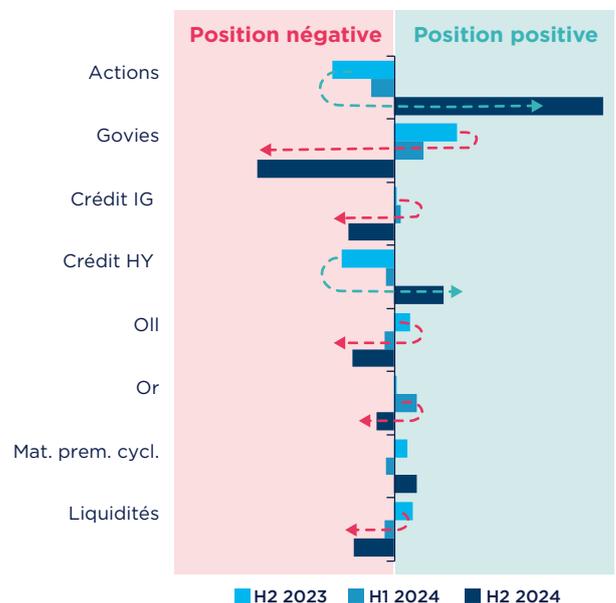
Croissance		Inflation	Politique monétaire	Effet de levier, conditions financières
PIB	BPA			
▼▼	▼▼	▼▼	▲▲	▼
▼	▼	▼▼	▲	◁▷
▲	◁▷	◁▷	◁▷	◁▷
▲▲	▲▲	▲	▼	▲
◁▷	▲	▼	▲	▲

La fin de cycle pourrait favoriser les actifs risqués au S2

- Commencer avec une allocation d'actifs (AA) défensive (prudence sur les actifs risqués, positif duration, or, IG et neutre liquidités).
- Début 2024, passer à une AA défensive plus classique en prévision de marchés baissiers et d'un changement de cap de la Fed (vente d'actifs risqués, augmentation de la duration, de l'or, vente des matières premières cycliques et des OII).
- Au S2 2024, miser sur une AA favorable au risque. Couvrir les pressions inflationnistes via un biais positif pour les matières premières (avec une rotation entre matières premières).

Source : Amundi Investment Institute. **À titre d'illustration uniquement.** Variables de croissance (PIB, chômage, ventes, BPA), variables d'inflation (prix à la consommation, prix à la production, coûts unitaires de main-d'œuvre), variables de politique monétaire (M1 - M2 - M3, actifs totaux des BC du G4 en % du PIB, taux directeurs, spreads de crédit), variables d'effet de levier (dette des ménages, dette publique, dette des entreprises). Rouge (vert) : Tendance baissière (haussière) de la croissance/inflation, resserrement (assouplissement) de la politique monétaire, resserrement (assouplissement) des conditions financières. OII = Obligations indexées sur l'inflation. Au 10 octobre 2023. Le graphique de rotation de l'allocation montre des indications de préférence en termes absolus sur une base ajustée du risque, en fonction du régime de marchés financiers prévu. Il n'indique pas une allocation relative par rapport à un indice de référence.

Rotation vers les actifs risqués en 2024



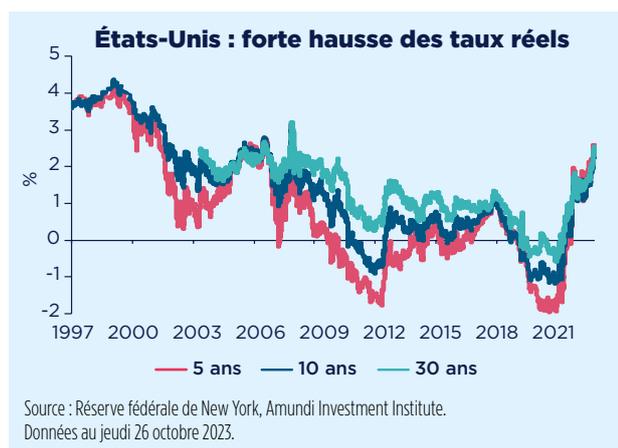
Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Position à octobre 2023	Orientation attendue au S1 2024	
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	--/=	=	En amélioration
	Actions Value É.-U	+	+	Stable
	Actions Growth É.-U	--	-	En amélioration
	Europe	--/=	=	En amélioration
	Japon	=	=/+	En amélioration
	Chine	=	=	Stable
	ME hors Chine	=/+	+	En amélioration
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies É.-U.	=/+	+	En amélioration
	Oblig. d'entreprise IG américaines	=/+	=/+	Stable
	Oblig. d'entreprise HY américaines	-	-	Stable
	Govies Europe (core)	=	=/+	En amélioration
	Govies Europe (périphériques)	=	=	Stable
	Oblig. d'entreprise IG européennes	=/+	=/+	Stable
	Oblig. d'entreprise HY européennes	-	=	En amélioration
	Govies Chine	=	=	Stable
	Oblig. des ME en devise forte	=/+	+	En amélioration
	Oblig. des ME en devise locale	=/+	=/+	Stable
AUTRES	Matières premières	=/+	=/+	Stable
	Devises (USD vs G10)	-	-	Stable

--- **Négatif**
 = **Neutre**
 +++ **Positif**

Source : Amundi, au 7 novembre 2023. L'orientation attendue pour le S1 2024 fait référence à l'évolution possible du positionnement sur chaque classe d'actifs au cours de la période.

Obligations souveraines : « plus haut plus longtemps » n'est pas « plus haut pour toujours »



La croissance ralentit, l'inflation recule et ces deux tendances accéléreront en 2024 sous l'effet du resserrement monétaire mondial. **Par conséquent, au T4 2023/T1 2024, il faudra augmenter la durée alors que les courbes de rendement entameront une phase de pentification haussière.** Les investisseurs doivent s'attendre à d'autres baisses de taux au fur et à mesure que la croissance se détériorera. Durant cette séquence, le timing sera essentiel.

Nous pensons que les banques centrales ont fini de relever leurs taux. Les investisseurs jugent peu probable que la Fed et ses consœurs les réduisent rapidement vu la persistance de l'inflation.

Toutefois, l'économie américaine a surpris par sa résilience au cours des derniers mois, malgré le cycle de hausse des taux le plus rapide des dernières décennies. Le marché a revu en hausse son évaluation du niveau d'équilibre des taux supportable par l'économie. De nombreux nouveaux facteurs changent la donne : le marché du travail, la politique budgétaire et une décennie de taux bas.

La prime de terme augmente dans un contexte de croissance résiliente (voir graphique), d'offre importante, de soutien plus limité des banques centrales et d'incertitude accrue quant aux tendances à long terme. Les détenteurs d'obligations à long terme pourraient exiger une rémunération plus importante en raison de l'augmentation structurelle des besoins de financement et de la volatilité de l'inflation. À mesure que les banques centrales réduisent leurs bilans, les déficits budgétaires sont devenus la principale préoccupation des investisseurs obligataires recherchant des maturités longues. Aux États-Unis, l'offre de titres du Trésor a fortement augmenté et restera sur cette lancée.

La modification de la composition du marché ajoute à cette pression. La Fed réduit son portefeuille d'obligations tandis que l'appétit des non-résidents se réduit. Se substituent les fonds spéculatifs, les fonds communs de placement, les assureurs et des fonds de pension. Autant d'acheteurs qui sont plus sensibles aux taux d'intérêt.

« Plus haut plus longtemps » n'est pas « plus haut pour toujours ». Les coûts d'emprunt ont augmenté à la suite du cycle mondial rapide de hausse des taux directeurs. Les taux réels américains sont revenus aux niveaux d'avant la crise financière mondiale. En 2024, la charge d'intérêt des entreprises fortement endettées pourrait commencer à peser.

Nous restons prudents vis-à-vis des émetteurs périphériques, car la croissance ralentit et la BCE réduit son soutien. Christine Lagarde a reconnu que « les effets de la politique monétaire sont déjà plus marqués que prévu ». La BCE devrait rester prudente et réinvestir intégralement les titres du PEPP jusqu'à la fin de 2024, conformément à sa communication actuelle. L'offre de titres des pays de l'UEM-10, nette des flux de la BCE, devrait rester proche des niveaux de 2023.

Nous nous attendons à ce que les rendements des obligations d'État japonaises (JGB) continuent d'augmenter. La BoJ a de facto levé le plafond des JGB à 10 ans et nous anticipons la fin des taux d'intérêt négatifs en janvier 2024. Toutefois, compte tenu de la modération de l'inflation, nous ne pensons pas que la BoJ lancera un cycle de hausse des taux en 2024. Elle devrait, en revanche, ancrer les attentes de taux final autour de 0 %. L'écart persistant entre la politique monétaire du Japon et celle des autres pays développés **rend le pays plus vulnérable aux pressions extérieures sur le yen et les rendements des JGB.**

Crédit : la qualité reste à privilégier, soutenue par les valorisations absolues

Préférence pour la qualité : les indicateurs du crédit sont encore solides, mais devraient être affectés par l'affaiblissement des tendances macroéconomiques

La perspective d'un ralentissement économique, ainsi que les mesures de valeur relative et les facteurs techniques, confirment la nécessité, sur les **marchés du crédit**, de continuer à privilégier la qualité, avec une préférence pour les titres de catégorie investissement par rapport à ceux de catégorie spéculative ainsi que pour les titres de meilleure qualité parmi ceux à haut rendement.

Les fondamentaux tendent à se détériorer, mais les indicateurs de crédit restent sains par rapport aux moyennes historiques. C'est notamment le cas des marges, soutenues par un pouvoir de fixation des prix plus élevé et des coûts d'intrants plus faibles, qui empêchent l'augmentation de l'effet de levier observée durant certains cycles précédents. Jusqu'ici, l'impact du resserrement monétaire sur les fondamentaux des entreprises a été limité, en raison de l'abondance des liquidités accumulées pendant la crise de Covid-19 et des faibles besoins de refinancement à court terme. Toutefois, malgré l'absence de « mur des échéances » l'année prochaine, la tendance à l'augmentation des coûts de financement sera plus douloureuse et plus rapide pour les entreprises à haut rendement les moins bien notées, dont la capacité à générer des flux de trésorerie est moindre, dont les besoins de refinancement à court terme semblent plus importants, et qui sont plus sensibles à la forte hausse des coûts des prêts bancaires. Les tendances actuelles et anticipées des taux de défaut des obligations à haut rendement montrent une dégradation principalement alimentée par les titres les moins bien notés, tandis que les obligations BB et B de qualité supérieure semblent plus résistantes que par le passé, compte tenu du contexte macroéconomique moins défavorable.

La perspective d'un ralentissement économique, ainsi que les mesures de valeur relative et les facteurs techniques, confirment la nécessité, sur les **marchés du crédit**, de continuer à privilégier la qualité, avec une préférence pour les titres de catégorie investissement par rapport à ceux de catégorie spéculative ainsi que pour les titres de meilleure qualité parmi ceux à haut rendement.

Maintien de la demande grâce à des rendements absolus attractifs, notamment dans la catégorie investissement

Bien qu'elles ne semblent pas particulièrement attractives en termes de spreads, **les valorisations des obligations d'entreprise le sont en valeur absolue** et continuent d'attirer des flux positifs de la part des investisseurs, principalement dans la catégorie investissement, grâce au compromis attractif entre rendements proposés et résilience de la qualité de crédit. Si l'on regarde plus en détail, le haut rendement américain semble moins attractif, alors que le haut rendement court terme en euros présente déjà des opportunités.

Les facteurs techniques semblent plus favorables aux titres de qualité supérieure qu'à ceux à haut rendement, du fait de l'équilibre offre/demande. L'activité des marchés primaires devrait rester soutenue concernant les émissions de qualité supérieure, mais sans trop de pression en termes d'émissions nettes par rapport au passé. En revanche, le volume des nouvelles émissions à haut rendement devrait rester plus modeste, même si une reprise est attendue pour répondre à de nouveaux besoins de refinancement. Les flux de demande ciblent principalement la catégorie investissement dont l'équilibre entre valorisation absolue et duration est attractif.

* Les émissions de Scope 3 proviennent de l'activité d'actifs qui ne sont pas possédés ou contrôlés par l'organisation déclarante, mais sur lesquels l'organisation a une influence indirecte dans sa chaîne de valeur.
Source : Agence américaine pour la protection de l'environnement.

POINT DE VUE ESG

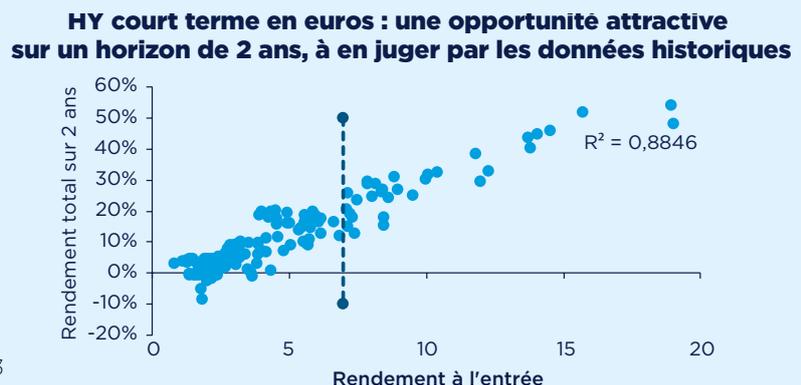
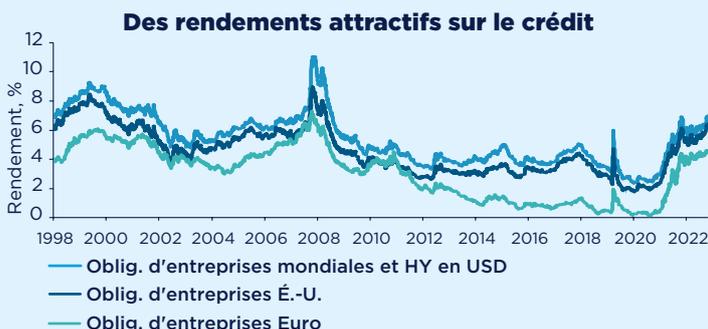


La prise en compte des **émissions de Scope 3*** pourrait modifier les repères sectoriels

La **biodiversité** attire davantage l'attention, grâce à un cadre réglementaire qui devient plus mature



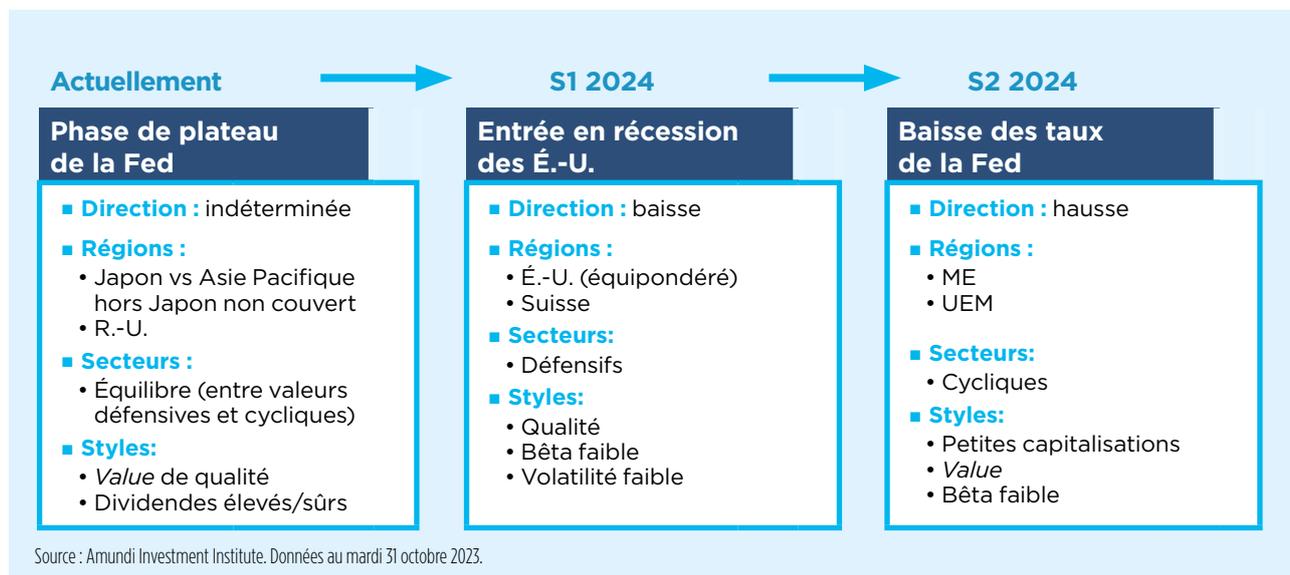
Définition des **objectifs 2030** pour le **Net Zero Asset Owner Alliance**



Source : Amundi Investment Institute. Analyse des dernières données de Bloomberg. Données au 27 octobre 2023 et correspondant au rendement actuariel le plus défavorable des indices ICE BofA.

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg et valeur de l'indice de rendement total d'ICE. Données mensuelles. Les dernières données disponibles sont celles à fin octobre 2023. L'indice est composé d'obligations à haut rendement d'entreprises européennes avec une maturité de 1 à 3 ans, hors secteur financier et obligations notées CCC. HY : haut rendement.

Actions des MD : suivre la séquence, rechercher la résilience



La trajectoire de moindre résistance est à la baisse au S1 2024

Lorsque les taux de la Fed plafonnent, les actions ne progressent que s'il n'y a pas de récession en vue ou si une bulle se forme. Sinon, après une certaine résistance, les actions cèdent. Notre scénario de récession modérée et la surévaluation de certaines actions américaines (*Magnificent 7*) plaident en faveur de cette deuxième option. Le MSCI World pourrait renouer avec son point bas d'octobre 2022 au S1 2024.

Le dépassement de la barre des 4 % par les rendements américains à 10 ans, conjugué à la hausse des prix du pétrole et de l'USD, laisse présager une baisse des ratios prix/bénéfices comme en 2022, mais aussi une déception concernant les bénéfices, qui ne se redresseront que plus tard dans l'année. Les prévisions IBES pour l'exercice 2024 (É.-U. +12 %, Europe +7 %) sont trop élevées par rapport à nos prévisions de PIB réel et devraient être plus proches de la stagnation.

L'effet de la politique monétaire sur l'économie commence à peine à se faire sentir. Les hausses de taux ont généralement un impact cyclique sur la volatilité des actions avec un décalage de deux ans, s'accompagnant potentiellement de sorties de capitaux du marché.

Il semble donc opportun de passer d'un profil équilibré à un profil défensif à l'aube de 2024 et de ne reprendre de pari cyclique que lorsque la Fed aura annoncé une baisse de ses taux.

Régions : le Japon vs Pacifique ex-Japon non couvert (attrait domestique vs ralentissement mondial synchronisé) et le Royaume-Uni (pari sur l'énergie vs l'industrie, et sur les dividendes élevés) constituent de bons points de départ. Les États-Unis (équ pondérés) et la Suisse pourraient s'avérer encore plus défensifs. Les baisses de taux de la Fed favoriseront ensuite les ME et l'UEM, très décotée.

Styles : il faut désormais considérer les dividendes sûrs au même titre que la qualité. Le style *value* reste à l'honneur (en particulier au Japon) ; les prochaines phases favoriseront la faible volatilité et les petites capitalisations bénéficieront de l'impulsion donnée par les banques centrales.

Secteurs : nous privilégions l'énergie, la santé et la consommation de base dans un premier temps, à l'approche de la récession, avant d'ajouter les services aux collectivités et les télécommunications lorsque les rendements obligataires commenceront à chuter. Nous ne renforcerons les financières et la consommation cyclique que lorsque la politique monétaire s'inversera.

POINT DE VUE ESG



La décarbonation devient urgente, notamment dans le **bâtiment**. Nous recherchons les entreprises actives dans l'isolation.



Plus de 25 % des émissions de gaz à effet de serre proviennent de **l'agriculture**, ce qui génère des opportunités liées à l'agriculture durable.



Les **déchets alimentaires** constituent également un thème prioritaire. Nous analysons les entreprises susceptibles de contribuer à la réduction des émissions.

Actions : thèmes pour 2024



Allocation du capital

Opportunités liées aux fortes perspectives d'investissement des entreprises (rattrapage du sous-investissement récent, mesures budgétaires, dépenses d'automatisation) **et aux fusions-acquisitions.**

Privilégier les thèmes structurels (agriculture de précision, électrification, etc.)



Intelligence artificielle

Opportunités dans les infrastructures, les logiciels et les services exploitant l'IA générative à des fins d'automatisation et de transformation.

Privilégier les entreprises qui déploient l'IA (fintech, entreprises de la consommation et de la santé) avec un potentiel de croissance.



Médicaments contre l'obésité

Opportunités dans les médicaments GLP-1 homologués pour le diabète, mais qui favorisent la perte de poids dans le cadre du traitement l'obésité.

Privilégier les spécialistes du GLP-1 boudés par le marché, dont les valorisations sont attractives, tout en restant prudent sur les leaders dont la croissance est déjà prise en compte dans les cours.



É.-U.



UE

Opportunités liées aux investissements initiés par le plan *Next Generation EU* et l'automatisation des usines. Multiplication des rachats d'actions. Privilégier l'exposition aux actions à rendement total élevé, en particulier dans les secteurs du pétrole, du gaz et de la finance.

Les retombées financières de l'IA sur les entreprises européennes du secteur des semi-conducteurs sont restées, pour l'heure, limitées.

Préférer les **sociétés de services informatiques** (comme celles du secteur du conseil) bien placées pour aider au travail préparatoire lié à l'IA dans l'infrastructure des données et des technologies de l'information.

Opportunité dans une grande société pharmaceutique européenne active dans le domaine des médicaments GLP-1, mais qui a déjà enregistré de fortes performances.



ME

La relocalisation dans des pays proches permet de protéger les chaînes d'approvisionnement, d'augmenter l'emploi et de stimuler la demande intérieure.

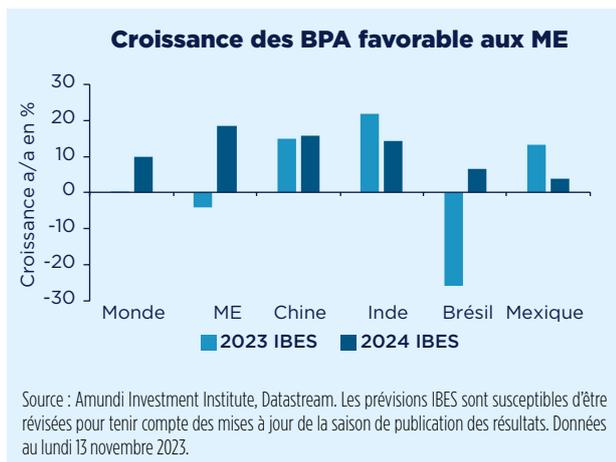
Privilégier les économies proches des grands marchés (Vietnam, Maroc, Mexique et Turquie, par exemple).

Opportunités en Corée du Sud (la domination du pays dans le secteur des mémoires renforce son avance dans celui des puces) et à Taïwan (les fonderies profiteront de la demande de puces).

Les entreprises domiciliées dans les ME qui investissent aux États-Unis peuvent tirer profit de l'IRA.

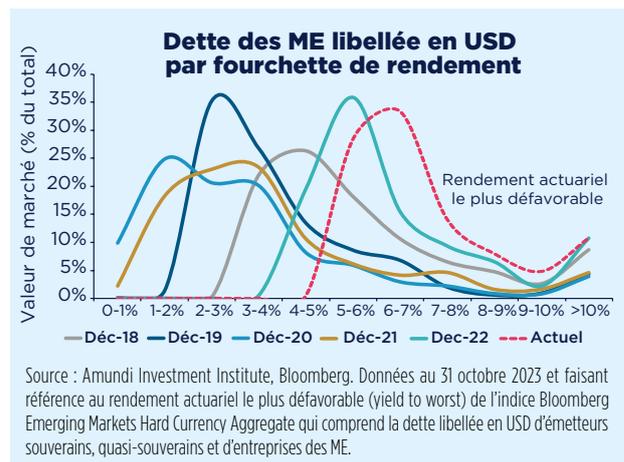
S.O.

Modération de l'inflation et reprise des bénéfiques : vue positive sur les actifs émergents



Optimisme pour les actions des ME en 2024

En 2023, les actions des ME ont connu des dynamiques diverses : sous-performance de la Chine, stabilité du MSCI ME ex China et surperformance des actions indiennes. **En 2024, nous attendons un retour de l'appétit pour cette classe d'actifs, car le cycle des dépenses d'investissement et l'avantage de croissance devraient jouer positivement, même si les divergences persisteront.** À court terme, la croissance des ME devrait rester inférieure à sa moyenne historique et décélérer légèrement ; cette phase reste néanmoins favorable aux styles Qualité et Croissance (principalement dans la région EMOA et en Inde). À l'horizon 2024, une reprise de la croissance des ME devrait favoriser une rotation vers le style Value (préférence pour l'Amérique latine). Le ralentissement du secteur des technologies a été exacerbé par celui de l'économie mondiale et la baisse de la demande à la suite du Covid. Ce tassement a contribué à une série de publications négatives en 2023 et à un recul des bénéfiques sur 12 mois. Toutefois, avec la stabilisation et la reprise du cycle des exportations, nous nous attendons à ce que les résultats, sur le périmètre des indices émergents monde, affichent une croissance supérieure à 10 % en 2024.



Préférence pour la dette des ME en devises fortes

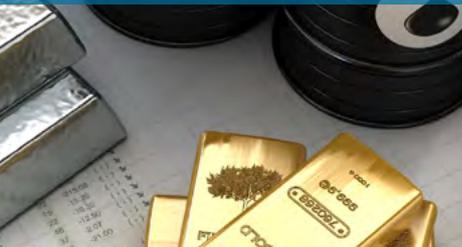
Les tensions géopolitiques et la hausse des rendements des Treasuries ont récemment suscité des inquiétudes quant à la stabilité des devises des ME et à la soutenabilité de leur dette extérieure. Ce dernier risque est moins élevé que par le passé grâce aux hausses préventives de taux et à la crédibilité accrue des autorités monétaires, d'autant que, selon nous, les devises des ME sont largement sous-évaluées. Les obligations des ME en devises fortes offrent aujourd'hui un profil de rendement plus attractif qu'au cours des cinq dernières années. Leur spread devrait bénéficier de plusieurs facteurs, notamment le resserrement de la catégorie à haut rendement du fait du creusement de l'écart de croissance entre ME et MD, et l'amélioration des conditions financières en raison de la baisse simultanée de l'inflation, des taux directeurs et des rendements. Nous sommes plus légèrement optimistes concernant les obligations des ME en devise locale, car nous pensons que l'aversion pour le risque est actuellement trop forte. Notre préférence va aux pays de la région EMOA et d'Amérique latine, qui devraient bénéficier d'une baisse plus rapide de l'inflation et d'un cycle de politique monétaire plus avancé. Nous restons prudents à l'égard des marchés émergents d'Asie (à l'exception de l'Indonésie et de l'Inde), où le soutien de la politique monétaire est moindre et les rendements moins attractifs.

POINT DE VUE ESG

L'univers des obligations durables des ME s'est considérablement étendu ces dernières années. Toutefois, cette classe d'actifs, essentielle pour faire avancer l'agenda ESG à l'échelle mondiale, reste beaucoup plus petite que son homologue des marchés développés.

La politique budgétaire sera essentielle au financement de la transition énergétique, mais de nombreux ME sont confrontés à des **difficultés pour financer la transition économique verte** (dette et taux d'intérêt plus élevés).

La Chine est à la pointe de la production et des échanges de **technologies d'énergie propre.** Elle est devenue le leader des chaînes de valeur mondiales de la transition énergétique, pour la grande majorité des technologies.



Matières premières : ralentissement cyclique et risques géopolitiques

“ Nous attendons une forte volatilité à court terme sur le pétrole, une dispersion croissante sur les métaux et un potentiel haussier modeste pour l'or. ”

Pétrole : haussier à court terme du fait de la géopolitique et du déficit d'offre.

Une escalade sérieuse du conflit au Proche-Orient n'est pas exclue, mais notre scénario de référence est qu'il restera plutôt local, Israël, Iran et États-Unis n'ayant guère intérêt à une confrontation plus large porteuse de risques considérables.

Dans cette hypothèse, le conflit éliminerait toute détente de l'offre en provenance de l'Iran ou de l'Arabie saoudite. Nous voyons la géopolitique et la tension offre/demande pousser le Brent vers 95 \$/baril, avec des pics temporaires jusqu'au T1 2024. Nous attendons ensuite un retour à la moyenne vers la fourchette 85 \$/b-90 \$/b. Les prix du pétrole devraient plafonner en 2024, sous l'effet de plusieurs facteurs : 1) baisse des tensions géopolitiques, 2) augmentation des capacités inutilisées de l'OPEP+ et relâchement de la discipline de ses membres, 3) prudence de l'OPEP qui souhaite éviter de relancer la production dans d'autres pays ou de provoquer un atterrissage brutal de l'économie, 4) ralentissement économique et 5) efforts des États-Unis pour faire baisser les prix à l'approche de l'élection présidentielle. Parmi les facteurs de risques haussiers, en plus de la géopolitique, on peut citer les mesures de relance chinoises, un hiver froid et des ruptures de production.

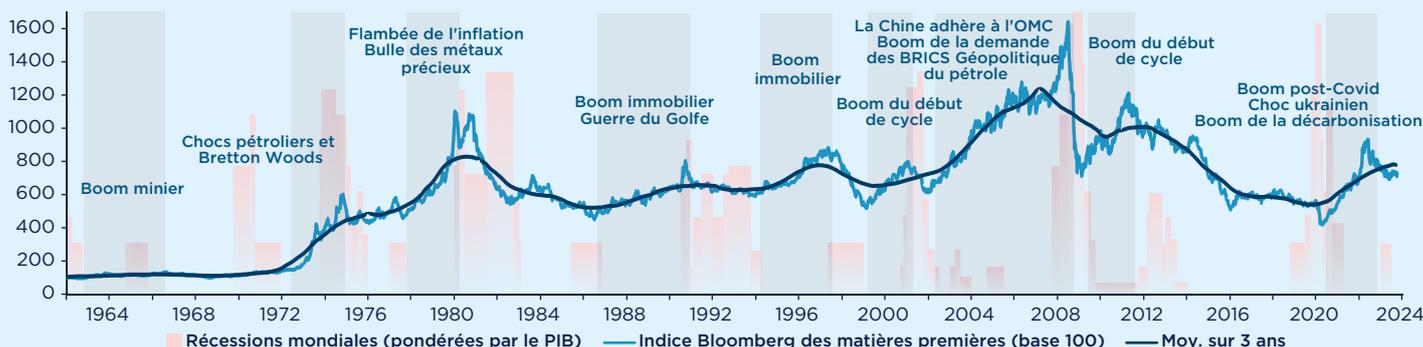
Métaux de base : manque de direction et dispersion croissante.

Nous anticipons un manque de direction au S1 2024, avec des prix plafonnés par le ralentissement économique et la crise immobilière chinoise, mais soutenus par un faible positionnement et des mesures de relance en Chine. **À plus long terme, la transition structurelle de l'économie chinoise aura de profondes répercussions sur la demande, susceptibles d'atténuer l'impulsion donnée par l'énergie.** La dispersion devrait augmenter en 2024 en raison de la dynamique offre/demande des métaux et de leur exposition à la transition énergétique, à la construction en Chine et à l'industrie mondiale. Les prix du cuivre devraient progresser du fait de la demande, tandis que le nickel devra compter avec une augmentation de la demande de batteries, mais aussi une offre abondante. Les pressions baissières sur l'aluminium resteront probablement limitées en raison de la faiblesse de l'offre, mais les prix du fer et du zinc subiront davantage le ralentissement de la demande mondiale.

Or : les catalyseurs de moyen terme restent mitigés.

Au-delà de la géopolitique, un changement de cap des banques centrales procurerait un soutien important, mais en partie neutralisé par les effets du resserrement quantitatif et les efforts de réduction des déficits. Nous attendons donc une légère hausse en 2024 vers 2000 dollars l'once. À plus long terme, la pression sur la dette des MD et les tendances à la diversification en dehors du dollar auront plus d'impact.

Influence des tendances géopolitiques et économiques sur les prix des matières premières



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au lundi 23 octobre 2023.

Affaiblissement du dollar, reprise des devises émergentes

L'USD en 2024 : sur le fil du rasoir

Les tensions géopolitiques, les conditions financières restrictives et la forte incertitude macroéconomique font qu'il est difficile d'identifier les catalyseurs imminents d'une correction significative du dollar. Le principal risque, au-delà de l'« exceptionnalisme » américain, est celui de nouveaux chocs sur les prix de l'énergie qui se répercuteraient sur l'inflation et l'attitude de la Fed (taux plus élevés plus longtemps). Voilà, selon nous, les principales causes de **préoccupation qui nous amènent à penser qu'une récession modérée aux États-Unis** (notre scénario de référence pour le S1 2024) **pourrait ne pas être aussi favorable à l'USD que par le passé**. À moins d'un scénario catastrophe, la détérioration des chiffres américains devrait peser sur l'USD de deux façons : i) la fin de l'exceptionnalisme américain (encore plus probable si l'économie chinoise se stabilise) et ii) le changement d'orientation de la Fed, en faveur de la croissance avec l'amorce d'un cycle de baisse des taux. À l'aube de 2024, si le dollar continue de se négocier avec une prime par rapport aux fondamentaux (moins porteurs que l'année dernière), il s'expose à des replis lors du passage d'une politique de resserrement à une politique d'assouplissement.

Concernant le yen, les perspectives de normalisation de la politique monétaire sont un facteur de soutien. Cependant, si la BoJ ne prend pas de mesures conséquentes, un choc de croissance plus prononcé pourrait s'avérer nécessaire pour assurer une appréciation soutenue par rapport aux autres grandes devises. **Nous estimons que le yen reste la meilleure couverture contre le risque d'atterrissage brutal.**

Rebond des devises des ME en 2024

Après plusieurs mois de correction, les devises des ME semblent survendues par rapport à l'USD et sont désormais extrêmement peu chères. De plus, notre scénario de dépréciation de l'USD renforce notre vue constructive sur cette classe d'actifs en 2024.

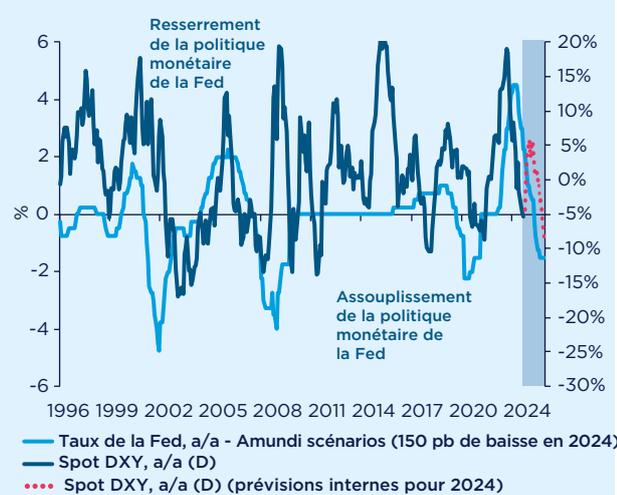
Nous nous attendons à ce que les banques centrales des ME continuent à baisser leurs taux afin de soutenir leurs économies, la situation de l'inflation s'étant largement stabilisée. Il en résultera une légère augmentation des taux réels, notamment dans les PECO. La région profitera de sa forte sous-évaluation ainsi que de ses liens avec l'euro, qui devrait se renforcer au cours de l'année.

Les devises des pays d'Amérique latine ont, quant à elles, déjà connu une certaine reprise en 2023 et leurs valorisations sont désormais plus tendues.

Ce tableau général se traduit par des attentes positives surtout pour les devises de la région EMOA et des pays émergents d'Asie.

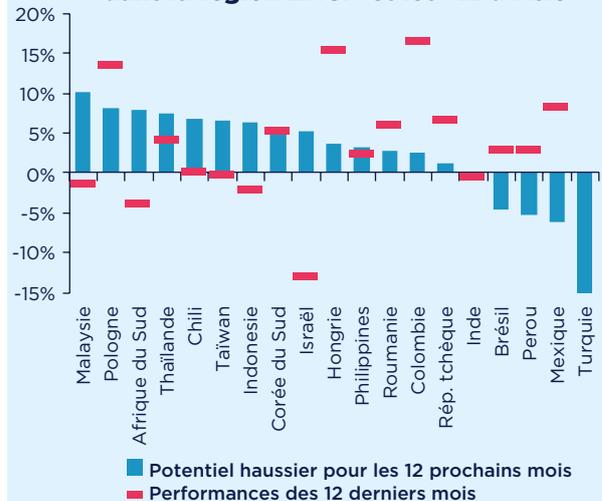
Les principaux risques par rapport à ces perspectives constructives proviennent des tensions géopolitiques qui entraînent, d'une part, des pics de volatilité (préjudiciables à une classe d'actifs aussi liquide), d'autre part, une hausse des prix des matières premières (qui compromettrait la capacité des banques centrales des ME à assouplir leur politique en raison d'une inflation plus persistante ou plus élevée).

Changement de politique monétaire défavorable à l'USD en 2024



Source : Bloomberg, Amundi Investment Institute. Données au lundi 30 octobre 2023. DXY : Indice du dollar. FFR : Taux directeurs de la Fed. Assouplissement politique (resserrement politique) si le taux directeur annuel est négatif (positif).

Reprise toujours attendue, principalement dans la région EMOA et les ME d'Asie



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au lundi 30 octobre 2023. Le potentiel haussier se fonde sur la juste valeur et notamment notre scénario à 12 mois : pétrole à 87,6, bons du Trésor américain à 10 ans à 3,7, USD à 1,16, et toutes les prévisions d'IPC par pays. Les chiffres de la Turquie (qui ne sont pas entièrement inclus ci-dessus) sont de -33,61% (12 derniers mois) et de -50,34% (potentiel haussier pour les 12 prochains mois).



Priorité aux hedge funds macro et obligataires en 2024

“En 2024, la visibilité macroéconomique devrait s'améliorer, créant des conditions plus favorables pour que les hedge funds génèrent des surplus de performance (alpha).”

Au cours des deux dernières années, les hedge funds ont connu des performances plus résilientes et une volatilité plus faible que les gestions traditionnelles. Les performances récentes ont été portées par les stratégies axées sur les obligations et les actions, tandis que les performances des stratégies Global Macro et Commodity Trading Advisors (CTA) sont restées modestes.

En 2024, nous entrerons dans une nouvelle phase du cycle. Le rebond cyclique observé depuis fin 2022 (porté par la réouverture de la Chine, l'atténuation de la crise énergétique dans l'UE et le soutien budgétaire) atteint son terme. À mesure que l'inflation se normalise peu à peu, les liquidités mondiales diminuent de nouveau, le ralentissement économique est plus prononcé et les taux plus élevés entraînent une réévaluation des actifs risqués. Les tournants cycliques, comme celui en cours, sont généralement incertains, avec leur lot de faux départs et de transactions malheureuses. Ce point d'inflexion est en train d'être passé et, bientôt, en 2024, la visibilité macroéconomique commencera à s'améliorer lorsque des signes de détérioration des perspectives économiques apparaîtront, créant ainsi des conditions favorables à la génération d'alpha.

Avec le regain de visibilité, la génération d'alpha devrait s'améliorer. En effet, la diminution de la liquidité accentuera la différenciation entre les actifs, tandis que les divergences au sein de l'économie mondiale fourniront des opportunités d'arbitrage relatif. À mesure que les investisseurs accordent davantage d'attention aux moteurs de croissance plus traditionnels, nous constatons que les prix des actifs reflètent de plus en plus leurs fondamentaux. Le ralentissement économique, dont nous anticipons qu'il restera modéré, s'accompagnera d'une volatilité des actions et des obligations légèrement supérieure à la normale, ce qui offrira des opportunités de market timing exploitables.

Toutefois, la dispersion des performances des hedge funds semble élevée, car l'augmentation des risques géopolitiques et les changements structurels séculaires (notamment l'essor de l'IA, les tendances incertaines de la productivité et la transition énergétique) ajouteront de la complexité au scénario macroéconomique.

Dans ce contexte, nous pensons que les stratégies top-down, notamment les stratégies Global Macro, Macro Fixed Income et celles axées sur les marchés émergents, **seront les principales gagnantes,** tandis que les stratégies plus directionnelles sur les actions et le crédit seront à privilégier plus tard dans l'année, lorsque la détente des taux débutera.

Fonds spéculatifs vs allocation d'actifs traditionnelle



Source : HFR Inc., Bloomberg, Amundi Investment Institute. Données au samedi 30 septembre 2023. Les indices (synthétiques) HFRI FoF sont composés de fonds qui font partie de l'indice HFRI 500 et sont conçus pour répliquer synthétiquement (S) la performance des fonds de fonds à faible, moyenne ou forte volatilité.

Stratégies hedge funds au S1 2024

		-	N	+
Actions L/S	Directionnel			
	Market neutral			
Event-driven	Arbitrage de fusion			
	Situations spéciales			
Fixed Income Arbitrage	Crédit L/S			
	Arbitrage obligations des ME			
Global macro	Arbitrage obligations macro			
	Global macro			
CTA	CTA			

Source : Amundi Investment Institute, novembre 2023.

Non coté : vent en poupe sur fond de croissance ralentie

L'atonie de la croissance économique, la persistance de l'inflation et le manque de confiance des consommateurs pèsent sur les bénéfices des entreprises. Malgré cela, les marchés privés et l'immobilier offrent des opportunités qui résistent au ralentissement et permettent une diversification des risques et des performances dans les portefeuilles.

Nous privilégions les investissements dans les infrastructures du fait de la régularité de leurs cash flows et de leurs fortes perspectives de croissance l'an prochain et au-delà. Cette croissance est stimulée par la transition énergétique. Les gouvernements ont besoin de compléter les financements publics avec des capitaux privés pour construire des infrastructures d'énergie renouvelable et atteindre leurs objectifs d'électrification des transports. Nous sommes particulièrement confiants concernant les infrastructures européennes, car leur environnement réglementaire est favorable et une part importante du budget pluriannuel de l'UE 2021-2027 et du plan européen Next Generation EU est consacrée à la transition écologique. Un certain ajustement des prix est à prévoir, mais nous ne prévoyons pas de ralentissement majeur et pensons que cette classe d'actifs présente beaucoup de valeur à long terme.

Concernant le capital-investissement, les transactions ralentissent, bien qu'il n'y ait pas encore de tendance à la baisse des prix. Malgré cela, certains secteurs, comme celui de la santé, voient leur croissance portée par des tendances structurelles robustes (par exemple, le vieillissement de la population) et bénéficient d'un pouvoir de fixation des prix. Malgré les faibles volumes dans d'autres secteurs, nous pensons que la classe d'actifs offrira des points d'entrée attractifs au cours des cinq prochaines années. Les fonds institutionnels ayant généralement un horizon d'investissement de 5 ans, les souscriptions effectuées aujourd'hui devraient, selon nous, bénéficier de cette opportunité de marché.

Dans le secteur de la dette privée, les fonds souffrent du ralentissement du capital-investissement, mais tirent profit du refinancement des prêts et des contraintes imposées par les banques.

Les banques ont réduit leurs activités en termes de prêts, car ceux figurant dans leurs bilans ont perdu de leur valeur et elles sont réticentes à les vendre.

Le non coté en 2024

	Infrastruc.	Capital-investis- sement	Dette privée	Immobi- lier
Perspectives 2024	++	-/=	+	-/=
Opportunités d'entrée dans les 5 prochaines années	=	+	+	=
Protection contre l'inflation	++	=	++	+
Atout de diversification	+++	+	+	++

Sources : analyse qualitative d'Amundi Actifs Réels au 30 septembre 2023. Infrastruc. = infrastructures. À titre indicatif uniquement, sur une échelle de --- à +++. Programme des Nations unies pour l'environnement, septembre 2022.

Enfin, la hausse des taux a entraîné **une baisse des transactions immobilières**, en réaction au manque de visibilité et à l'augmentation des coûts de refinancement. L'effet sur les valorisations a été négatif. Malgré cela, sur les marchés locatifs, les biens immobiliers situés dans les endroits les plus recherchés devraient continuer à bénéficier d'une demande assez résiliente, de taux de vacances bas et de revenus locatifs robustes. Par ailleurs, nous considérons que les questions ESG sont cruciales et doivent être incluses dans les perspectives de cash flows. Le rendement total dépendant à la fois du capital et des revenus, l'ajustement en cours pourrait créer des points d'entrée, mais il est essentiel de se concentrer sur les biens de qualité.

ESG IMPLICATIONS



Les infrastructures liées à la transition énergétique bénéficieront du soutien public aux capitaux privés.



Dans le domaine de la **dette privée**, les **financements liés au développement durable** gagnent du terrain.



Les immeubles de qualité dans les centres urbains peuvent adopter des normes ESG exigeantes à un coût moins élevé que les autres.

PRÉVISIONS



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 7 novembre 2023

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

Prévisions de taux directeurs, %

	7 novembre 2023	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
États-Unis*	5,50	4,50	5,30	4,00	4,74
Zone euro**	4,00	3,75	3,85	2,75	3,21
Royaume-Uni	5,25	4,75	5,30	4,00	4,79
Japon	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,19
Chine***	3,45	3,45	3,40	3,25	3,40
Inde***	6,50	6,50	6,30	6,25	5,90
Brésil	12,25	10,00	9,75	9,25	9,00
Russie	15,00	14,00	12,20	11,00	9,80

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au vendredi 15 septembre 2023. IPC : indice des prix à la consommation. * Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. ** : Taux de dépôt. *** : Taux bancaire de base à un an. **** : Taux de prise en pension.



Prévisions de marché

Rendements obligataires

Prévisions sur les taux à 2 ans, %

	7 novembre 2023	Amundi T2 2024	Forward T2 2024	Amundi T4 2024	Forward T4 2024
États-Unis	4,93	3,80-4,00	4,61	3,60-3,80	4,39
Allemagne	3,00	2,50-2,70	2,61	2,20-2,40	2,31
Royaume-Uni	4,65	3,60-3,80	4,25	3,40-3,60	4,13
Japon	0,12	0,10-0,20	0,22	0,10-0,20	0,30

Prévisions sur les taux à 10 ans, %

	7 novembre 2023	Amundi T2 2024	Forward T2 2024	Amundi T4 2024	Forward T4 2024
États-Unis	4,56	3,70-3,90	4,57	3,70-3,90	4,56
Allemagne	2,63	2,40-2,60	2,63	2,30-2,50	2,62
Royaume-Uni	4,26	3,80-4,00	4,26	3,70-3,90	4,29
Japon	0,86	0,80-1,00	0,97	0,80-1,00	1,07

Prévisions Actions pour le T4 2024

Niveau de l'indice MSCI	É.-U.	Europe	UEM	R.-U.	Japon	Pacifique ex-Japon	Monde	Monde tous pays
7 novembre 2023	4145	1797	252	2125	1419	1212	2884	663
Borne haute	3970	1780	250	2100	1340	1110	2770	620
Borne basse	4590	2000	280	2380	1560	1330	3170	750

Taux de change

	7 Novembre 2023	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
EUR/USD	1,07	1,09	1,09	1,15	1,11
EUR/JPY	161	153	152	155	151
EUR/GBP	0,87	0,88	0,88	0,89	0,89
EUR/CHF	0,96	0,98	0,98	1,03	1,00
EUR/NOK	11,97	11,89	11,12	11,76	10,70
EUR/SEK	11,69	11,83	11,35	11,92	11,25
USD/JPY	150	141	140	135	134
AUD/USD	0,64	0,65	0,67	0,69	0,70
NZD/USD	0,59	0,59	0,62	0,62	0,63
USD/CNY	7,32	7,20	7,15	6,90	6,95

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au mardi 7 novembre 2023. Q2 2024 correspond à fin juin 2024 ; Q4 2024 correspond à fin décembre 2024.

Rédacteurs

Directeurs de la publication



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Investment Institute



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Claudia BERTINO
Responsable Édition & Publication, Amundi Investment Institute



Laura FIOROT
Responsable Édition & Divisions client, Amundi Investment Institute

Rédacteurs



Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux, Amundi Investment Institute



Alessia BERARDI
Responsable de la stratégie Marchés émergents, Amundi Investment Institute



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



Sergio BERTONCINI
Macro Stratégiste Senior, Obligations, Amundi Investment Institute



Didier BOROWSKI
Responsable de la Recherche sur les politiques macroéconomiques, Amundi Investment Institute



Federico CESARINI
Responsable de la stratégie devises, Amundi Investment Institute



Lauren CROSNIER
Responsable Devises Monde



Debora DELBÒ
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Fabio DI GIANSANTE
Responsable Grandes capitalisations, Europe



Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier Fixed Income



Jonathan DUENSING
Responsable Fixed Income pour les États-Unis



Claire HUANG
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Dominique
Directeur des Métiers Actifs Réels et Alternatifs



Éric MIJOT
Directeur Stratégie Actions Monde, Amundi Investment Institute



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



Marco PIRONDINI
Directeur de la Gestion Actions US



Lorenzo PORTELLI
Directeur Stratégie Cross Asset, Amundi Investment Institute



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie Monde, Amundi Investment Institute



Anna ROSENBERG
Responsable Géopolitique, Amundi Investment Institute



Francesco SANDRINI
Responsable des Stratégies Multi-Asset



Sergei STRIGO
Co-responsable Obligations des ME



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US



Annalisa USARDI
Stratégiste macro senior, Amundi Investment Institute

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 9 novembre 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 : 23 novembre 2023.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GPO4000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

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

Amundi Investment Institute contributors

CARULLA Pol,
Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

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

VARTANESYAN Sosi,
Analyste souverains senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,
Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,
Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,
Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,
Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,
Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,
Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,
Spécialiste Édition & Publication