

2023  
2024

Décembre  
2023

# CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

## THÈME DU MOIS

Les taux plus élevés commenceront à peser sur les entreprises en 2024

## GLOBAL INVESTMENT VIEWS

Le recul de l'inflation est une bonne nouvelle mais la lutte n'est pas terminée

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**

Directrice d'Amundi  
Investment Institute

**« Nous pensons que l'économie américaine est peut-être déjà en train de ralentir et restons dans le camp de ceux qui anticipent une légère récession en 2024. »**



**Vincent MORTIER**

CIO Groupe

**« Les marchés ont peut-être trop monté et trop vite. Nous restons positifs sur les obligations souveraines et prudents sur les actions. »**



**Matteo GERMANO**

CIO Adjoint Groupe

**« Les divergences entre marchés émergents offrent des opportunités aux investisseurs disposés à rechercher la croissance dans certains secteurs surévalués. »**



Décembre 2023

# Table des matières



<b>THÈME DU MOIS</b>	<b>4</b>
Les taux plus élevés commenceront à peser sur les entreprises en 2024	
<b>MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE</b>	<b>6</b>
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçus macroéconomiques	9
Observatoire des banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques	12
Modèles Amundi Investment Institute	13
Graphiques mensuels clés	14
Matières premières et devises	16
<b>GLOBAL INVESTMENT VIEWS</b>	<b>17</b>
Vues des CIO	18
Le recul de l'inflation est une bonne nouvelle mais la lutte n'est pas terminée	
Trois questions d'actualité	20
Allocation d'actifs Amundi	21
<b>PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES</b>	<b>25</b>



# Les taux plus élevés commenceront à peser sur les entreprises en 2024

**PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS :** L'impact des hausses de taux sur les entreprises devrait augmenter en 2024. Jusqu'à présent, les entreprises ont été peu affectées car elles ont pu utiliser les liquidités obtenues durant la crise du Covid et leurs besoins de refinancement sont restés limités. Mais ils devraient être plus importants à partir de 2024. Les PME et les émetteurs HY les moins bien notés seront les plus touchés. Les retombées de la hausse des taux seront moins importantes pour les émetteurs IG.



**Valentine AINOUC**

Responsable de la Stratégie  
Taux – Amundi Investment  
Institute



**Sergio BERTONCINI**

Macro Stratégiste Senior,  
Obligations – Amundi  
Investment Institute

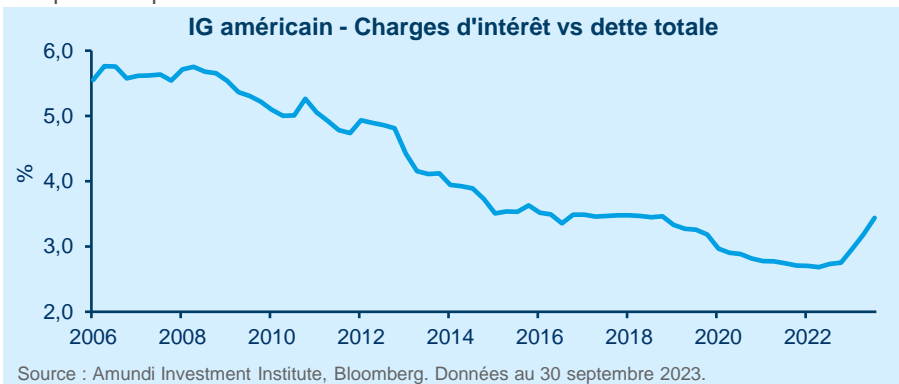
**Les fondamentaux des entreprises se dégradent, mais à partir de niveaux sains.**

Aux États-Unis et en Europe, les entreprises sont sorties de la crise du Covid avec des fondamentaux solides (marges et ratios de couverture des intérêts élevés, niveaux records de liquidités, etc.). Elles ont bénéficié du faible coût moyen de la dette, résultat d'années de taux historiquement bas. Aussi, jusqu'à présent, elles n'ont pas été trop affectées par la hausse des taux. Leurs fondamentaux se dégradent maintenant, mais à partir de niveaux sains (voir graphique).

**Après deux années d'offre assez faible, le volume brut des émissions d'obligations de sociétés non financières devrait augmenter en 2024**, sous l'effet principalement des besoins de refinancement. Les besoins en investissements, en dividendes ou en fusions et acquisitions étant moindres, les émissions nettes de titres IG ou HY ne devraient pas beaucoup augmenter.

**Pour l'heure, aucun mur des échéances n'est attendu sur les marchés du crédit en 2024**, en particulier dans les segments à bêta élevé, tels que le HY américain et européen. En Europe, les émissions nettes d'obligations de sociétés non financières IG devraient rester modérées, comme lors des dernières années, mais les obligations financières devraient confirmer leur rôle de premier plan en 2024. Toutefois, étant donné que les TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme) ont pour la plupart déjà été remboursées et que les perspectives de ralentissement de la croissance impliquent une baisse du volume des prêts à refinancer, l'offre nette d'émissions financières devrait moins surprendre à la hausse qu'en 2023 et en 2022.

**Jusqu'à présent, une demande persistante a porté sur les titres IG davantage que HY, aux États-Unis comme en Europe :** cela s'explique par une combinaison attractive de rendement absolu et de risque de durée, bien que les spreads de crédit n'aient pas atteint des niveaux historiquement élevés. Dans l'environnement de taux plus bas que nous attendons en 2024, du fait du ralentissement de la croissance et du retournement de la politique monétaire, la demande d'obligations d'entreprises de haute qualité devrait bien résister : les titres IG continueront de représenter une alternative attractive à la dette souveraine, surtout si l'on tient compte de la persistance d'une offre élevée sur cette dernière.





« **Nous anticipons une concentration des défauts parmi les émetteurs HY les moins bien notés.** »

### **Hausse des défauts, tirée par les entreprises HY les moins bien notées.**

Les défauts sur le HY européen, en nombre d'émetteurs et pondérés par la valeur, étaient respectivement de 2,7 % et 1,2 % en octobre, ce qui reste historiquement très faible et inférieur à la médiane à long terme. De plus, l'ensemble des défauts a concerné les titres les moins bien notés (CCC), les titres B et BB étant restés stables au cours de l'année écoulée. La bonne situation actuelle, notamment pour les émetteurs de qualité supérieure, est attribuable à plusieurs causes. Les principaux facteurs top-down sont 1) les bons fondamentaux initiaux, 2) la croissance économique ralentie, mais toujours positive, et 3) le temps nécessaire à la transmission de la politique monétaire alors que les besoins de refinancement sont limités compte tenu de l'activité record sur le marché primaire pendant les années de pandémie et des liquidités accumulées. Parmi les facteurs bottom-up, citons principalement la très faible proportion de titres CCC en Europe, l'absence de problème sectoriel manifeste et les ratios de détresse assez faibles.

**Nous anticipons en 2024 une légère augmentation des défauts, qui resteront toutefois à des niveaux proches des moyennes à long terme** et concentrés sur les émetteurs les moins bien notés et les PME. Notre scénario central, qui suppose une croissance faible mais sans récession en Europe, table sur un niveau de 3,5 %/4,0 %, les risques étant à la hausse en cas de détérioration de l'environnement macroéconomique. Même sans récession, la hausse des coûts de financement sera le principal catalyseur des défaillances.

**Les murs des échéances ont évidemment leur importance, mais, à cet égard, 2024 semble gérable**, car l'année dernière, les entreprises ont déjà commencé à s'attaquer aux échéances de 2025, en réduisant leur stock sur le marché des prêts et, dans une moindre mesure, sur celui des obligations. Selon nos projections, les échéances 2025 et 2026 présenteront davantage de défis que 2024. Le mécanisme de transmission des hausses de taux prend du temps et le coupon moyen vient tout juste d'atteindre 4,1 % contre 3,6 % en 2022. Cette hausse devrait se poursuivre, mais l'impact global sur les fondamentaux des entreprises mettra plusieurs années à se manifester et sera surtout perceptible en 2025 et 2026.

En fin de compte, **nous nous attendons à ce que les taux de défaut culminent à des niveaux plus bas mais y restent plus longtemps**. Cette tendance devrait être alimentée par les émetteurs de faible qualité, tandis que les émetteurs de bonne qualité, qui représentent la part dominante des marchés HY européens, resteront résilients. En outre, un dénominateur commun traditionnel des cycles de défaut est la présence d'un ou plusieurs secteurs « problématiques ». Durant la pandémie, par exemple, c'était le commerce de détail, les services aux consommateurs et l'hôtellerie, en 2016, l'énergie, et en 2001, les télécommunications et la technologie. Les ratios de détresse actuels ne révèlent aucune spécificité sectorielle susceptible d'alimenter le cycle. Enfin **les petites et moyennes entreprises devraient être davantage touchées que les entreprises HY de qualité moyenne et supérieure** dans un contexte où les ratios de détresse restent très faibles alors que les normes de prêt bancaire sont restrictives, l'impact de la hausse des taux sur les prêts étant beaucoup plus rapide.

**Aux États-Unis, nous prévoyons que les taux de défaut du HY atteindront des niveaux légèrement supérieurs à ceux observés en Europe**, à savoir 5,5/6 %, du fait principalement des émetteurs les moins bien notés. Contrairement aux scénarios de référence de certaines agences de notation, qui prévoient un pic au T1 et T2 suivi d'une tendance à la baisse au S2, nous nous attendons à ce que les défaillances se stabilisent à ces niveaux.

## 3,5/4 %

Taux de défaut attendu en 2024 sur le HY européen.

## 5,5/6 %

Taux de défaut attendu en 2024 sur le HY américain.

## CCC

Segment où se concentreront les défauts, et dont le poids est très faible en Europe.

Source : Amundi Investment Institute, au 28 novembre 2023.



MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET  
STRATÉGIE  
par l'Amundi Investment Institute



# Perspectives de croissance 2024 : un scénario plus prudent que celui du FMI



**Mahmood PRADHAN**

Responsable Macroéconomie –  
Amundi Investment Institute



**Annalisa USARDI, CFA**

Économiste senior – Amundi  
Investment Institute

**« Nous pensons que l'économie américaine est peut-être déjà plus faible qu'il paraît, et en cours de ralentissement. »**

Après une croissance de 3 % de l'économie mondiale en 2023, nous prévoyons un ralentissement à 2,5 % en 2024, soit bien en deçà des attentes du FMI, qui table sur 2,9 %. Cette prévision est également inférieure à la moyenne historique de 3,8 % observée entre 2000 et 2019. Les performances plus faibles des économies avancées sont l'une des principales raisons de cette divergence. En effet, nous nous attendons à ce qu'elles décèlent de 1,6 % en 2023 à 0,7 % en 2024, alors que le FMI prévoit une croissance des économies avancées de 1,4 % l'année prochaine. **Notre opinion pessimiste repose sur l'anticipation d'une légère récession aux États-Unis (0,6 % en glissement annuel) et d'une croissance atone dans la zone euro (0,3 %).** Parallèlement, le FMI prévoit pour 2024 un scénario d'atterrissage en douceur aux États-Unis (1,5 % en glissement annuel) et un quasi-retour à la croissance potentielle en zone euro (1,2 %). **Concernant le Royaume-Uni, nous partageons globalement le point de vue du FMI et prévoyons une croissance de 0,5 % en 2024, contre 0,6 % pour le FMI.** Nos perspectives moins favorables pour les États-Unis sont également la principale raison pour laquelle nous divergeons du consensus Bloomberg.

Nous pensons que l'économie américaine est peut-être déjà plus faible qu'il paraît, et en cours de ralentissement, comme le suggère la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés. **La demande intérieure, notamment, devrait continuer à se détériorer** : la consommation ralentira progressivement, les dépenses étant freinées par le resserrement des conditions de crédit, l'épuisement des surplus d'épargne et la dégradation des perspectives de l'emploi. **Il en va de même pour les investissements**, fortement soutenus jusqu'à présent par les incitations publiques, **qui vont considérablement ralentir**, les entreprises, et en particulier les plus petites d'entre elles, étant confrontées à des coûts d'emprunt très élevés, à une plus grande incertitude économique et à un affaiblissement de la demande. **Concernant l'Europe, nos attentes sont nettement plus basses (0,3 % en glissement annuel) que celles du FMI (1,2 %), mais presque alignées avec le consensus (0,7 %).** La zone euro ralentit déjà en raison de la détérioration des conditions financières, de la demande et de la confiance des entreprises. Toutefois, la situation financière des ménages restant solide et l'épargne ayant récemment rebondi, nous ne nous attendons pas à une récession marquée. Pour autant, nous ne voyons pas de soutien intérieur fort à la croissance dans un contexte d'affaiblissement de la croissance mondiale et de politique budgétaire moins favorable. Les perspectives d'investissement sont également modérées, compte tenu de la politique monétaire qui devrait rester longtemps restrictive.

Croissance 2024 a/a	Amundi	FMI
Monde	2.4	2.9
Pays développés	0.7	1.4
États-Unis	0.7	1.5
Zone euro	0.3	1.2
Royaume-Uni	0.5	0.6

Source : Amundi Investment Institute, FMI. Données à novembre 2023 et prévisions au 14 décembre 2023.



## Poursuite de l'ajustement des politiques

Des initiatives favorables au marché ont récemment été lancées. À partir du 1er décembre, la Chine autorisera l'entrée sans visa des ressortissants de cinq pays de l'UE et de la Malaisie. En outre, les régulateurs soutiennent davantage les promoteurs immobiliers et encouragent les banques à financer des entités privées. **Un budget supplémentaire de 0,8 % du PIB, consacré aux infrastructures, a été approuvé** et nous attendons un financement supplémentaire pour la rénovation urbaine et l'offre de logements abordables. **Ces mesures visent à atténuer l'impact économique du désendettement en cours.**



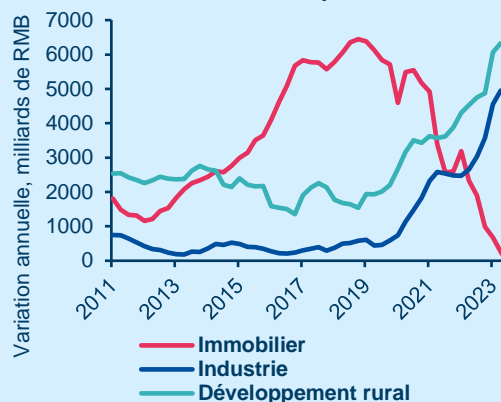
**Claire HUANG**

Macrostratège Senior,  
Marchés émergents –  
Amundi Investment Institute

« *La reprise cyclique sera limitée en 2024.* »

Cette volonté de tempérer les « deux excès » que sont l'immobilier et les véhicules de financement des gouvernements locaux pourrait freiner la croissance. Nous maintenons nos prévisions, inférieures à celles du consensus, car nous pensons que la reprise cyclique sera limitée en 2024 compte tenu des pressions à long terme liées au désendettement.

Chine - Nouveaux prêts bancaires



Source : Amundi Investment Institute, BPC, CEIC. Données à fin septembre 2023.

## Production industrielle en baisse malgré un cycle robuste

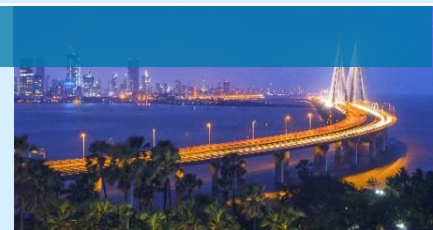
Le cycle économique reste assez vigoureux, malgré un léger fléchissement des chiffres de la production industrielle dans l'ensemble des secteurs. La dynamique des biens d'équipement et des biens d'infrastructure et de construction est robuste ou à peine affaiblie. En revanche, la production de biens de consommation reste faible, révélant **une certaine dichotomie entre l'investissement et la consommation**. L'inflation indienne s'est bien comportée tant au niveau de l'indice global que de l'indice sous-jacent, qui progressent respectivement 4,9 % et 4,2 % sur un an en octobre. L'inflation globale devrait dépasser les 5 % en novembre.

Inflation sous-jacente vs Indice des prix de gros



Source : Amundi Investment Institute, CEIC. Données au 1er octobre 2023.

Des scrutins importants auront lieu dans cinq États au cours des deux prochains mois et **les initiatives préélectorales se multiplient** (à l'instar, notamment, de la prolongation du programme d'alimentation gratuite pour les cinq prochaines années). Ces mesures ne devraient pas menacer l'objectif de déficit budgétaire, mais elles pourraient, au fil du temps, détourner les dépenses de projets plus productifs.



**Alessia BERARDI**

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

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





## Aperçus macroéconomiques



Après de solides performances au T3, nous prévoyons un affaiblissement progressif de l'économie américaine. La demande intérieure, notamment, devrait poursuivre sa détérioration, dans un contexte de ralentissement progressif de la consommation et de l'investissement, sous l'effet d'un resserrement des conditions de crédit. Nous tablons sur une légère récession au S1 2024. Pendant ce temps, l'inflation va progressivement décélérer grâce à la baisse de l'inflation des services, restée persistante jusqu'ici.



La faiblesse des chiffres du T3 dans plusieurs pays de la zone euro montre que l'économie ralentit déjà, en phase avec la détérioration des conditions financières, de la demande et de la confiance des entreprises signalées précédemment. Le ralentissement de la croissance mondiale et une politique budgétaire moins favorable impliqueront que la croissance restera stable au cours des prochains trimestres. L'inflation se rapprochera progressivement de la cible, mais cette évolution sera plus rapide pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente.



L'économie britannique ralentit. Sa croissance devrait se tasser au cours des prochains trimestres, la demande intérieure ralentissant sous l'effet de la détérioration rapide du marché du travail, d'une baisse des dépenses d'investissement (due à la politique monétaire restrictive qui pèse sur l'économie réelle), d'un environnement extérieur peu favorable et d'une inflation toujours élevée. Cette dernière devrait néanmoins se modérer à l'avenir pour se rapprocher de la cible vers la fin de 2024.



Les premières estimations du PIB du Japon pour le T3 ont été en dessous des attentes, avec une baisse de 0,5 % par rapport au T2. Cela n'a toutefois pas modifié notre opinion quant à la poursuite d'une reprise supérieure à la tendance. En effet, malgré la volatilité de la croissance, la situation de fond s'est améliorée. C'est notamment le cas des exportations qui ont surpris à la hausse, tandis que les investissements des entreprises devraient accélérer sous l'effet de bénéfiques records, d'un taux élevé d'utilisation des capacités de production et d'une pénurie de main-d'œuvre.



L'économie roumaine ralentit, mais continue de surperformer par rapport au trio centre-européen (République tchèque, Pologne et Hongrie). La croissance du PIB réel devrait se maintenir autour de 3 % en glissement annuel, grâce à un marché du travail tendu et à une politique budgétaire accommodante. De nombreuses élections étant prévues en 2024, les réformes des retraites votées par le Parlement seront probablement mises en œuvre, n'attendant plus que la signature du Président. En ce qui concerne la politique monétaire, la banque centrale restera probablement prudente, le rythme de la désinflation étant lent et incertain.



La Banque de réserve sud-africaine (SARB) a maintenu ses taux inchangés à 8,25 % ce mois-ci, malgré une nouvelle accélération de l'inflation. La fragilité de la croissance, la baisse des prix du pétrole et le redressement récent du rand expliquent probablement l'absence de nouvelle hausse de taux. Cependant, compte tenu du resserrement des conditions financières mondiales, des incertitudes sur l'inflation, des défis budgétaires et de la forte volatilité des marchés financiers et des actifs, la SARB restera probablement prudente. Le début du cycle d'assouplissement dépendra des données.



La banque centrale de Turquie a de nouveau relevé ses taux ce mois-ci de 500 points de base pour les porter à 40 %. De nouvelles hausses sont probables. Pourtant, l'inflation devrait poursuivre sa hausse pour atteindre son pic au T2 2024, aux alentours de 70/80 % en glissement annuel. La livre a continué à se déprécier, mais à un rythme plus lent. Ce durcissement de la politique monétaire (+3 150 points de base depuis juin) pèsera sur la croissance du PIB réel au S2, mais le S1 a été très solide, de sorte que l'impact sera surtout visible dans les chiffres de 2024.



Après un S1 très vigoureux, l'économie brésilienne enregistre finalement un ralentissement plus marqué à mesure que les effets du durcissement de la politique monétaire se font sentir. En parallèle, la désinflation progresse bien et, d'ici la fin de l'année, le Brésil devrait être le premier pays d'Amérique latine dont l'inflation retombe dans sa fourchette cible. La BCB est toutefois déterminée à maintenir un rythme de baisse progressif (50 points de base) compte tenu des préoccupations budgétaires. Elle cherchera à maintenir la pression sur le gouvernement de Lula pour qu'il respecte les règles budgétaires telles qu'initialement proposées.

# BC des MD et des ME : assouplissement prudent

## Marchés développés

Le comité de la BCE a adopté un ton plus accommodant lors de sa dernière réunion. Christine Lagarde a reconnu la récente détérioration de l'environnement macroéconomique (moins de créations d'emplois) et la poursuite du resserrement des conditions de financement. Le durcissement monétaire affecte l'économie plus qu'anticipé.

Lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a déclaré que le FOMC pourrait en avoir fini avec son cycle de hausses de taux. Cette vue a été renforcée par la surprise baissière de l'IPC d'octobre. Toutefois, compte tenu de l'assouplissement récent des conditions financières, la Fed devrait maintenir un biais restrictif en termes de taux directeurs et « procéder avec prudence » pour le moment, un nouveau resserrement restant possible si cela s'avère nécessaire.

Nous estimons que le taux directeur de la BoE a désormais atteint son point haut. La banque centrale a maintenu son biais restrictif, mais, sauf surprises très désagréables d'ici la fin de l'année, le cycle haussier semble achevé.

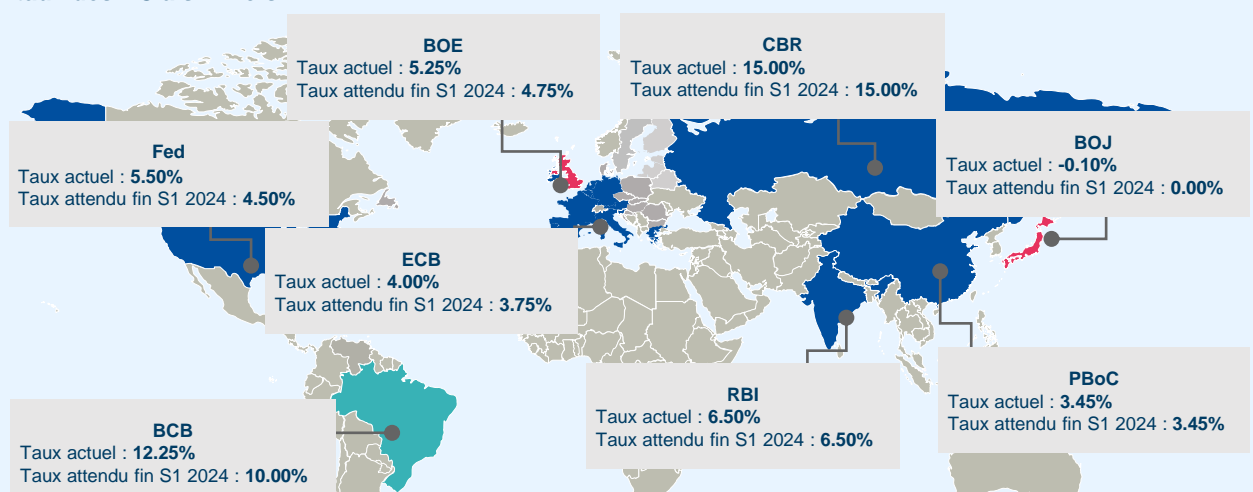
Contrairement aux autres banques centrales du G4, la BoJ n'en a pas fini avec les hausses de taux. Nous pensons que la vigueur de l'inflation intérieure entraînera un nouvel assouplissement de la politique de contrôle de la courbe des taux et que les taux négatifs disparaîtront au S1 2024.

## Marchés émergents

Au cours du mois écoulé, le marché est passé de l'anticipation de taux de la Fed « plus élevés plus longtemps » à celle d'une politique monétaire américaine moins restrictive. Les banques centrales des ME ont réagi en suivant les trajectoires prévues de leurs politiques monétaires, fondées, pour l'essentiel, sur l'évolution de leurs économies nationales. En effet, confortant l'assouplissement déjà amorcé ou à venir, la dynamique de l'inflation a globalement reflété, en octobre, un léger reflux dans l'ensemble des ME. Toutefois, quelques changements par rapport à nos prévisions antérieures méritent d'être mentionnés. Le premier concerne la Banque nationale de Pologne (NBP) qui s'est lancée avec audace, en septembre, dans ce que nous appelons un « mini-cycle d'assouplissement », brusquement interrompu lors de sa dernière réunion de politique monétaire. Contrairement à nos anticipations d'assouplissement progressif, il est désormais probable que la NBP fasse une pause jusqu'au T1 2024. Par ailleurs, compte tenu du procès-verbal de sa dernière réunion, la banque centrale du Mexique devrait procéder à une première baisse de ses taux au T1 plutôt qu'au T2 2024 et accélérer son rythme d'assouplissement à l'avenir. Cette nouvelle prévision suppose une position encore plus accommodante que celle de la Réserve fédérale, qui ne devrait pas amorcer d'assouplissement avant le T2 2024.

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

➔ Baisse Stabilité Hausse



Source : Amundi Investment Institute, au 13 décembre 2023. L'évaluation par Amundi de la trajectoire des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif d'Amundi Institute, quant aux taux directeurs, sur la base des orientations prospectives et des communiqués des banques centrales.

DATES CLÉS	31 janvier	1er février	25 janvier
	Réunion du Comité fédéral américain de l'open market (FOMC)	Réunion du comité de politique monétaire de la BoE	Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE



## Élections à Taïwan : quels enjeux géopolitiques ?



**Anna ROSENBERG**

Responsable Géopolitique –  
Amundi Investment Institute

« **Les élections à Taïwan seront déterminantes pour les relations entre la Chine et Taïwan, mais aussi entre les États-Unis et la Chine.** »

Il y aura de nombreuses élections en 2024. **Sur le plan géopolitique, les plus importantes auront lieu à Taïwan (janvier) et aux États-Unis (novembre).** D'autres élections importantes sont également prévues dans l'UE, en Inde, en Ukraine, en Russie, au Mexique, au Venezuela, en Afrique du Sud et au Royaume-Uni.

À l'heure où Taïwan se rend aux urnes, les enjeux sont considérables pour les relations Chine/Taïwan et Chine/États-Unis. Nous nous attendons à ce que William Lai, du parti Parti démocrate progressiste actuellement au pouvoir, remporte le scrutin. L'opposition dispose encore d'une petite fenêtre d'opportunité pour s'unir, mais cela semble peu probable compte tenu des tensions grandissantes. **Si William Lai l'emporte, cela aura probablement des répercussions négatives sur les**

**relations avec la Chine et entre cette dernière et les États-Unis.** En effet, M. Lai a d'ores et déjà désigné comme colistière Hsiao Bi-khim, l'ambassadrice *de facto* de Taïwan aux États-Unis, formant ainsi un binôme « indépendance + indépendance » que Pékin voit d'un mauvais œil. Nous ne nous attendons pas à une escalade des tensions entre Taïwan et la Chine, mais le risque d'erreur ou d'accident dans le détroit de Taïwan serait plus élevé. **En cas de victoire de l'opposition, les relations entre la Chine et Taïwan devraient se stabiliser, tandis que celles entre les États-Unis et Taïwan entameraient un nouveau chapitre.** Il est peu probable que les États-Unis cherchent à intervenir de manière significative si un gouvernement plus favorable à Pékin cherchait à améliorer progressivement les liens avec la Chine.

### POLITIQUE



## L'épée de Damoclès qui menace les investissements verts en Allemagne



**Didier BOROWSKI**

Responsable de la  
Recherche sur les politiques  
macroéconomiques –  
Amundi Investment Institute

« **Quoi qu'en dise la coalition, ses ambitions en matière de transition énergétique seront inévitablement revues en baisse.** »

Le 15 novembre, la Cour constitutionnelle allemande a jugé que **le fonds hors budget pour le climat et la transformation de l'économie (le « Klima- und Transformationsfonds » ou KTF) ne respectait pas la règle dite du « frein à l'endettement »**, qui limite le déficit budgétaire structurel du gouvernement central à 0,35 % du PIB. Ces dernières années, les véhicules hors budget sont devenus la pierre angulaire de la politique budgétaire. Selon la Bundesbank, ils peuvent représenter une marge de déficit d'environ 400 mds d'euros (10 % du PIB). Le résultat de la décision de la Cour constitutionnelle crée un manque de 17 mds d'euros en 2024. Le 13 décembre, les trois partis composant la coalition ont annoncé un compromis combinant réductions de dépenses et revenus supplémentaires. **Côté dépenses**, le budget pour financer la transition climatique et énergétique sera réduit de 12 mds d'euros en 2024 et atteindra un total de 45 mds d'ici 2027. Les subventions prévues pour l'industrie solaire seront réduites et la prime accordée pour l'achat d'un véhicule électrique plus tôt que prévu sera progressivement supprimée. Pour autant, les dépenses pour la transition restent importantes (160 mds pour 2024-2027), un montant jugé suffisant par la coalition pour financer ses projets. **Côté recettes**, le prix du carbone sur les combustibles pour le chauffage et les transports sera augmenté. Toutefois, **la règle du frein à l'endettement pourrait être suspendue l'année prochaine pour deux raisons** : (i) l'aide à la reconstruction des régions touchées par les inondations en 2021, et (ii) l'aide à l'Ukraine. Cet ajustement budgétaire pourrait ralentir la croissance du PIB de 0,5 point de pourcentage en 2024. Les problèmes budgétaires liés à la règle du frein à l'endettement referont inévitablement surface l'année prochaine.

# Scénario central et scénarios alternatifs

## SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial

Prob.  
20%

## SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale

Prob.  
70%

## SCÉNARIO HAUSSIER Résilience économique

Prob.  
10%

### Géopolitique

- Aggravation de la guerre en Ukraine.
- Extension du conflit au Moyen-Orient (Iran).
- Escalade protectionniste.

- Ukraine-Russie : combats en cours (cessez-le-feu peu probable).
- Israël-Hamas : le conflit devrait rester local.
- Chine/É.-U. : trajectoire descendante contrôlée.
- Renforcement du protectionnisme et relocalisations dans des pays proches/amis.

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

### Inflation et politiques économiques

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

- Ralentissement progressif de l'inflation ; l'inflation sous-jacente persistera mais s'approchera de la cible d'ici fin 2024.
- BC des MD : statu quo, pas de baisse des taux avant la fin du printemps.
- Retour des *Fed Funds* à 4,0 % d'ici fin 2024 (-150 pb) en phase avec la tendance désinflationniste attendue (indice Core PCE). BCE (-125 pb) avec une première baisse en juin 2024.
- La plupart des BC des ME ont atteint leur taux maximum. Des baisses sont attendues dans certains pays, notamment en Amérique latine.
- Politiques budgétaires très variables suivant les pays. Resserrement dans l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, loi sur les semi-conducteurs) devrait s'estomper en 2024. Marge budgétaire limitée dans les ME sur fond de prudence. Soutien budgétaire modéré en Chine.

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

### Trajectoire de croissance

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

- Ralentissement mondial synchronisé : croissance anémique en Europe (risque croissant de récession), légère récession aux États-Unis au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.
- Le durcissement des conditions de crédit aura un impact sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres.
- Ecart de croissance favorable aux ME en 2024-25.

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

### Changement climatique

- Report des mesures de transition climatique : de nouveaux événements climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement et/ou la sécurité alimentaire.

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

- La lutte contre le changement climatique et la transition énergétique deviennent des priorités absolues, coordonnées entre les régions.

## Risques pesant sur le scénario central

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

Source : Amundi Investment Institute, au 22 septembre 2023. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banque centrale. USD : dollar américain. UST : obligations du Trésor américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.

# Mise à jour : modèle Nelson-Siegel – Courbes de rendement à la juste valeur



**Lorenzo PORTELLI**

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

« **Le segment à long terme de la courbe des taux américains est sous-évalué dans le scénario d'une légère récession américaine au S1 2024 avec des taux de la Fed atteignant 4 % d'ici fin 2024.** »

## Le scénario de base pour 2024 signale une sous-évaluation de la courbe américaine

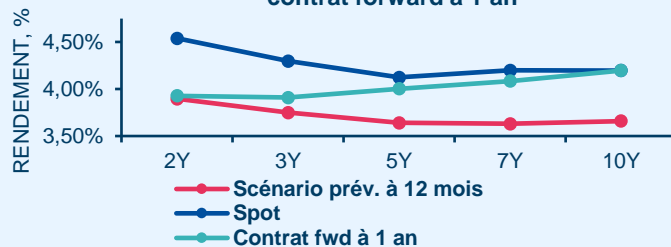
- **Économie et inflation** : 2024 verra un affaiblissement progressif de la croissance mondiale et une modération de l'inflation. **Les États-Unis devraient connaître une récession au S1, les conditions financières rigoureuses commençant à avoir un impact sur la consommation et les entreprises.** La croissance devrait rester faible dans la zone euro, avec une dynamique hétérogène selon les pays, les politiques budgétaires devenant progressivement moins généreuses, en plus d'une politique monétaire déjà restrictive.
- **Politique monétaire** : la Fed et la BCE ont toutes deux probablement atteint leur taux terminal et pourraient amorcer un cycle baissier à la fin du S1 2024. Plus précisément, le scénario pour les États-Unis prévoit un assouplissement de 1,50 % sur l'année prochaine (à partir de mai), tandis que, pour la BCE, l'assouplissement serait de 1,25 %, avec des baisses à chaque réunion à partir de juin. En ce qui concerne la politique de bilan, la Fed devrait poursuivre son resserrement quantitatif jusqu'en 2024, mais peut-être à un rythme moindre qu'en 2023, ce qui ramènerait le ratio actifs/dettes de la banque centrale de 23 % à 20 %. La BCE devrait continuer à ne pas réinvestir les actifs arrivant à échéance dans le cadre de son programme APP. Elle pourrait également mettre fin plus tôt au réinvestissement des titres achetés dans le cadre du PEPP, ce qui se traduirait par une réduction de son ratio bilan/dette de 56 % à 46 %.
- **Prévisions d'inflation à long terme du marché** : dans le contexte d'une économie atone l'an prochain, tant aux États-Unis que dans la zone euro et d'une normalisation de l'inflation vers les objectifs des banques centrales, **les swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans devraient reculer par rapport à leurs niveaux records atteints en 2023, en ligne avec une croissance nominale plus faible.**

## Juste valeur des courbes de rendement – Scénario 2024

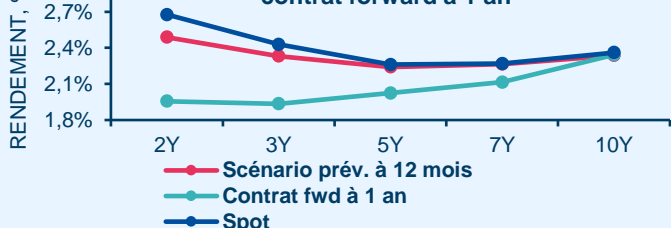
- Les justes valeurs américaines révèlent une sous-évaluation sur l'ensemble de la courbe, en particulier sur le segment long terme. Les principaux facteurs sont les taux de la Fed à fin 2024, plus bas qu'estimé actuellement par le marché, ainsi que l'objectif des swaps d'inflation 5 ans / 5 ans d'Amundi, inférieur aux niveaux actuels.
- La courbe allemande est justement valorisée sur le segment long terme, les niveaux pris en compte par le marché pour les taux de la BCE et les prévisions d'inflation à long terme s'étant rapprochés du scénario 2024 d'Amundi. Cependant, une réduction de la volatilité des taux sera un catalyseur de baisse supplémentaire des rendements.

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 1er décembre 2023.

**Courbe américaine à la juste valeur vs spot et contrat forward à 1 an**



**Courbe allemande à la juste valeur vs spot et contrat forward à 1 an**

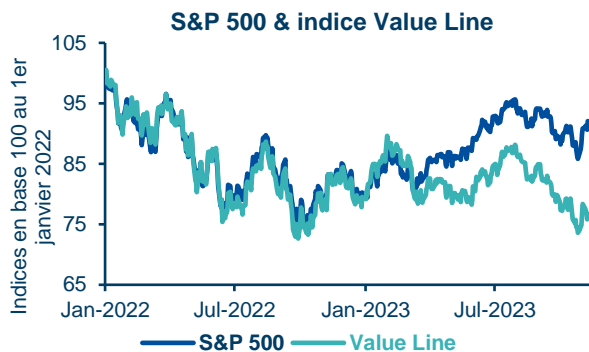


# Les marchés des actions en graphiques

## Marchés développés

### Méga-capitalisations US et rallye de novembre

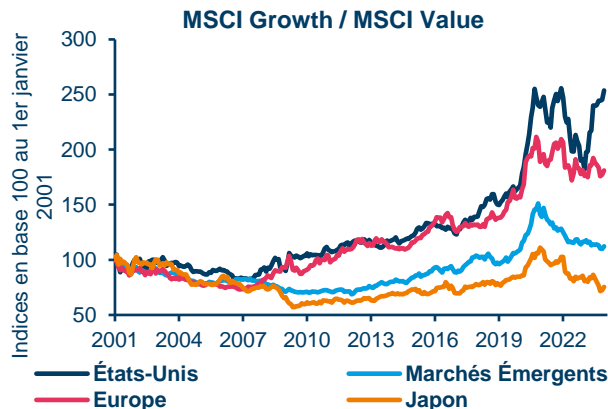
Le rebond de novembre a de nouveau creusé l'écart entre l'indice S&P500 pondéré par la capitalisation boursière et l'indice Value Line équi pondéré.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 23 novembre 2023. L'indice Value Line Geometric Composite est un indice équi pondéré qui regroupe environ 1700 actions issues des principaux indices boursiers nord-américains.

### Growth vs Value : l'exception américaine

Le rebond de novembre a prolongé la dynamique growth/value aux États-Unis, qui, à la différence des autres régions, a renoué avec ses précédents sommets.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 23 novembre 2023.



**« Les États-Unis font de nouveau exception en novembre. »**

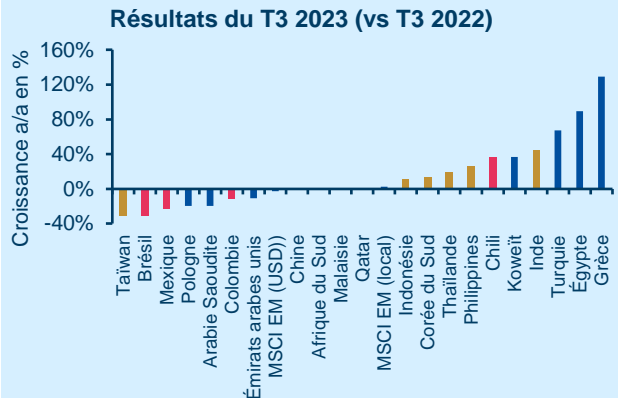
**Eric MIJOT**

Responsable de la Stratégie Actions – Amundi Investment Institute

## Marchés émergents

### Un T3 sans relief dans les ME

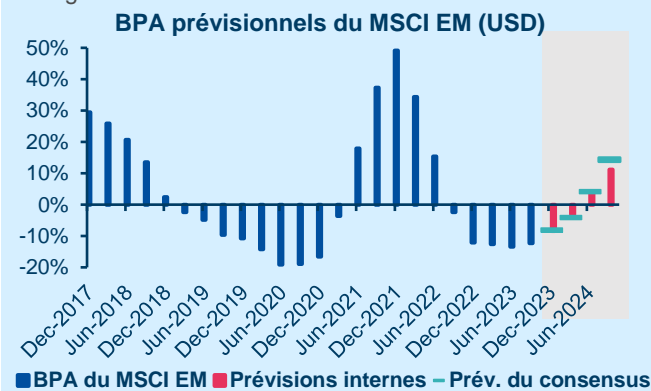
La saison de publication des résultats du T3 a été assez neutre (81 % des entreprises avaient publié au 14 novembre), malgré quelques progrès pour les pays de la zone CEEMEA et les ME d'Asie.



Amundi Investment Institute, Capital IQ. Données au 14 novembre 2023. Bâtons bleus : CEEMEA. Bâtons rouges : Amérique latine. Bâtons marrons : Asie.

### Point bas dépassé pour les BPA des ME

Prévisions internes à 12 mois : la croissance des bénéfices par action en USD reste positive dans les ME, proche de 11 %, ce qui montre que le creux de la vague est derrière nous.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg et FactSet. Données au 24 novembre 2023.

**« Prévisions positives pour les BPA des ME en 2024, avec des signes de rebond. »**



**Alessia BERARDI**

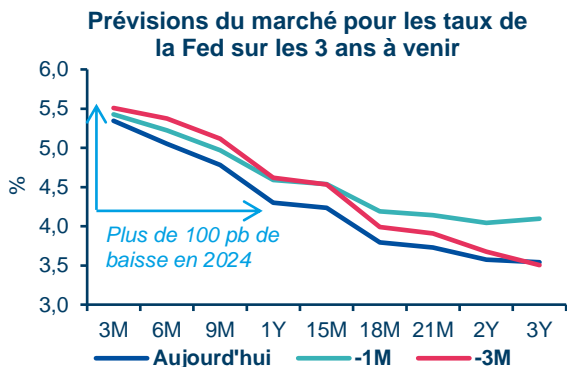
Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique – Amundi Investment Institute

# Les marchés obligataires en graphiques

## Marchés développés

### Les rendements entrent dans une nouvelle zone

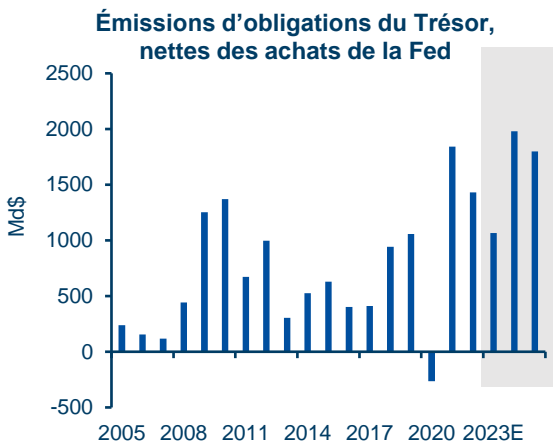
Au vu du ton accommodant de la Fed et du reflux de l'inflation, le marché anticipe désormais plus de 100 pb de baisse des taux de la Fed en 2024.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données à novembre 2023. Les courbes -1M et -3 M correspondent aux prévisions d'il y a 1 mois et 3 mois, respectivement.

### Forte hausse des émissions d'obligations

Les déficits élevés entraînent d'énormes besoins de refinancement.



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



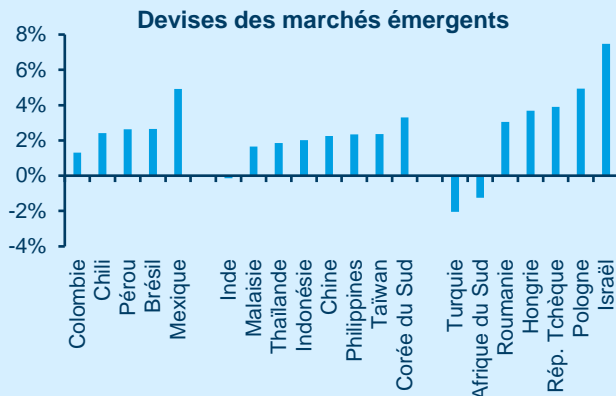
**Valentine AINOUCZ**  
Responsable de la Stratégie  
Taux – Amundi Investment  
Institute

« *Nous anticipons une détérioration du contexte économique aux États-Unis, ce qui devrait stimuler la demande de titres du Trésor.* »

## Marchés émergents

### La baisse de l'USD profite aux devises des ME

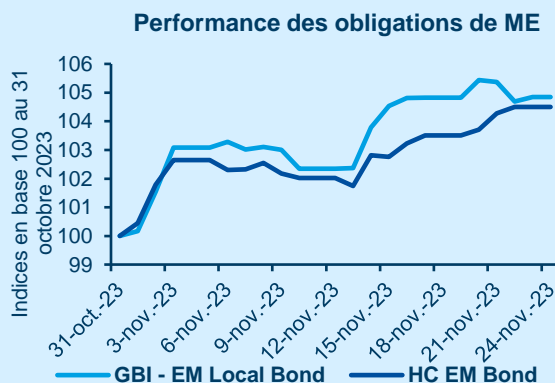
Les devises des ME ont rebondi en novembre, profitant du repli de l'USD, avec quelques exceptions dans la région EMOA (Turquie, Afrique du Sud).



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

### Rallye des obligations des ME en novembre

Les obligations des ME, tant en devise locale qu'en USD, ont progressé au cours du mois, soutenues par la baisse des rendements américains à 10 ans.

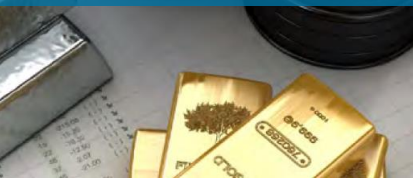


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 31 octobre 2023. GBI : Government Bond Index. HC : Dette libellée en devises fortes.

« *Les devises et les obligations des ME ont rebondi en novembre.* »



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



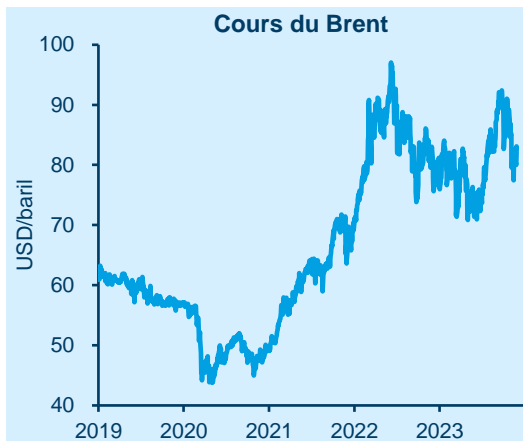
**Jean-Baptiste BERTHON**

Macro Stratégiste Senior,  
Recherche Cross Asset – Amundi  
Investment Institute

**« Le point d'équilibre entre les forces qui maintiennent les prix dans leur fourchette sera légèrement supérieur à ce qu'il est aujourd'hui. »**

## Faiblesse du pétrole : un air de déjà-vu

La récente faiblesse des prix du pétrole est due à des catalyseurs qui s'estompent. Les prix ont été dopés cet été par les coupes de production de l'OPEP+ à un moment où la demande de carburateurs augmentait fortement. Ceci n'est plus d'actualité et un certain relâchement de la discipline de l'OPEP est devenu visible. Les cours ont également été dopés par la crise au Proche-Orient, qui semble de plus en plus devoir rester locale. Les pressions à la vente semblent à nouveau excessives. Le positionnement des investisseurs s'est allégé, les valorisations sont basses, les stocks réduits et la demande ne montre aucun signe de baisse significative. Nous estimons que l'OPEP+ devrait légèrement soutenir les marchés lors de sa réunion, qui a été reportée. **Dans un contexte de moindre soutien du facteur géopolitique et de léger déficit en 2024, les prix du Brent ont déjà atteint notre fourchette cible de 85 à 90 \$/b en 2024**, où ils sont maintenus par un équilibre de forces contradictoires. Ceci implique un léger potentiel haussier.

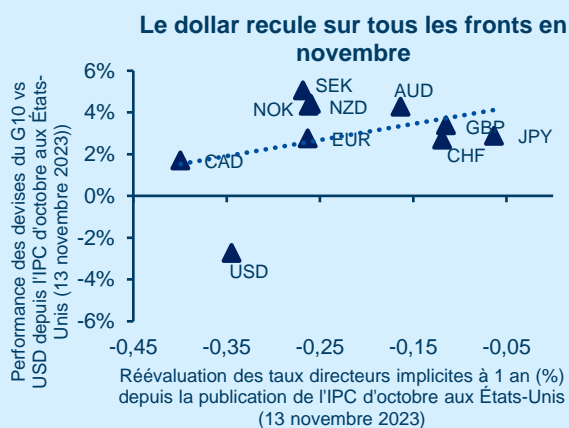


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 29 novembre 2023.

### DEVISES

## Quel mois pour l'USD ! Mais combien de temps cela peut-il durer ?

Une série de chiffres économiques américains plus faibles que prévu a été à l'origine d'un changement radical du comportement des marchés en novembre. **Le thème des taux « plus élevés pendant plus longtemps » s'est brusquement évanoui**, la Fed faisant l'objet de changements d'anticipations plus importants que les autres banques centrales et l'USD corrigeant sur tous les marchés, sans exception. Nous voyons des raisons fondamentales pour que cette tendance se prolonge en 2024 (la valorisation sera un facteur défavorable une fois que le cycle de baisse de la Fed commencera), mais ce processus ne sera probablement pas



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



**Federico CESARINI**  
Responsable FX des MD –  
Amundi Investment Institute

**« L'USD devrait suivre une trajectoire irrégulière début 2024 et ne devrait pas s'affaiblir fortement avant la première baisse des taux. »**

linéaire. Le mois de décembre peut encore constituer un facteur saisonnier négatif pour l'USD, mais un assouplissement des conditions financières semble prématuré compte tenu de la récession qui se profile. **L'USD devrait suivre une trajectoire irrégulière début 2024** et ne devrait pas s'affaiblir fortement avant la première baisse des taux d'intérêt.





# GLOBAL INVESTMENT VIEWS



# Le recul de l'inflation est une bonne nouvelle mais la lutte n'est pas terminée



**Vincent MORTIER**  
CIO Groupe

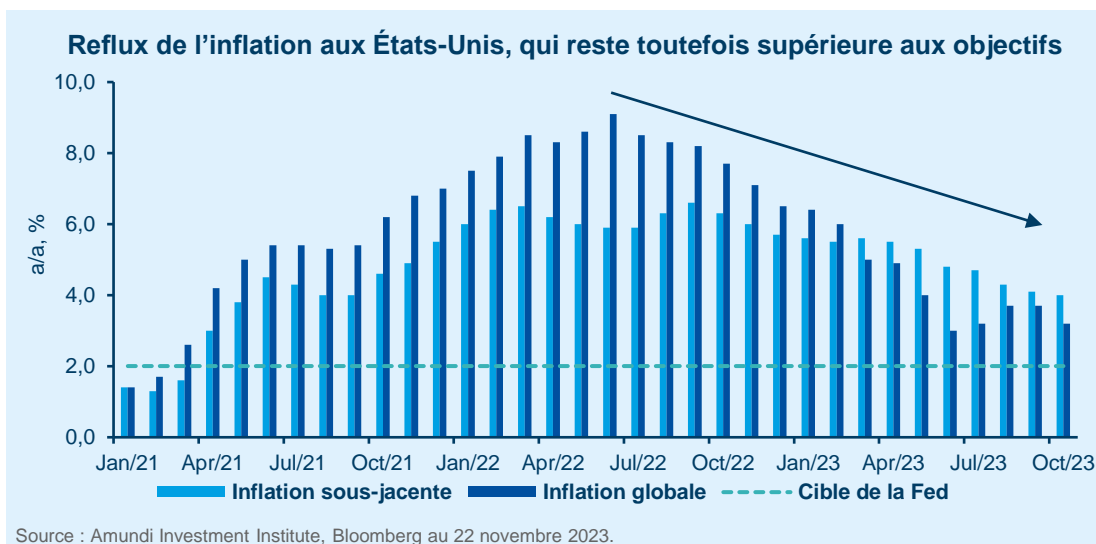


**Matteo GERMANO**  
CIO Adjoint Groupe

Le mois de novembre a été marqué par une reprise des actifs risqués portée par la poursuite de la désinflation et des indications selon lesquelles la Fed serait proche de son taux terminal, ce qui a entraîné un repli des rendements américains et européens. Les grandes questions qui se posent à présent sont les suivantes : dans combien de temps pourra-t-on déclarer la victoire sur l'inflation ? comment la croissance va-t-elle évoluer ?

Nous pensons que les éléments suivants peuvent contribuer à répondre à ces questions :

- **Perspectives économiques américaines modestes.** Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions de croissance pour les États-Unis en 2023, à 2,4 %, mais nous tablons toujours sur une légère récession au S1 2024, étant donné que les conditions financières dans l'économie réelle sont tendues.
- **Croissance faible, mais sans récession dans la zone euro,** le point de départ étant toutefois plus bas qu'aux États-Unis. Les capacités budgétaires limitées (notamment en Allemagne) et les règles budgétaires de l'UE renforcent l'incertitude.
- **Action des banques centrales guidée par les données.** Les coûts d'emprunt dans l'économie et la solidité des marchés du travail sont des éléments clés pour les banques centrales. La Fed et la BCE surveilleront l'impact de ces facteurs sur la consommation finale et l'inflation (la baisse des prix du pétrole est positive à cet égard).
- **Prudence des entreprises.** Les enquêtes indiquent que les entreprises font preuve de prudence en ce qui concerne l'emploi et les plans d'investissement. Les derniers résultats publiés mettent également en évidence la faiblesse de la demande des consommateurs.
- **Un monde multipolaire, avec une rivalité persistante entre les États-Unis et la Chine.** Une dégradation maîtrisée des relations entre les États-Unis et la Chine est probable, quel que soit le vainqueur des élections américaines de l'année prochaine. Par ailleurs, la guerre entre Israël et le Hamas devrait rester localisée. Le niveau de risque géopolitique global pourrait être élevé.





**“Le scénario idéal qu’envisagent les marchés semble un peu excessif. Mieux vaut rester défensif, avec un positionnement légèrement positif sur la durée et une attitude prudente sur les actions, tout en explorant la valeur à long terme sur les marchés émergents.”**

Nous préconisons une attitude prudente fondée sur les piliers suivants :

- **Gestion cross asset.** Nous visons à équilibrer nos convictions de long terme (par exemple, notre vue positive sur la durée) avec des opportunités tactiques et un renforcement des couvertures. Nous restons donc prudents sur les actions des marchés développés, tout en leur reconnaissant un potentiel haussier à la marge. Sur les marchés émergents, les divergences croissantes entre pays nous incitent à être plus sélectifs, en nous concentrant sur les perspectives de croissance à long terme de l’Inde, du Mexique et du Brésil. Les obligations des marchés émergents, en devise forte comme locale, nous semblent offrir aujourd’hui davantage de valeur. Les risques géopolitiques persisteront en 2024 et nous avons revu à la hausse notre position sur le pétrole, mais sommes passés à neutre sur l’or. Sur les changes, après sa récente appréciation, nous voyons un potentiel de hausse limité pour le MXN/EUR d’un point de vue tactique, mais nous maintenons nos perspectives de croissance positive à long terme concernant l’Amérique latine.
- **La baisse des rendements confirme notre opinion selon laquelle il y a beaucoup de valeur sur les obligations d’État.** Nous restons positifs sur la durée américaine, mais neutres sur l’Europe et prudents sur le Japon, avec un positionnement globalement actif. Sur les obligations d’entreprises, nous observons des divergences croissantes. La situation se détériore en termes de défauts dans les segments les moins bien notés, comme celui des titres CCC. En revanche, les bilans des entreprises de catégorie IG semblent stables. Nous maintenons donc un biais pour la qualité. Sur le plan régional, nous préférons les titres IG de l’UE et pensons que le HY américain est très cher.
- **La récente reprise ne modifie pas notre prudence sur les actions des pays développés.** Toutefois, si l’on exclut les segments les plus chers (croissance américaine, grandes capitalisations), la valorisation des marchés américains semble moins extrême. Nous sommes en outre positifs sur les segments à valorisations attractives, notamment la *value* et la qualité aux États-Unis comme en Europe. La saison actuelle de publication des résultats conforte ce point de vue, de nombreuses entreprises n’ayant pas atteint leurs prévisions de chiffre d’affaires. Cela montre une généralisation des pressions sur la consommation.
- **La désinflation dans les pays développés et ses répercussions sur l’attitude des banques centrales devraient être favorables aux actifs des pays émergents.** La dette en devise forte et en devise locale offre un bon portage, mais nous surveillons tout potentiel de renforcement de l’USD. Concernant la dette d’entreprise en devise forte, nous préférons le HY au IG mais conservons un biais pour la qualité sur le HY. Les actions offrent des opportunités, en particulier en Asie hors Chine. Nous restons positifs sur l’Inde, l’Indonésie et le Brésil où les perspectives de croissance sont fortes.



**Sentiment de risque global**



Notre sentiment de risque reste légèrement défensif et bien diversifié, avec des opportunités sur les obligations d’État et certains actifs des ME.

**Changements du mois**

- Cross asset : davantage positif sur les oblig. des ME ; consolidation sur les actions ; légère hausse sur le pétrole ; révision à neutre sur l’or. Devises : nous ne sommes plus positif sur le MXN.
- Actions : les valorisations des grandes capitalisations américaines sont plus extrêmes que celles du reste du marché.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d’investissement mondial. Il peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte..

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, DF = dette en devises fortes, DL = dette en devises locales. Pour d’autres définitions, voir la dernière.

# Trois questions d'actualité

## 1. Comment envisagez-vous l'évolution de la situation budgétaire en Allemagne après l'arrêt de la Cour constitutionnelle ?

L'arrêt de la Cour remet en question les plans budgétaires de la première économie de la zone euro. Dans l'immédiat, le gouvernement a suspendu le « frein à l'endettement » en déclarant 2023 comme année d'urgence, mais, à long terme, il n'y a pas de solution facile. La coalition est confrontée à un choix difficile entre réduction des dépenses, augmentation des impôts ou réexamen de la règle du frein à l'endettement. De son côté, la CE\* a publié ses avis sur les plans budgétaires des États. Neuf pays devraient enregistrer des déficits de plus de 3 % du PIB en 2024. Pour l'heure, la CE se contentera de surveiller la situation jusqu'au printemps.

### Conséquences en matière d'investissement :

- Obligations : neutre sur la duration de l'Europe *core* et périphérique.
- Actions : légère prudence sur l'Europe ; optimisme marginal sur les facteurs qualité et valeur.

## 2. Pensez-vous que le dernier mini-plan de relance en Chine puisse modifier le profil de croissance du pays ?

Le dispositif de relance prévoit l'émission de nouveaux titres de dette souveraine dont le produit sera destiné aux infrastructures et à la construction. Il aura bien sûr un effet stimulant sur la croissance. Ceci nous a amenés à relever légèrement nos prévisions à 5,2 % et 3,9 % pour 2023 et 2024, respectivement. Toutefois, ce coup de pouce ne pourra pas compenser complètement la baisse de la demande et les effets du désendettement dans le secteur de l'immobilier. Pour obtenir plus de croissance l'année prochaine, il faudrait une politique de relance plus ambitieuse, qui semble peu probable à ce stade. En effet, la priorité de long terme est l'instauration de davantage de discipline en matière d'endettement.

### Conséquences en matière d'investissement :

- Chine : neutre sur les actions et les obligations.
- ME d'Asie (hors Chine) : légèrement positif.

## 3. Que pensez-vous des perspectives sur les obligations d'entreprises au vu du ralentissement de la croissance ?

Dans un contexte de pressions sur les flux de trésorerie et les bénéfices, et de coûts d'intérêt élevés, les entreprises ayant des besoins de refinancement importants et une faible rentabilité seront les plus touchées, mais ce n'est pas une préoccupation majeure pour les émetteurs de catégorie IG. En effet, la hausse mondiale des défauts concerne essentiellement les titres HY notés CCC. Les fondamentaux des entreprises, notamment la couverture des intérêts, se détériorent, mais restent sains pour les entreprises bien notées.

### Conséquences en matière d'investissement :

- Prudence sur le HY américain, position légèrement positive sur l'IG.
- Préférence régionale pour les titres IG européens.

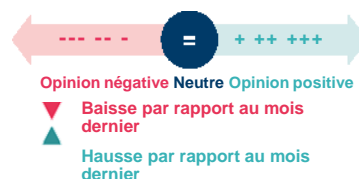
***“Les indicateurs économiques de la zone euro, ainsi que le resserrement des conditions de prêt, signalent un affaiblissement de l'activité économique, que compliquent les contraintes budgétaires. Mais l'inflation semble devoir revenir vers l'objectif de la BCE d'ici fin 2024.”***



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi  
Investment Institute

# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion actuelle	Variation 1 mois	Fondement
<b>PLATEFORME ACTIONS</b>	États-Unis	-/=	▲	Nous restons prudents sur les actions américaines, mais observons de meilleures valorisations en-dehors des méga-capitalisations. Les dernières publications de résultats ont mis en évidence la prudence des dirigeants (faiblesse de la demande et à effritement de la confiance des consommateurs).
	Actions US value	+		Malgré la dégradation des perspectives, nous considérons toujours que le facteur value recèle du potentiel à long terme. Il doit être combiné au facteur qualité, en privilégiant les entreprises capables de maintenir leurs marges et celles exposées aux thèmes structurels, comme les infrastructures.
	Actions US croissance	--		Les valorisations des titres de croissance restent élevées et pourraient être davantage impactées en cas de chute brutale des marchés ou d'assèchement de la liquidité. Nous restons défensifs, en particulier sur les entreprises de croissance non rentables.
	Europe	-/=		La faiblesse des perspectives de demande intérieure et extérieure pourrait commencer à affecter les entreprises, ce que confirment les derniers résultats. Cela nous incite à rester équilibrés, avec une vue positive sur la consommation non cyclique et l'industrie. Nous nous concentrons sur les entreprises disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix et de préservation de leurs marges.
	Japon	=		Le Japon affiche une amélioration de son activité économique intérieure grâce à une reprise modérée de la consommation privée. Toutefois, un ralentissement mondial plus important pourrait avoir un impact sur les exportations.
	Chine	=		La faiblesse de la demande va persister compte tenu des efforts de désendettement. Cela pénalisera la croissance à court terme tout en permettant la transition vers un modèle économique plus durable. Les mesures de relance atténueront ces difficultés, sans compenser la faiblesse de la consommation.
	Émergents hors Chine	=/+		Les ME connaissent des évolutions structurelles (relocalisations dans des pays voisins/amis, hausse des investissements étrangers en Asie, montée en puissance de l'Inde, etc.) qui ouvriront des opportunités dans divers secteurs. L'Inde, l'Indonésie et le Brésil offrent de vastes marchés et un fort potentiel exportateur. Nous sommes optimistes, mais conscients des divergences au sein des ME.
<b>PLATEFORME OBLIGATAIRE</b>	Govies États-Unis	=/+		La désinflation et les signes indiquant que la Fed a atteint son taux terminal dressent un tableau attractif. Nous sommes toutefois conscients de l'offre de dette et du déficit budgétaire des États-Unis. Nous sommes constructifs sur fond de rendements attractifs et de ralentissement, tout en restant actifs.
	Obligations d'entreprises américaines IG	=/+		Les fondamentaux (couverture des intérêts, etc.) sont solides, mais se détériorent à partir de niveaux sains. Nous sommes attentifs à la croissance des chiffres d'affaires au regard de l'endettement. Nous privilégions les entreprises capables de maintenir un chiffre d'affaires et des flux de trésorerie stables.
	Obligations d'entreprises américaines HY	-		La détérioration des perspectives de défaut, notamment pour les titres CCC, conforte l'idée que l'environnement de taux élevés sera plus difficile pour les segments les moins bien notés. La situation se compliquera pour les entreprises dont les besoins de refinancement seront importants en 2024.
	Govies Europe	=		La désinflation renforce les arguments pour la duration. Nous sommes toutefois neutres car l'attitude de la BCE dépend de l'inflation qui, bien qu'en baisse, reste supérieure à l'objectif. Nous sommes également neutres sur la dette périphérique. Les rendements des BTP ont baissé dans le sillage de ceux des pays du cœur de la zone euro et de l'actualité positive concernant la note de crédit de l'Italie.
	Obligations d'entreprises euro IG	=/+		Les valorisations des obligations IG sont raisonnables. Nous restons attentifs aux risques idiosyncrasiques et privilégions les entreprises capables de maintenir leurs flux de trésorerie (services financiers notamment). La dette BBB offre un bon équilibre rendement/qualité/liquidité.
	Obligations d'entreprises euro HY	-/=	▲	Nous sommes prudents et surveillons les perspectives de défaut. Toutefois, les besoins de refinancement sont limités et la dette CCC ne représente qu'une petite partie de l'univers HY de l'UE. Nous privilégions les segments les mieux notés (BB et plus) et les titres à maturité courte.
	Govies Chine	=		Nous surveillons le niveau global d'endettement public et la manière dont les dernières mesures de relance pourraient affecter les bilans. Nous sommes neutres et pensons que la BPC maintiendra ses taux bas à moyen terme.
	Dette émergente en devise forte	=/+		L'approche du retournement du cycle de la Fed et la baisse de l'inflation sont positifs, de même que la croissance économique forte. Nous sommes sélectifs sur la dette d'entreprise et le HY (préféré à l'IG), car nous anticipons un rebond plus important au vu des valorisations attractives et du portage.
	Dette émergente en devise locale	=/+		Nous sommes légèrement optimistes sur la dette en devises locales, mais surveillons les mouvements du dollar et les pressions inflationnistes domestiques. Nous considérons favorablement les pays présentant un portage et des rendements réels élevés.
	<b>AUTRES</b>	Matières premières		
Marché des changes				L'abandon par le marché de ses anticipations de taux de la Fed « plus élevés pour plus longtemps » laisse présager un affaiblissement de l'USD, compte tenu notamment de la baisse de l'inflation aux États-Unis. Nous maintenons notre objectif sur l'EUR/USD à 1,09 pour le T2 2024. Nous restons légèrement constructifs sur la paire JPY/USD, avec un objectif à 141 pour le T2 2024.



Source : Amundi, novembre 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.

# Focus sur la duration et les divergences entre ME

Notre positionnement est déterminé par l'évolution des économies des marchés développés et émergents, les progrès en matière d'inflation et les risques liés à la consommation et à la géopolitique. Dans ce contexte, nous sommes prudents sur les actifs risqués, sans exclure la possibilité d'un rallye tactique dans certains segments, qui ne devrait toutefois pas déterminer les convictions des investisseurs. Il convient, au contraire, de rester équilibré, en privilégiant la duration et en explorant les opportunités que présentent les actifs des pays émergents de tirer parti de leurs fortes perspectives de croissance. Les risques géopolitiques, pour leur part, soulignent la nécessité de rester bien diversifié.

**Des idées à conviction forte.** Nous sommes prudents sur les actions américaines et européennes, mais positifs sur les marchés émergents. Cependant, nous pensons que le moment est venu de consolider les vues sur ces derniers, compte tenu de divergences croissantes. Nous observons en effet des signes de ralentissement en Chine, alors que les perspectives de croissance sont fortes en Inde, au Brésil et au Mexique. Le Brésil devrait bénéficier d'une bonne dynamique des bénéficiaires et des exportations de matières premières, tandis que l'Inde présente un scénario de long terme positif, fondé sur la demande intérieure et les réformes.

Nous conservons notre positionnement constructif sur la duration américaine. Toutefois, suite au discours moins restrictif de la Fed, nous voyons plus de valeur dans les segments intermédiaires de la courbe des taux. Au Canada, nous continuons de tabler sur une pentification de la courbe. Nous restons également positifs sur la duration européenne, compte tenu de la faiblesse des perspectives économiques, ainsi que sur les BTP italiens. La faible détention par les investisseurs étrangers, la dynamique favorable de l'offre et la demande des investisseurs particuliers nationaux, tout comme les récents verdicts des agences de notation,

nous incitent à rester constructifs sur les BTP. En Asie, nous restons prudents sur les JGB dans un contexte d'inflation croissante et de fin prochaine des taux négatifs de la BoJ. C'est là également un facteur de diversification de notre position globalement positive sur la duration. Sur les obligations émergentes, nous avons légèrement revu notre position à la hausse via une sélection de titres en devise locale et sommes désormais également positifs sur ceux en devise forte. La baisse de l'inflation aux États-Unis et les anticipations concernant la Fed devraient être des facteurs de soutien.

Concernant les obligations d'entreprise, les titres IG européens restent notre choix favori. Une détérioration des fondamentaux est observée, mais la situation d'ensemble reste saine. La baisse de l'offre est également positive. En revanche, nous restons négatifs sur les obligations HY américaines en raison de l'aggravation des perspectives de défaut et des valorisations élevées.

Concernant les changes, nous ne sommes plus positifs sur le MXN/EUR après la récente remontée du peso, mais continuons à apprécier le BRL/USD et l'INR/CNH. Sur les marchés développés, nous anticipons un affaiblissement de l'USD par rapport à l'EUR. Nous apprécions également les paires EUR/GBP, USD/CHF et AUD/USD. Nous sommes plus constructifs sur le pétrole, qui pourrait bénéficier de la montée des tensions au Moyen-Orient. Nous sommes en revanche neutres sur l'or, qui a bénéficié plus tôt de l'incertitude géopolitique.

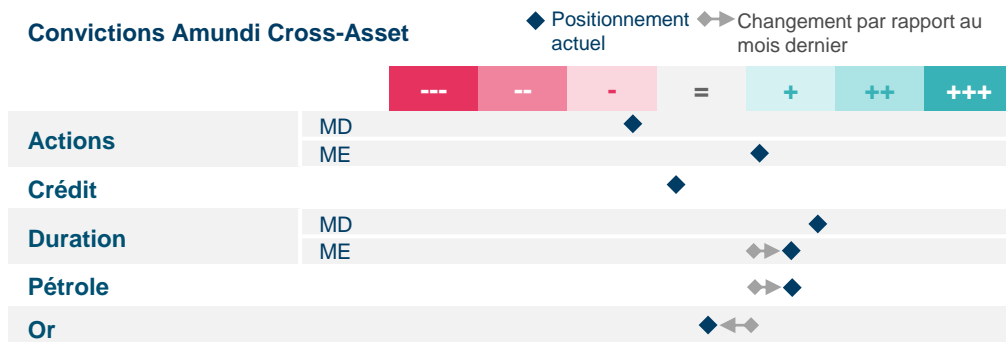
**Risques et couvertures.** Nous conservons une position défensive sur les actions des marchés développés, mais les options et les couvertures peuvent permettre aux investisseurs de profiter d'éventuelles hausses sans modifier leur position d'ensemble. Côté obligataire, nous maintenons nos protections afin de nous prémunir contre une inflation plus élevée que prévu ou une position plus restrictive de la Fed.



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

**« Nous pensons que les perspectives s'améliorent pour les obligations émergentes et qu'il est souhaitable de maintenir une position diversifiée pour une meilleure protections contre les risques géopolitiques. »**

**Convictions Amundi Cross-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 inclut les effets des éléments de couverture. IG = obligations de catégorie investissement, HY = obligations de catégorie haut rendement, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes.

# La saga obligataire ne fait que commencer, restez agiles

**Évaluation globale.** L'effet du resserrement monétaire pèsera sur la demande globale l'année prochaine, d'où un risque de récession élevé aux États-Unis. Les investisseurs doivent se concentrer sur les obligations d'État et rechercher un mix attractif de qualité et de rendement.

**Obligations mondiales et européennes.** L'économie européenne est confrontée au ralentissement de la demande extérieure et à ses propres contraintes budgétaires. En parallèle, l'inflation n'est pas totalement maîtrisée, ce qui incite la BCE à rester dépendante des données. Par conséquent, nous sommes neutres sur la durée, mais très actifs car nous voyons des pressions de part et d'autre sur les rendements. Au Japon, nous sommes prudents mais vigilants. Sur le crédit, nous privilégions de plus en plus la qualité et maintenons une position légèrement positive sur les valeurs financières, la dette subordonnée, les titres BBB et IG. En revanche, nous sommes prudents sur les secteurs de l'énergie, des transports et de l'immobilier. Nous observons également des divergences importantes entre les titres IG et HY, les émetteurs HY les moins bien notés étant plus exposés aux fortes hausses de taux. De manière générale et notamment en Europe, la hausse des défauts est imputable aux titres notés CCC. Nous restons donc prudents sur le HY.

**Obligations américaines.** Les rendements « core » ont récemment baissé, la Fed ayant maintenu ses taux à leurs niveaux restrictifs et l'inflation ayant diminué. Nous conservons un biais positif sur la durée, avec un positionnement actif et une forte attention au déficit budgétaire et à l'offre de titres du Trésor. Les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) offrent également de l'intérêt pour les investisseurs à long terme. Concernant le crédit titrisé, les spreads des MBS d'agences sont attractifs. Nous restons néanmoins flexibles et adaptons notre positionnement en fonction de l'évolution des spreads. Nous percevons également de la valeur, à condition d'être sélectif, dans l'immobilier non résidentiel et l'immobilier commercial titrisé (immeubles multi-logements). Ces marchés bénéficient de la situation encore solide des consommateurs et d'un décalage important entre l'offre et la demande de logements. En ce qui concerne le crédit d'entreprise, nous maintenons nos préférences pour la catégorie IG par rapport au HY et pour les financières par rapport aux non-financières. Même lorsque nous percevons une bonne idée bottom-up dans le HY, nous privilégions la qualité.

**Obligations émergentes.** L'appétit pour la dette émergente s'est amélioré avec la faiblesse des données américaines et les déclarations récentes de la Fed. Bien que nous ayons été en avance sur ce point, nous pensons que les perspectives restent favorables. La géopolitique/politique, la réorganisation des chaînes d'approvisionnement et les risques idiosyncratiques (Argentine) pourraient également jouer un rôle. Concernant la dette en devises fortes, nous privilégions les pays offrant un portage élevé, tandis que, sur la dette en devises locales, la sélectivité est essentielle. Au niveau régional, nous privilégions l'Amérique latine et percevons favorablement l'Indonésie en raison de leur dynamique croissance/inflation.

**Devises.** Nous sommes vigilants quant à l'action de la Fed, même si nous restons positifs sur le JPY, le NOK et le CHF. Le JPY a été récemment malmené, mais un atterrissage brutal de l'économie américaine et un changement de position de la BoJ pourraient le soutenir. Dans les pays émergents, nous apprécions le MXN, le BRL, l'INR et l'IDR.



**Amaury  
D'ORSAY**

Directeur du Métier  
Fixed Income



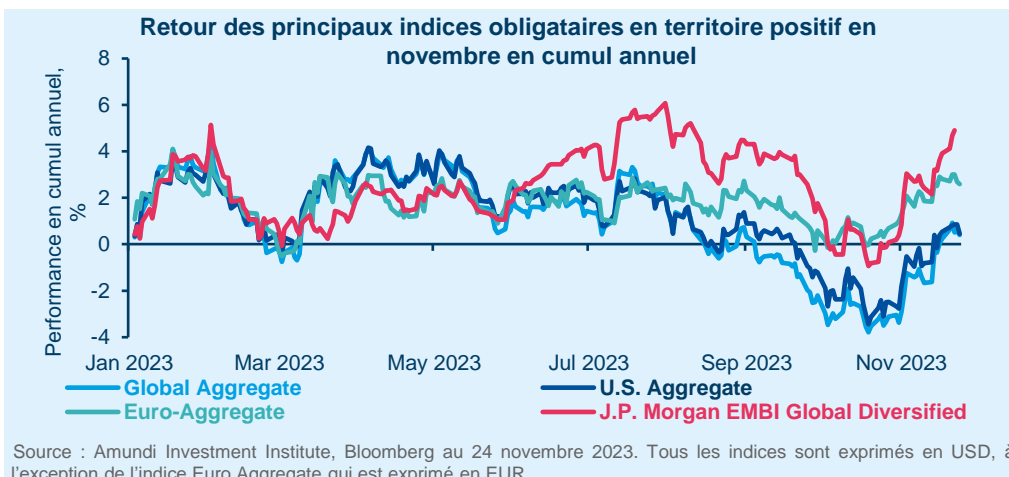
**Yerlan  
SYZDYKOV**

Responsable Marchés  
Émergents Monde



**Kenneth  
J. TAUBES**

Directeur des  
Investissements US



« *Nous soutenons depuis un certain temps que le crédit de qualité et les obligations d'État offrent de la valeur. La récente baisse des rendements core en est la confirmation.* »

# Chercher les opportunités au-delà des méga-capitalisations chères



**Fabio DI GIANSANTE**  
Responsable Grandes capitalisations  
Actions



**Yerlan SYZDYKOV**  
Responsable Marchés Émergents Monde



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

**Évaluation globale.** La reprise des marchés d’actions n’est pas en phase avec les prévisions des entreprises (aux États-Unis et en Europe) qui s’inquiètent des pressions sur la demande et les coûts. Les marchés pourraient désormais distinguer les entreprises dont les valorisations sont attractives et qui dépassent les attentes de celles qui ne font que surfer sur la vague. Nous préférons les entreprises présentant des bilans robustes, sur les marchés développés comme émergents.

**Actions européennes.** Le pouvoir de fixation des prix des entreprises risque d’être mis à l’épreuve par la pression sur les revenus réels des consommateurs. Les entreprises qui déçoivent, dont l’élasticité-prix de la demande est élevée et dont les bilans sont fragiles seront plus affectées par une baisse du marché. Nous maintenons une approche équilibrée, combinant des entreprises cycliques de qualité et des défensives. Parmi ces dernières, nous avons relevé notre opinion sur la consommation non cyclique et percevons du potentiel sur certaines valeurs discrétionnaires après les récentes faiblesses. Par ailleurs, nous apprécions les énergies renouvelables. La bulle du secteur a éclaté, laissant la place aux gagnants à long terme, capables de capitaliser sur la forte demande d’énergie propre et renouvelable. Les banques de détail ont également du potentiel. En revanche, nous évitons la technologie et les segments trop dépendants des pouvoirs publics.

**Actions américaines.** Les valorisations et le potentiel de revenus sont plus élevés dans certains segments que dans d’autres, ce qui permet d’être sélectifs. Ainsi, les valorisations des méga-capitalisations sont extrêmes, mais ce n’est pas le cas des indices équilibrés. Nous privilégions la qualité et la valeur ainsi que les thèmes structurels (électrification et automatisation). De nombreuses infrastructures sont développées autour de l’écologie et des véhicules électriques, mais, au lieu de parier sur un cycle, nous préférons sélectionner les valeurs. Le choix simpliste entre cycliques et défensives est trompeur en raison des fortes disparités de valorisation. Nous restons équilibrés et examinons les valeurs défensives à prix attractifs, sans nous cantonner aux titres traditionnels de ce segment. Sur le plan sectoriel, nous privilégions l’énergie (sous investie depuis longtemps et offrant des opportunités), les matériaux, les financières ou les équipements biomédicaux. Du côté des banques il y a des opportunités, à condition d’être attentif au risque de crédit.

**Actions émergentes.** La croissance des émergents, les prévisions de bénéfices et les valorisations incitent à rester positifs sur les actions. La récente rencontre entre Xi Jinping et Joe Biden a révélé une certaine baisse de tension dans la confrontation Chine/États-Unis. Nous surveillons les risques géopolitiques et leur impact sur les prix du pétrole, important pour les pays exportateurs. Nous apprécions le Mexique le Brésil, l’Indonésie et l’Inde. En termes sectoriels, nous préférons l’immobilier et la consommation cyclique, malgré d’importantes divergences entre pays.

« **La prudence des entreprises lors des dernières publications de résultats nous conforte dans notre choix de nous tenir à l’écart des segments risqués et chers et d’adopter un biais favorable à la qualité.** »







# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 14 décembre 2023

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel a/a, %			Inflation (IPC a/a, %)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1.5	0.7	1.4	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	0.5	1.3	7.4	2.9	2.3
Japon	1.8	1.6	1.4	3.2	2.0	1.3
Pays émergents	4.1	3.6	3.7	5.8	5.7	4.2
Chine	5.2	3.9	3.4	0.3	0.9	1.5
Inde	6.9	5.8	5.9	5.7	5.6	6.0
Indonésie	5.0	4.9	4.7	3.7	3.3	3.7
Brésil	3.0	1.5	2.0	4.6	3.7	3.6
Mexique	3.4	2.1	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	4.4	3.4

## Prévisions officielles de taux directeurs des BC, %

	14 décembre 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	6.35	6.00	5.90
Brésil	12.25	10.00	9.75	9.25	9.25
Russie	15.00	16.00	14.05	12.00	10.70

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au jeudi 14 décembre 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. Q2 2024 correspond à fin juin 2024 ; Q4 2024 correspond à fin décembre 2024.

# Prévisions de marché

## Rendements obligataires

### Prévisions sur les taux à 2 ans, %

	14 décembre 2023	Amundi Q2 24	Forward +6m.	Amundi Q4 24	Forward +12m.
United States	4.93	3.80-4.00	4.61	3.60-3.80	4.39
Germany	3.00	2.50-2.70	2.61	2.20-2.40	2.31
United Kingdom	4.65	3.60-3.80	4.25	3.40-3.60	4.13
Japan	0.12	0.10-0.20	0.22	0.10-0.20	0.30

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

	14 décembre 2023	Amundi +6m	Forward +6m	Amundi +12m	Forward +12m
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

## Cours de change

	14 décembre 2023	Amundi T1 2024	Consensus T1 2024	Amundi T3 2024	Consensus T3 2024
EUR/USD	1.08	1.09	1.10	1.15	1.12
EUR/JPY	157	153	155	155	155
EUR/GBP	0.86	0.88	0.88	0.89	0.88
EUR/CHF	0.94	0.98	0.97	1.03	0.99
EUR/NOK	11.84	11.89	11.28	11.76	11.00
EUR/SEK	11.27	11.83	11.33	11.92	11.20
USD/JPY	145	141	141	135	136
AUD/USD	0.66	0.65	0.68	0.69	0.70
NZD/USD	0.61	0.59	0.62	0.62	0.64
USD/CNY	7.15	7.20	7.10	6.90	7.00

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 14 décembre 2023.



# Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

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

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)



**Prévisions de rendements des classes d'actifs - T3 2023**



**Retraites : la prochaine étape d'évolution ESG**



**Outerblue Convictions – Garder le cap dans des vents contraires en 2024**



**Perspectives globales d'investissement – Novembre 2023**



**Stress-tests climatiques et valorisation net zéro**



**Outerblue Talks Research – Quelles perspectives pour les marchés émergents en 2024 ?**

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 14 décembre 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 : 14 décembre 2023.

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

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

### 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*

**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*