

Février  
2024

# CROSS ASSET STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

## THÈME DU MOIS

Actions japonaises : en tête en 2023, toujours prometteuses en 2024

## PANORAMA DE L'INVESTISSEMENT MONDIAL

Baisse des taux : une trajectoire difficile pour les banques centrales

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



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

**« Les marchés d'actions américains restent soutenus par la vigueur de la consommation. Nous sommes toutefois vigilants compte tenu des valorisations élevées et de l'incertitude économique ».**



**Vincent MORTIER**  
Directeur des Gestions

**« L'environnement économique devrait connaître un ralentissement marqué. Une approche fondamentale et globale est essentielle à ce stade du cycle. »**



**Matteo GERMANO**  
Directeur Adjoint des  
Gestions

**« L'Asie est la région que nous privilégions à l'heure actuelle, à commencer par les actions japonaises, l'Inde et l'Indonésie. »**



Février 2024

# Table des matières



<b>THÈME DU MOIS</b>	<b>4</b>
Actions japonaises : en tête en 2023, toujours prometteuses en 2024	
<b>MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET STRATÉGIE</b>	<b>6</b>
Focus macroéconomique	7
Marchés émergents	8
Aperçu macroéconomique	9
Regard sur les banques centrales	10
Géopolitique et politique	11
Scénarios et risques pour le scénario central	12
Modèles de l'Amundi Investment Institute	13
Principaux graphiques du mois	14
Matières premières et devises	16
<b>PANORAMA DE L'INVESTISSEMENT MONDIAL</b>	<b>17</b>
Points de vue du CIO	18
Baisse des taux : une trajectoire difficile pour les banques centrales	
Trois questions d'actualité	20
Points de vue sur les classes d'actifs	21
<b>PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES</b>	<b>25</b>



# Actions japonaises : en tête en 2023, toujours prometteuses en 2024

**POINTS À RETENIR :** Trois arguments clés plaident en faveur du marché japonais : 1) un redressement des bénéfiques ; 2) une forte incitation de la Bourse de Tokyo pour que les entreprises améliorent l'efficacité de leur capital ; et 3) une sortie de la déflation qui favorise une revalorisation du marché. Les risques pesant sur ces arguments positifs sont principalement liés au yen, surtout en cas de hausse. Ne pas couvrir le yen en 2024 pourrait donc être une option intéressante.



**Eric MIJOT**

Responsable de la  
Stratégie actions  
mondiales - Amundi  
Investment Institute



**Claire HUANG**

Stratège macroéconomique senior  
sur les marchés émergents -  
Amundi Investment Institute



**Federico CESARINI**

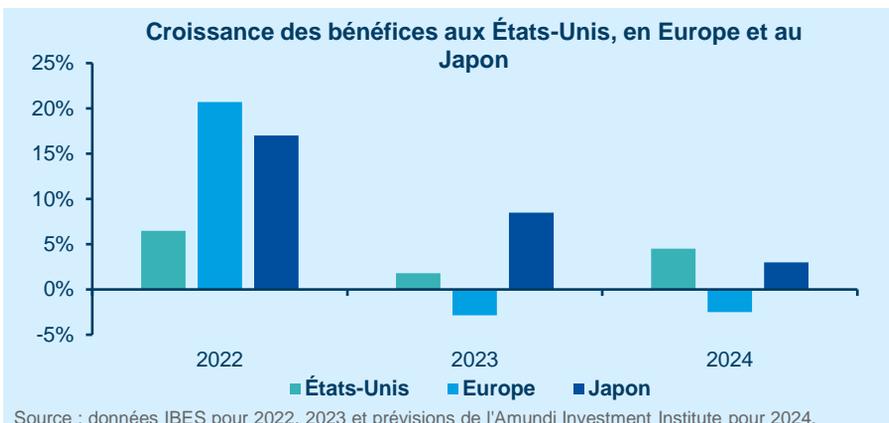
Responsable Devises MD -  
Amundi Investment Institute

## Redressement continu des actions japonaises

Le marché des actions japonaises, qui a atteint un sommet historique en termes de rendement total, est à un plus haut de près de 34 ans en termes de cours. Il a signé l'une des meilleures performances de 2023. L'indice TOPIX (Tokyo Stock Price Index) a bondi de 25 %, contre 20 % pour l'indice MSCI ACWI. Cette solide performance ne devrait pas se reproduire avec la même vigueur en 2024, mais les perspectives restent favorables.

## Les arguments en faveur d'un positionnement positif restent crédibles :

- **Premièrement, le marché japonais présente toujours une croissance des bénéfiques attrayante.** Elle a été supérieure à celle du marché américain en 2022 et 2023, et moins volatile que celle de l'Europe. Pour 2024, la prévision du consensus Ibes (+7,6 %) est inférieure à celle du MSCI ACWI (+10 %), mais contrairement aux autres marchés (notamment le Pacifique hors Japon), sa prévision concernant le TOPIX est régulièrement révisée à la hausse. Le repli moyen de 6,9 % du yen par rapport au dollar en 2023 a soutenu la performance du marché, mais sera difficile à reproduire en 2024, d'où une croissance des bénéfiques moins forte qu'en 2023. En outre, la demande intérieure se révèle atone, qu'il s'agisse de la consommation ou des investissements privés, comme en témoigne le chiffre préliminaire du PIB du T4 2023. La reprise à venir sera modérée, la lente baisse de l'inflation ne renforçant que progressivement le pouvoir d'achat des ménages. Parallèlement, la croissance mondiale devrait encore ralentir (+2,4 % en 2024 contre +3,1 % en 2023).
- **Deuxièmement, les réformes mises en place par le TSE (Tokyo Stock Exchange, la Bourse de Tokyo) en mars 2023 continueront à produire des effets positifs en 2024.** L'objectif est d'encourager les entreprises dont le ratio cours/valeur comptable est inférieur à 1x (43 % des entreprises sont dans ce cas au Japon, contre 5 % aux États-Unis et 24 % dans l'UE, selon les calculs du TSE) à prendre des mesures visant à améliorer ce ratio d'ici mars 2025. En d'autres termes, le rendement des fonds propres devrait augmenter et pas seulement via des rachats d'actions.



THÈME DU MOIS



« **Le Japon est au cœur d'un processus de hausse des valorisations, même si ce n'est pas sans risques.** »

Mi-janvier 2024, le TSE a publié les noms des 660 entreprises qui ont déjà pris des mesures en ce sens, ce qui devrait les encourager à continuer et inciter d'autres à leur emboîter le pas.

- **Enfin, le marché japonais devrait poursuivre sa revalorisation.** Par définition, la réforme du TSE œuvre dans le sens de valorisations plus élevées. La fin de l'environnement déflationniste, qui a longtemps pénalisé les niveaux d'équilibre des ratios cours/bénéfices, a été un facteur sous-jacent clé de la performance en 2023 (contribution de 77 % à la performance totale du MSCI Japan). Le ratio cours/bénéfices du marché a désormais retrouvé sa moyenne des 12 dernières années, à environ 14x les bénéfices prévisionnels à 12 mois. Les négociations salariales du printemps devraient déboucher sur des augmentations pour la deuxième année consécutive, ce qui devrait suffire à confirmer un scénario de fin de déflation et permettre la poursuite de la revalorisation du marché au-dessus de sa moyenne des dernières années.

**Les risques pesant sur ce scénario sont principalement liés au yen.** Une remontée du yen, dans le cas où la volatilité des actions mondiales augmenterait suffisamment en 2024 pour encourager le dénouement des opérations de portage, pèserait sur la performance des actions japonaises en devise locale. Cela pénaliserait les profits et, toutes choses égales par ailleurs, ralentirait la hausse de l'inflation, pesant sur les valorisations. Les investisseurs en actions internationales pourraient alors avoir intérêt à ne pas couvrir le yen en 2024.

## Japon : scénario macroéconomique et de change

### Macro

Nous prévoyons une croissance volatile mais supérieure à la tendance au Japon, stimulée par le cycle des exportations et la relocalisation de l'investissement des entreprises du fait de bénéfices solides, d'une utilisation élevée des capacités et des pénuries de main-d'œuvre. La consommation privée continuera de se redresser progressivement, salaires et prix montrant des signes d'amélioration.

Après avoir atteint un pic 4,3 % cet été en glissement annuel, le nouvel IPC sous-jacent (hors produits alimentaires frais et énergie) a de nouveau ralenti à 3 % en janvier. Les anticipations d'inflation et les indicateurs d'inflation sous-jacente se sont tassés, témoignant d'un relâchement des pressions inflationnistes. **La question cruciale est de savoir si ces moindres pressions conduiront le Japon à renouer avec la déflation. Nous ne le pensons pas** et tablons sur une hausse annuelle de l'IPC sous-jacent d'environ 1,5 % au T4 2024 et en 2025, soit une inflation modérée mais soutenue montrant que le Japon est parvenu à s'extraire de la déflation.

### Banque Centrale

Contrairement à nos prévisions, la BoJ a maintenu sa politique de taux d'intérêt négatifs (NIRP) en janvier. Nous pensons qu'elle **saisira l'occasion, inédite depuis au moins 10 ans, de normaliser sa politique monétaire.** Cependant, avec un taux final à 0 %, cela ne signifiera pas l'amorce d'un cycle de hausse des taux.

Bien que la BoJ ait le pouvoir discrétionnaire de choisir le moment optimal pour ajuster sa politique, les conditions devraient devenir moins propices après le mois de mai en raison de l'assouplissement attendu de la politique monétaire des autres grandes banques centrales. De fait, le gouverneur Ueda n'a pas exclu la possibilité d'un changement de politique en mars. Aussi, nous pensons qu'une hausse des taux est probable en mars ou avril.

Dans le cadre de ses Perspectives de janvier concernant l'activité économique et les prix, la BoJ a continué de prévoir une hausse progressive de l'IPC sous-jacent permettant de se rapprocher de l'objectif de stabilité des prix. Par ailleurs, elle est devenue plus optimiste depuis octobre, indiquant que « *la probabilité de réalisation de ces perspectives a continué d'augmenter progressivement* ».

### Devise

Du point de vue des fondamentaux, la tendance du JPY semble être désormais orientée à la hausse pour les raisons suivantes :

1. Les modèles PPA suggèrent actuellement une décote de plus de 40 % par rapport à l'USD.
2. Le JPY devient de moins en moins cher eu égard à la progression relative de la balance commerciale du pays et des termes de l'échange des matières premières.

Pourtant, les rattrapages par rapport aux fondamentaux nécessitent généralement un catalyseur qui, pour le JPY, réside dans la propension des investisseurs à dénouer leurs positions de portage. Dans la mesure où un véritable cycle de hausse des taux de la BoJ ne semble pas à l'ordre du jour, nous restons convaincus que les taux américains et la croissance mondiale joueront un rôle plus important pour la devise. Dans le cadre de notre scénario de ralentissement économique prononcé aux États-Unis, la parité USD/JPY devrait atteindre 135 fin 2024, mais nous tablons sur un processus lent et non linéaire dans lequel le cycle de l'USD jouera toujours un rôle prépondérant. Un choc de croissance plus prononcé semble nécessaire pour une appréciation durable et généralisée du JPY.



MACROÉCONOMIE, GÉOPOLITIQUE ET  
STRATÉGIE

Amundi Investment Institute



# Mer Rouge : nouveau choc en perspective pour les chaînes d'approvisionnement et les prix ?



**Mahmood PRADHAN**

Responsable des questions macroéconomiques mondiales - Amundi Investment Institute



**Annalisa USARDI, CFA**

Économiste senior – Amundi Investment Institute

**« À ce stade, nous pensons que l'impact est plus régional que mondial, l'Europe étant plus touchée que d'autres régions. »**

Comme à l'époque du Covid, les perturbations en mer Rouge donnent lieu à des spéculations quant à d'éventuels chocs inflationnistes. En quoi la situation actuelle diffère-t-elle de l'expérience post-Covid, conduisant à un impact davantage micro que macroéconomique et plus régional et sectoriel que mondial ?

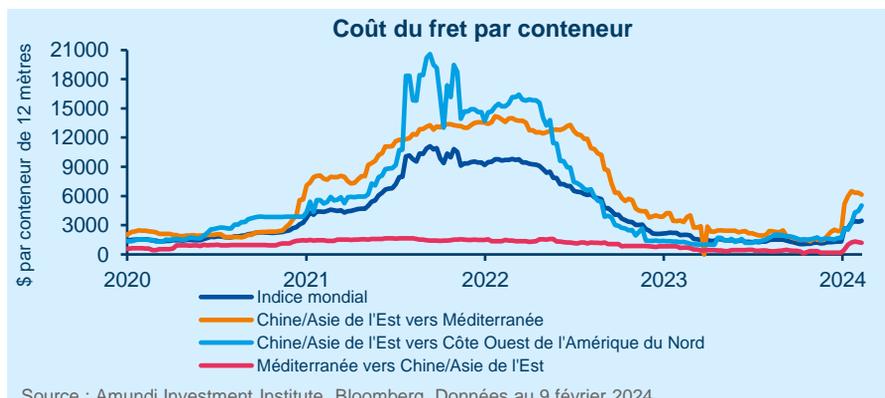
Il y a trois principaux facteurs à prendre en compte :

- 1. Les marchandises continuent d'être échangées, les ports sont ouverts et les flux commerciaux se maintiennent**, même si cela prend plus de temps et coûte plus cher ;
- 2. Le choc est plus régional que mondial**, toutes les régions n'étant pas concernées de la même manière (la route la plus touchée est celle qui relie l'Asie du Sud-Est à l'Europe) ;
- 3. Toutes les marchandises ne sont pas affectées de la même manière** (impacts davantage sectoriels/industriels).

Les chaînes d'approvisionnement et l'inflation sont les principaux canaux de transmission du choc, tandis que la localisation du pays, l'ampleur et la durée de la perturbation sont les facteurs déterminant l'impact économique :

- **Les perturbations des chaînes d'approvisionnement semblent, jusqu'à présent, temporaires.** Elles sont susceptibles de durer quelques semaines dans la mesure où les changements d'itinéraires ont entraîné des retards, mais les flux commerciaux ne sont pas interrompus et les compagnies de transport disposent de capacités excédentaires pouvant être mobilisées pour rétablir les flux si les difficultés en mer Rouge devaient persister ;
- **L'impact sur l'inflation est de toute évidence lié à la durée du choc** et aux marchandises concernées ; à ce stade, nous n'avons pas révisé nos perspectives d'inflation et de croissance mais, à mesure que la situation géopolitique évoluera, les facteurs clés à surveiller seront la durée de ces tensions et leur éventuelle propagation aux produits énergétiques ou leur cantonnement à certaines catégories spécifiques.

Par conséquent, à ce stade, nous pensons que l'impact est plus régional que mondial, l'Europe étant plus touchée que d'autres régions. À court terme, les entreprises pourraient absorber la hausse des coûts en réduisant leurs marges pour éviter de les répercuter sur les prix car la demande n'est pas particulièrement forte : les distributeurs sont toujours en surstockage et la demande de biens faiblit au profit de la demande de services. Si les tensions se prolongent, une répercussion plus forte de la part des entreprises est possible, mais, là encore, nous pensons qu'elle sera sectorielle et ne se généralisera pas. Dans un contexte général marqué par la désinflation des biens, une augmentation touchant un sous-ensemble limité ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la dynamique globale de l'inflation.





## L'ère de la « lowflation »

Un indicateur permet de mieux comprendre la réalité économique de la Chine : l'IPC. L'IPC de décembre a reculé pour le troisième mois consécutif de 0,3 % en glissement annuel, portant sa progression sur l'ensemble de l'année à 0,2 %, un niveau nettement inférieur aux attentes de plus de 2 % début 2023. **La faiblesse de l'inflation devrait persister, nos prévisions d'IPC étant nettement inférieures à celles du consensus, à 0,2 % et 0,4 % respectivement pour 2024 et 2025.** Le recul

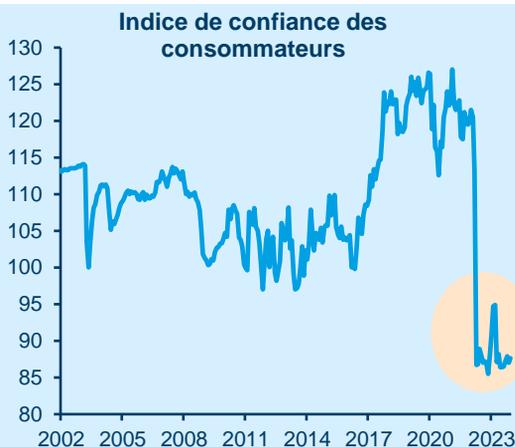
perceptible de la confiance des ménages a entraîné une hausse de l'épargne et un ralentissement des dépenses. **Le marché de l'emploi va lentement se dégrader**, tandis que le ménage chinois moyen sera confronté à un double choc négatif de richesse et de revenu. En particulier, nous devrions assister à une nouvelle baisse des prix des logements, associée à une faiblesse persistante de la confiance des consommateurs.



Claire HUANG

Stratège macroéconomique senior sur les marchés émergents - Amundi Investment Institute

« Depuis 2021, la confiance des consommateurs s'est effondrée, l'épargne a augmenté et la croissance des dépenses a ralenti. »

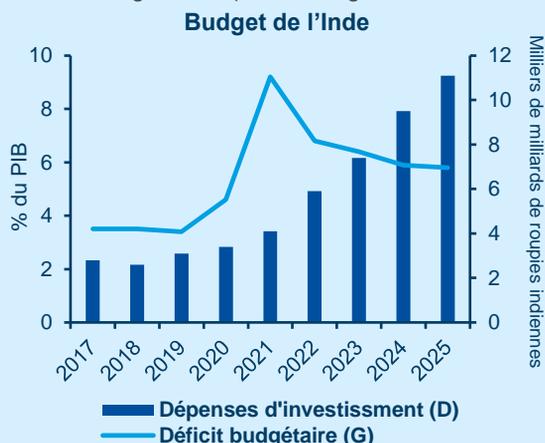


Source : Amundi Investment Institute, CEIC. Données au 17 janvier 2024.

## INDE

### Budget de l'Union, sans compromis

Le ministre des Finances a annoncé le **prochain budget** (exercice 2025, d'avril 2024 à mars 2025). Les messages clés étaient les suivants : **une augmentation continue des dépenses d'investissement pour soutenir la croissance et un engagement plus fort en faveur de la consolidation budgétaire.** En forte hausse depuis 2021, les dépenses d'investissement continuent de progresser (+16,9 % budgété pour l'exercice 2025 par rapport à 2024) : autoroutes, électrification, trafic portuaire et aéroports. Conformément aux engagements pris dans le budget 2022 (déficit budgétaire réduit à 4,5 % d'ici 2026), le ministère des



Source : Amundi Investment Institute, Gouvernement indien. Données de février 2024.

Finances s'engage en faveur d'une vaste opération de consolidation budgétaire au cours de l'exercice 2025 : déficit à 5,1 % contre 5,8 %. En filigrane, le budget 2025 délivre un autre message important : à l'approche des élections législatives (avril et mai), le gouvernement en place affiche une **certaine confiance dans sa capacité à rester au pouvoir en faisant peu de compromis en termes de dépenses préélectorales.**



Alessia BERARDI

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

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

# Aperçu macroéconomique



Après un S2 2023 résilient, marqué par une croissance supérieure au potentiel, l'économie américaine a commencé l'année sur des bases solides, mais nous continuons d'anticiper une fragilisation au fil de l'année. Nous identifions plusieurs facteurs qui militent pour un ralentissement, tout en reconnaissant que d'autres, comme les conditions financières, se sont améliorés, rendant la situation plus floue. Nous continuons de tabler sur une décélération de l'inflation liée à la modération des pressions haussières sur les prix des services, même si celles-ci restent, pour l'heure, persistantes.



Après la faiblesse des chiffres du T3, la croissance du PIB est restée stable au T4 2023. Le resserrement de la politique monétaire s'est répercuté assez rapidement sur la croissance du crédit et pèse sur la demande et la confiance des entreprises. Face à une croissance mondiale moins vigoureuse et à une politique budgétaire moins favorable, la croissance restera atone au cours des prochains trimestres. L'inflation ralentira progressivement pour se rapprocher de l'objectif, une tendance plus rapide pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente.



Nous anticipons une croissance faible en 2024 en raison du ralentissement de la demande intérieure, de la dégradation du marché de l'emploi et de la faiblesse des dépenses d'investissement ; le resserrement de la politique monétaire, la faiblesse de l'environnement extérieur et la persistance d'une inflation élevée freineront l'activité. Toutefois, la politique budgétaire pourrait apporter un soutien modéré. L'inflation devrait ralentir, se rapprochant de l'objectif vers la fin de 2024.



La banque centrale a relevé son taux d'intérêt de 250 pb à 45 % et annoncé la fin du cycle de hausse en raison de l'amélioration du contexte macroéconomique. En effet, la demande intérieure ralentit et la balance courante se rééquilibre. Nous anticipons une poursuite de la hausse de l'inflation et un pic supérieur à 70 % en glissement annuel en mai, avant une décélération à 40 % d'ici fin 2024. Toutefois, les risques restent élevés, notamment en cas de forte dépréciation de la livre turque.



Contre toute attente, la Banque nationale de Hongrie (NBH) a maintenu le rythme de ses baisses de taux à 75 pb, alors que le consensus tablait sur 100 pb au vu des récents commentaires du vice-gouverneur Barnabas Virag. Selon le communiqué de presse, l'environnement macroéconomique mondial et intérieur s'est amélioré et aurait justifié une baisse plus importante. Mais la volatilité de l'appétit du marché pour le risque, ainsi que l'incertitude concernant l'accès aux fonds européens, ont incité la NBH à la prudence. À l'avenir, des baisses de 75 et 100 pb seront envisagées.



L'économie chilienne se redresse lentement après plusieurs trimestres de contraction et de stagnation, tandis que l'inflation est revenue dans la fourchette cible et se rapproche rapidement de son milieu. La banque centrale (BC), quant à elle, réduit ses taux à un rythme effréné, visant une position neutre (à 4 %) au S2 2024. De toute évidence, la BC est davantage préoccupée par le risque de se laisser distancer par l'évolution de l'inflation que par le taux de change. La réforme des retraites a été adoptée par la Chambre basse dans une version très diluée, ce qui laisse penser que le programme du président Boric n'ira pas beaucoup plus loin.



La faiblesse de l'activité économique au S2 2023 devrait faire place à une amélioration début 2024, sous l'effet des facteurs positifs que sont les nouvelles récoltes abondantes, la baisse des taux et certaines mesures de relance budgétaire (par le biais des « precatorios »). L'inflation globale se situe déjà dans la fourchette cible et continue de baisser. La banque centrale semble satisfaite du rythme actuel d'assouplissement de 50 pb par comité et table sur une poursuite de ce rythme tant que la politique budgétaire restera prudente, cette dernière ayant récemment suscité quelques remous dans le cadre du budget ambitieux et peu réaliste proposé pour 2024.

# Prudence à court terme des banques centrales des marchés émergents comme développés

## Marchés développés

Les dernières réunions de politique monétaire n'ont pas réservé de grandes surprises, mais le processus désinflationniste se confirme. Pour autant, **les banques centrales restent prudentes quant au rythme de la désinflation**, en particulier celle des services, et continueront de surveiller l'évolution du marché de l'emploi, qui s'est montré très résilient. Les tensions géopolitiques sont également un risque haussier pour l'inflation. **Nous sommes attentifs au risque de politique monétaire trop restrictive dans la zone euro dans le cas où la BCE agirait trop tardivement.** La dichotomie s'accroît entre États-Unis et zone euro :

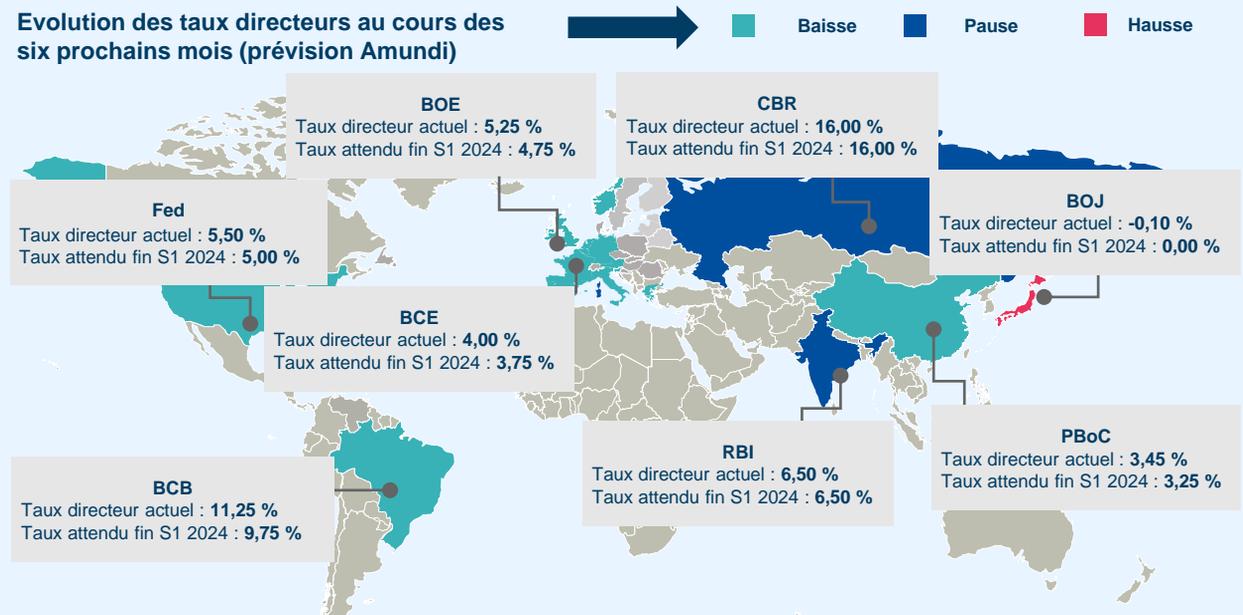
- La politique monétaire a un impact plus rapide sur l'économie en zone euro qu'aux États-Unis.
- Le processus désinflationniste semble également plus rapide en zone euro qu'aux États-Unis.

**Nous pensons que la BCE adoptera un ton plus accommodant en mars/avril.** Ses projections de mars constitueront « un vaste corpus d'informations ». Dans le même temps, nous restons convaincus que la Banque du Japon saisira l'occasion unique qui se présente actuellement de normaliser sa politique monétaire, mais en portant son taux final à 0 %, ce qui ne signifie pas l'amorce d'un cycle de hausse des taux.

## Marchés émergents

Compte tenu des chiffres d'inflation favorables de fin 2023, les attentes du marché, ainsi que les déclarations de certaines banques centrales, étaient devenues plus optimistes, laissant présager une baisse des cibles finales des taux et/ou une accélération du rythme d'assouplissement. Toutefois, une baisse des taux de la Fed dès mars n'étant désormais plus anticipée par le marché, et les devises émergentes ayant réalisé de piètres performances en janvier, cet optimisme s'est atténué, témoignant d'un **retour à une attitude plus prudente en termes de politique monétaire.** La Banque nationale de Hongrie et la Banque centrale de Colombie ont réduit leurs taux dans des proportions inférieures aux prévisions de consensus (75 pb au lieu de 100 pb et 25 pb au lieu de 50 pb, respectivement). Cela étant, **le cycle d'assouplissement des banques centrales des marchés émergents se poursuit**, toujours concentré en Amérique latine et en Europe de l'Est, soutenu par la désinflation et les préoccupations liées à l'affaiblissement des conditions économiques. Les banques centrales des principaux pays d'Asie, Chine exceptée, ne sont toujours pas pressées d'assouplir leurs politiques, les taux réels n'étant que légèrement positifs. De son côté, la Banque centrale de Turquie devrait avoir atteint le pic de son cycle de resserrement à 45 % et évalue actuellement la dynamique de l'inflation, qui devrait atteindre son pic au T2 2024.

## Evolution des taux directeurs au cours des six prochains mois (prévision Amundi)



Source : Amundi Investment Institute, au 8 février 2024. L'évaluation par Amundi de l'évolution des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif de l'Amundi Institute concernant l'orientation des taux directeurs, établi sur la base des indications prospectives et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS	7 mars	20 mars	21 mars
	Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) américain	Réunion du Comité de politique monétaire de la BOE

**Anna ROSENBERG**Responsable géopolitique -  
Amundi Investment Institute

« **Trump pourrait offrir à Poutine une porte de sortie, mais rien ne dit que Poutine mettrait fin à la guerre.** »

## L'année 2024 s'annonce difficile pour l'Ukraine

Malgré les difficultés liées à la mobilisation de nouveaux financements, **les pays occidentaux devraient continuer à soutenir l'Ukraine en lui fournissant « juste assez » pour maintenir ses positions défensives en 2024. La conséquence géopolitique des gains importants réalisés par la Russie en Ukraine n'est pas (encore) politiquement acceptable** pour les dirigeants occidentaux. L'UE et les États-Unis devraient annoncer de nouveaux financements pour l'Ukraine dans les semaines et les mois à venir. Au-delà du court terme, **l'utilisation (partielle) des actifs gelés de la Russie deviendra plus probable au fil du temps.** Outre les questions de financement, l'année 2024 risque d'être difficile pour l'Ukraine. Après que l'Ukraine a réalisé des gains territoriaux en 2023, la Russie a repris quelques

kilomètres. Les combats devraient se poursuivre tout au long de 2024, avec une Ukraine très probablement sur la défensive. Il est peu probable que l'Ukraine reçoive l'aide militaire nécessaire à un changement décisif compte tenu de l'évolution de la stratégie de guerre de la Russie. Jusqu'à présent, l'Europe n'a pas réussi à accroître suffisamment sa production d'armes. **Après les élections de mars, la Russie tentera probablement de conquérir de nouveaux territoires.** La Russie s'efforcera d'obtenir ces gains territoriaux avant un éventuel cessez-le-feu négocié par Donald Trump, s'il est élu, dans la mesure où les cessez-le-feu se fondent sur le statu quo territorial. **Toutefois, comme l'ont montré les conflits précédents, la situation pourrait évoluer très différemment en 2025.**



## La défense européenne à la croisée des chemins

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

« **Depuis le début des années 1990, les dépenses sociales ont englouti les dividendes de la paix.** »

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a changé le visage de la sécurité européenne. Avec le possible retour de Donald Trump à la Maison Blanche en 2025, les pays européens, notamment ceux de l'OTAN, devront faire davantage pour assurer leur propre sécurité. **L'augmentation des dépenses de défense est impérative.** Mais l'état des finances publiques dans la plupart des pays rend cette tâche difficile pour les Européens. Avec la hausse des taux d'intérêt, les charges de la dette vont continuer à augmenter et accroître la pression sur les finances publiques. **Pour 7 des 25 pays européens membres de l'OTAN, la charge d'intérêt dépasse déjà les dépenses de défense.** On estime à 1 800 milliards d'euros le montant économisé par l'ensemble des pays européens depuis 1990 grâce à la **réduction de leurs dépenses de défense en deçà de l'objectif de 2 % fixé par l'OTAN.** Revenir à cet objectif nécessite des efforts au moment même où les pays européens doivent investir dans la transformation de leur économie, tout en assainissant leurs finances publiques. Pour atteindre l'objectif de 2 %, il faudrait que les pays européens consacrent près de 5 % de leurs dépenses publiques à la défense. A première vue, cet objectif semble réalisable. En effet, pendant la guerre froide, la plupart des pays européens consacraient au moins cette proportion de leur budget à la défense. Toutefois, depuis cette époque, les dépenses sociales ont augmenté beaucoup plus rapidement que le PIB et il semble qu'il n'y ait pas de retour en arrière possible. **La création d'un fonds européen de défense « hors budget » semble la seule option envisageable** pour répondre au nouveau défi de l'Europe en matière de sécurité. Le plus tôt sera le mieux.

# Scénario central et scénarios alternatifs



	<b>SCÉNARIO BAISSIER</b> Ralentissement mondial Prob. 20%	<b>SCÉNARIO CENTRAL</b> Ralentissement de la croissance mondiale Prob. 70%	<b>SCÉNARIO HAUSSIER</b> Résilience de l'économie Prob. 10%
<b>Géopolitique</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aggravation de la guerre en Ukraine.</li> <li>Extension du conflit au Proche-Orient/en Mer Rouge.</li> <li>Escalade de mesures protectionnistes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ukraine-Russie : poursuite des combats.</li> <li>Israël : le conflit devrait rester local. Nouvelle trêve temporaire probable.</li> <li>Chine/US : dégradation maîtrisée.</li> <li>Davantage de protectionnisme, near-shoring/friend-shoring.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.</li> <li>Fin de la guerre Israël-Hamas.</li> <li>Baisse des prix de l'énergie/des produits alimentaires.</li> </ul>
<b>Inflation, politique monétaire et budgétaire</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La persistance de l'inflation sous-jacente entraîne un resserrement des conditions financières.</li> <li>Tensions financières.</li> <li>Deux sous-scénarios avec des implications différentes pour les taux directeurs : <b>récession modeste</b> : les risques inflationnistes peuvent encore prévaloir ; et <b>récession forte</b> : baisses de taux importantes dès le S1 2024. Le second est le plus probable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'inflation ralentit progressivement ; bien que persistante, l'inflation sous-jacente devrait se rapprocher de l'objectif d'ici fin 2024.</li> <li>BC des MD : statu quo, pas de baisse des taux avant la fin du printemps</li> <li>Fed funds -125 pb d'ici fin 2024. BCE -125 pb, avec une première baisse de taux en juin 2024.</li> <li>La plupart des BC des ME ont atteint des taux record. Baisse de taux attendues dans certains pays, notamment en Amérique latine.</li> <li>Politiques budgétaires différentes selon les pays. Durcissement des politiques budgétaires de l'UE. Essoufflement de l'impulsion budgétaire américaine (IRA, CHIPS act). L'espace budgétaire des ME est limité dans un contexte de prudence. Mesures modérées en Chine pour contenir le ralentissement.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Conforme aux anticipations de baisse progressive des taux d'intérêt.</li> </ul>
<b>Croissance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Perspectives de récession généralisées (croissance mondiale inférieure à 2 %).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ralentissement mondial avec de fortes divergences entre pays : croissance très anémique en Europe (risques de récession croissants au S1), fort ralentissement économique aux États-Unis (T2-T3), ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.</li> <li>L'écart de croissance devrait rester favorable aux ME en 2024-25.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En cas de désinflation cyclique prononcée, nous pourrions assister à un retour plus rapide que prévu à la croissance potentielle en 2024, notamment en Europe où l'épargne des ménages est abondante.</li> <li>Scénario type FMI ou BCE.</li> </ul>
<b>Changement Climatique</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Report des mesures de transition climatique : davantage de phénomènes climatiques touchent les chaînes d'approvisionnement ou la sécurité alimentaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le changement climatique freine la croissance et exacerbe les tendances stagflationnistes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La politique en matière de changement climatique et la transition énergétique sont des priorités absolues et coordonnées entre les régions.</li> </ul>

## Risques pesant sur le scénario central

	PROBABILITÉ			
	ÉLEV			FAIB
	25%	20%	15%	15%
	<b>Risque géopolitique et escalade des conflits</b>	<b>Risques macro-financiers induits par le resserrement des conditions de crédit et de liquidité</b>	<b>Forte récession des bénéfiques</b>	<b>Pression stagflationniste persistante (États-Unis / Europe)</b>
Impact sur le marché	<b>Positif</b> pour les emprunts d'État des MD, les liquidités, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole.	<b>Positif</b> pour les <i>Treasuries</i> américaines, les liquidités et l'or.	<b>Positif</b> pour les liquidités, le JPY, l'or, la qualité vs la croissance, et les défensives vs cycliques.	<b>Positif</b> pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels.
	<b>Négatif</b> pour le crédit, les actions et les ME.	<b>Négatif</b> pour le crédit.	<b>Négatif</b> pour les actifs risqués et les exportateurs de matières premières.	<b>Négatif</b> pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME.

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

# Valorisation ajustée de la liquidité pour le S&P500



## Lorenzo PORTELLI

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

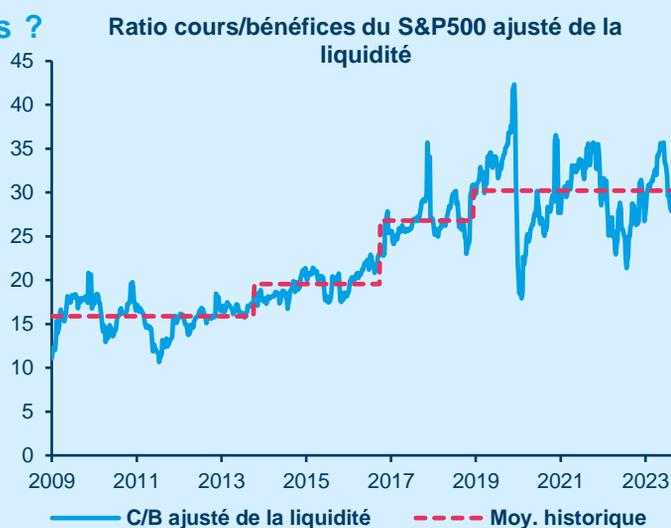
« *Les conditions de liquidité sont essentielles pour évaluer les valorisations des marchés financiers, la politique monétaire non conventionnelle restant un outil clé pour les banques centrales.* »

## En quoi consiste le modèle ?

- Fondement :** la politique monétaire non conventionnelle et l'abondance de liquidités ont modifié l'évaluation des valorisations, pour les obligations comme pour les actifs risqués, dont les actions. L'expansion des bilans des banques centrales et les récentes opérations de prise de pension (RRP ou Reverse Repo) ont fait grimper les multiples au-delà de ce que les bénéfices et taux anticipés auraient pu laisser supposer, d'où la nécessité d'ajouter un facteur de liquidité au cadre de valorisation habituel.
- Configuration du modèle :** la *valorisation ajustée de la liquidité pour le S&P500* est calculée en utilisant la moyenne pondérée dans le temps des ratios cours/bénéfice de l'année en cours et de l'année suivante pour l'indice. L'ajustement pour la liquidité consiste à diviser ces valorisations par le bilan de la Fed corrigé du montant des prises en pension. À partir du ratio historique obtenu (courbe bleue ci-dessous), nous pouvons ensuite identifier des « régimes » qui représentent des **valeurs de référence dynamiques**, reflétant l'évolution de l'appétit des investisseurs pour le risque (ligne rouge en pointillés ci-dessous). Historiquement, les principaux moteurs de ces changements de régime ont été les fluctuations de l'économie et/ou de la politique monétaire.
- Variables considérées :** la prise en pension est une méthode de maintien de la liquidité utilisée par les banques centrales. Dans le cadre d'un RRP, la banque centrale vend des obligations en s'engageant à les racheter plus tard à un prix légèrement plus élevé. Aussi, une augmentation des prises en pension (comme l'a fait la Fed de mars 2021 à mai 2023) signifie que la masse monétaire sur le marché diminue, tandis que l'inverse se produit lorsque les prises en pension diminuent (ce qui se produit depuis juin 2023).
- Résultats du modèle :** l'indice S&P500 est considéré comme cher (prime) lorsque le ratio cours/bénéfice ajusté de la liquidité dépasse le niveau de son régime de référence, et bon marché (décote) lorsqu'il se situe en deçà.

## Quels sont les signaux actuels ?

- Le rebond des actions entamé en novembre 2023 a permis de combler l'écart de sous-évaluation qui était brièvement apparu en octobre l'an passé. Le S&P500 n'est actuellement pas bon marché au regard de la liquidité toujours abondante.
- Le programme d'opérations de prise en pension a compensé l'impact restrictif du resserrement quantitatif de la Fed (à partir de juin 2023), mais cet effet va s'estomper car ce programme sera bientôt épuisé.
- Compte tenu du niveau actuel des bilans et des attentes encore très optimistes en termes de bénéfices, une correction des marchés n'est pas à exclure.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 24 janvier 2024.

# Les actions en graphiques

## Marchés développés

### La base du rebond se réduit de nouveau

En janvier, les méga-capitalisations et la technologie ont repris le dessus, tandis que les petites capitalisations, l'énergie, les matériaux, les services aux collectivités et l'immobilier se sont repliés.

#### MSCI ACWI & MSCI ACWI équipondéré

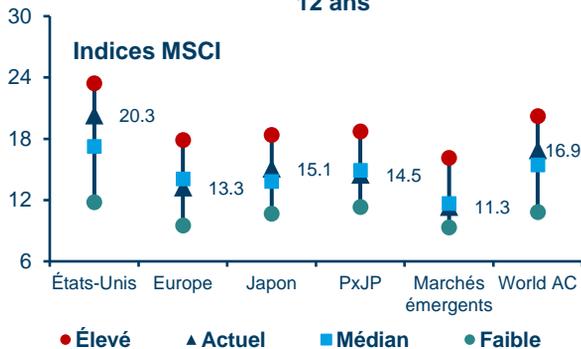


Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 31 janvier 2024.

### Ratio C/B : USA en tête, suivis par le Japon

Alors que l'écart de valorisation entre États-Unis et Europe est extrême, le Japon, qui a réalisé la meilleure performance en janvier, affiche désormais un ratio C/B légèrement supérieur à la moyenne.

#### Ratio cours/bénéfices à 12 mois depuis 12 ans



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 31 janvier 2024.



« Les méga-capitalisations américaines et les actions japonaises ont repris le dessus en janvier. »

#### Eric MIJOT

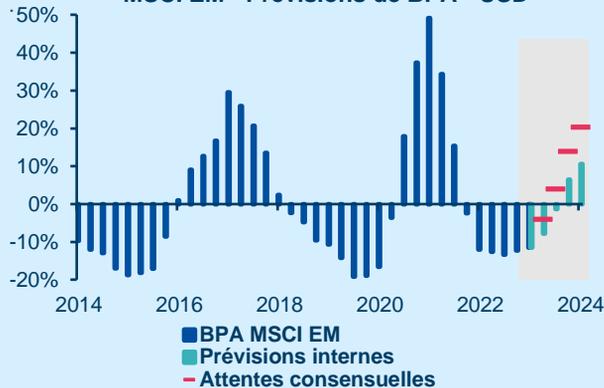
Responsable de la Stratégie actions mondiales - Amundi Investment Institute

## Marchés émergents

### Hausse des BPA prévue à l'horizon du T4 2024

Les chiffres actuels des bénéfices par action en glissement annuel restent négatifs pour l'indice MSCI EM en USD (T4 2023 -12 %). Les prévisions de bénéfices pour le T4 2024 sont de +11 %.

#### MSCI EM - Prévisions de BPA - USD



Source : Amundi Investment Institute, Factset, Bloomberg. Consensus basé sur les données de IBES. Données au 15 janvier 2024.

### Résultats : de bonnes surprises jusqu'à présent

Au 5 février, seules 15 % des entreprises ont publié leurs résultats pour le T4 2023, mais jusqu'à présent, les surprises sont globalement positives.

#### Surprises au T4 2023 (% moyen pour l'ensemble des entreprises)



Source : Amundi Investment Institute, Capital IQ. Données au 5 février 2024.



« Nous prévoyons une croissance positive, mais inférieure aux attentes du consensus, des BPA du MSCI EM en USD au T4 2024. »

#### Alessia BERARDI

Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents - Amundi Investment Institute

# Les obligations en graphiques

## Marchés développés

### Anticipation des baisses de taux en 2024

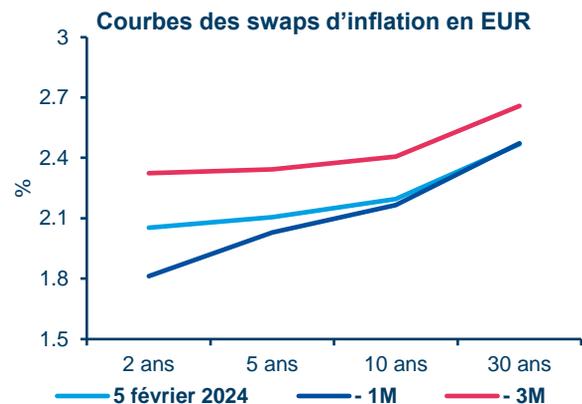
La chute rapide de l'inflation fin 2023 a entraîné d'importants changements d'anticipations des taux de la Fed et de la BCE pour 2024.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 5 février 2024. SOFR : taux de financement au jour le jour garanti.

### Zone euro : baisse des anticipations d'inflation

L'inflation ayant fortement surpris à la baisse dans la zone euro (ZE), les attentes des investisseurs ont nettement évolué.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 5 février 2024.



« La BCE et la Fed devraient baisser leur taux dans des proportions à peu près équivalentes en 2024. »

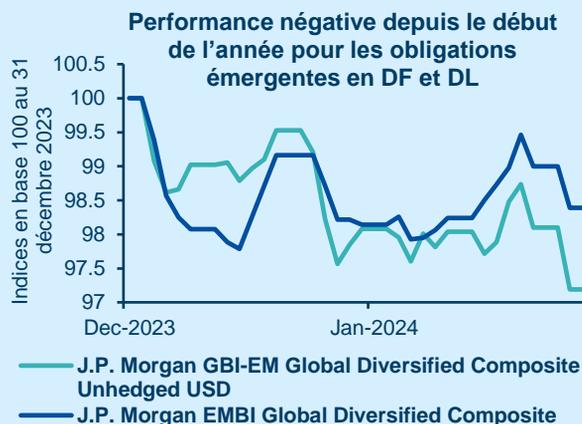
#### Valentine AINOUZ

Responsable de la Stratégie obligataire mondiale - Amundi Investment Institute

## Marchés émergents

### Obligations émergentes : début d'année négatif

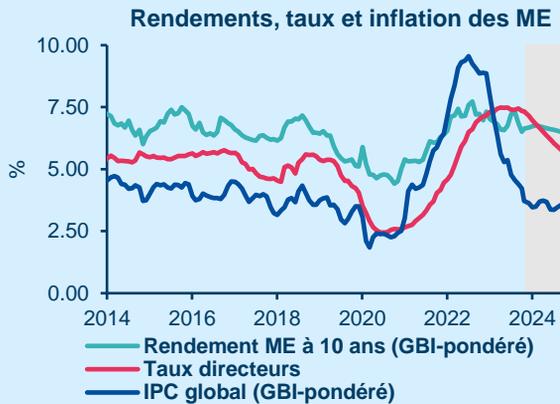
Les obligations émergentes, tant en devise forte qu'en devise locale (DF et DL), affichent une performance négative depuis le début de l'année.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 6 février 2024.

### Les rendements pourraient baisser en 2024

Nous continuons de penser que les rendements pourraient baisser en 2024 sous l'effet de taux directeurs plus bas et d'une stabilisation de l'inflation.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 18 janvier 2024.



« Depuis le début de l'année, les obligations des marchés émergents affichent une performance négative. »

#### Alessia BERARDI

Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents - Amundi Investment Institute



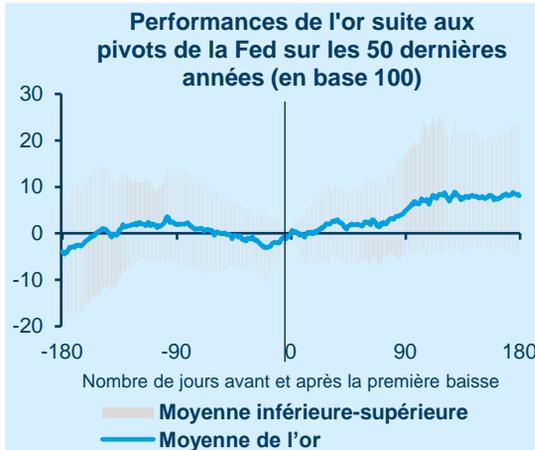
**Jean-Baptiste BERTHON**  
Stratège senior Cross Asset –  
Amundi Investment Institute

**« Les pivots, le risque de perte de confiance dans les grandes monnaies, les déficits et la géopolitique sont les futurs moteurs. »**

## L'or toujours en salle d'attente

L'or évolue dans une fourchette étroite et affiche des corrélations instables en raison des espoirs déçus de baisses rapides des taux directeurs et de facteurs macroéconomiques qui lui sont défavorables. **Toutefois, cela ne fait que retarder notre prévision de nouvelle hausse au T2 sous l'effet d'une combinaison de facteurs.** L'or s'apprécie généralement de +5/10 % lorsque les banques centrales pivotent. Le risque de perte de confiance dans les grandes monnaies, résultant de déficits excessifs, pourrait être accentué par l'expansion de la liquidité mondiale et la fin du resserrement quantitatif. Les tensions géopolitiques liées à la Chine et aux élections américaines ainsi que le renforcement des flux d'ETF, lorsque la concurrence avec le cash s'estompera, devraient également apporter une contribution positive.

**Toutefois, nous pensons que le potentiel de hausse sera modeste et volatil** compte tenu des fondamentaux divergents de l'or, de la volatilité élevée des obligations et d'anticipations très baissières concernant les points morts d'inflation. Les valorisations intègrent déjà une partie de l'impulsion liée aux pivots. Nous maintenons nos objectifs (2050 \$/once à court terme 2100 \$/once à 12 mois).

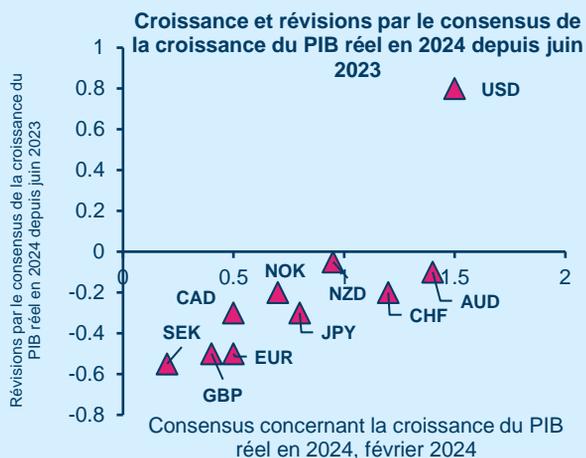


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données de février 2024.

## DEVISES

### Absence d'alternatives crédibles à l'USD au S1

L'année 2024 vient de commencer et semble déjà très différente du T4 2023. Si le scénario « Boucles d'or » semble se confirmer pour le moment, c'est **la fonction de réaction de l'USD qui a considérablement changé.** La croissance américaine se révèle plus forte que prévu, déclenchant des révisions à la hausse pour 2024, avec désormais une prime de croissance importante pour les États-Unis par rapport à la plupart des pays du G10. En 2021, ces trajectoires divergentes avaient poussé le marché à réévaluer les taux finaux relatifs en faveur des États-Unis, ce qui avait soutenu l'USD. Compte tenu des facteurs déjà intégrés dans les cours, **nous**



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 2 février 2024.

**pensons que la vigueur du dollar américain persistera au S1, mais restons réticents à l'idée qu'il s'agit d'un vrai début de tendance.** La différence avec 2021 est que l'inflation a atteint un pic, que les importateurs de matières premières bénéficient de chocs positifs sur les termes de l'échange et que la prochaine décision de la Fed sera de réduire plutôt que de relever les taux.



**Federico CESARINI**  
Responsable Devises MD -  
Amundi Investment  
Institute

**« A court terme, la vigueur de la croissance américaine est favorable au dollar. »**



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



# Baisse des taux : une trajectoire difficile pour les banques centrales



**Vincent MORTIER**  
Directeur des Gestions



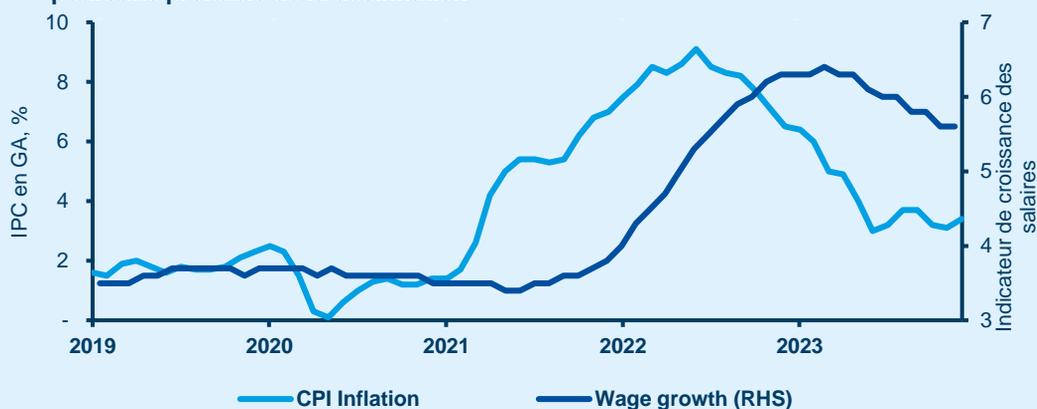
**Matteo GERMANO**  
Directeur Adjoint des Gestions

Les marchés révisent leurs anticipations de taux directeurs sur fond de désinflation et de possible ralentissement économique, malgré des données réelles résilientes. De plus, la désinflation pourrait être ralentie, du moins en Europe, par les tensions en mer Rouge. Aussi, la tâche des BC se complique, leur objectif étant de maintenir des taux restrictifs pendant assez longtemps.

En termes de croissance, nous nous attendons à un ralentissement prolongé aux États-Unis, concentré vers le milieu de l'année. En Europe, nous avons revu à la baisse nos prévisions pour cette année tandis qu'en Chine nous tablons sur une inflation inférieure aux prévisions du consensus. Ces changements n'affectent pas notre vision de l'activité économique :

- **Affaiblissement des marchés du travail américains.** La croissance des salaires ralentit et le dynamisme de l'emploi a surtout concerné les secteurs non cycliques (administration, etc.). Cela pourrait affecter la consommation, qui, pour l'heure, reste forte.
- **Pas d'anticipation de récession dans la ZE, mais les risques sont élevés.** Les dépenses publiques seront contraintes (Allemagne, France) et leur faiblesse devrait peser sur l'économie, mais la consommation des ménages et la croissance des salaires sont des facteurs positifs. Ce dernier point est également important pour la prise de décision de la BCE.
- **Risques liés au ralentissement et à la désinflation en Chine.** Un bazooka budgétaire semble peu probable, le gouvernement cherchant à se désendetter. Le soutien public via des mesures limitées n'aura pas d'effet durable, compte tenu des problèmes fondamentaux du secteur de l'immobilier et des pressions baissières sur la consommation.
- **Importance croissance des facteurs politiques et géopolitiques.** La moitié de la population mondiale se rendra aux urnes cette année. Les relations entre les États-Unis, la Chine, l'UE et les marchés émergents seront affectées par le choix des dirigeants et les politiques intérieures.

La tâche de la Fed est délicate, mais la baisse de la croissance des salaires annonce une poursuite probable de la désinflation



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 25 janvier 2024. L'échelle de droite, ci-dessus, correspond à l'indicateur de croissance des salaires de la Fed d'Atlanta.



**« Le contexte économique semble plus résilient que prévu, mais les valorisations sont trop tendues dans certains domaines. Une approche fondamentale et globale est essentielle à ce stade du cycle. »**

Nous concentrons notre attention sur les points suivants :

- **Gestion cross asset.** Les bénéfices des entreprises ralentissent aux États-Unis, quoique sans s'effondrer. Les résultats devraient rester faibles, ce qui nous incite à rester vigilants. Tout en restant défensifs sur les actions des marchés développés, nous devenons légèrement positifs sur le Japon. Nous restons constructifs sur les marchés émergents, mais désormais surtout via l'Asie. Nous sommes également légèrement optimistes sur la durée aux États-Unis et en Europe, du fait de la désinflation en cours, mais pensons qu'il est très important de rester actifs, notamment en Europe. Le crédit IG nous paraît également attractif dans la région. Concernant les devises, nous sommes moins prudents sur l'USD face au JPY, car les marchés ont déjà intégré trop de baisses de taux dans la valorisation du dollar. Le yen reste néanmoins une bonne couverture face aux risques pour la croissance mondiale et le pétrole face aux risques géopolitiques.
- **En ce qui concerne les obligations, nous sommes légèrement positifs sur la durée américaine et un peu plus prudents sur l'Europe et le Japon. Nous restons toutefois flexibles compte tenu de l'évolution des anticipations, par les marchés, des baisses des taux des BC.** Sur le crédit, nous sommes un peu plus constructifs sur l'IG de qualité de l'UE (titres BBB, valeurs bancaires) et pensons que les investisseurs peuvent s'intéresser aux opportunités sur le marché primaire. Aux États-Unis nous préférons également l'IG au HY, au vu des risques de défauts et des valorisations élevées. Les marchés titrisés aux États-Unis, tels que les MBS d'agences, offrent du potentiel à long terme. Cependant, dans l'ensemble, nous sommes attentifs aux risques de liquidité et à la volatilité des taux.
- **Les marchés américains et les titres de croissance semblent généralement surévalués, mais certains segments (notamment la value aux États-Unis) offrent des perspectives attractives de croissance de l'activité et des bénéfices.** Le Japon donne également des signes de reprise et de sortie de la déflation, ce qui devrait être positif. En Europe, où les valorisations sont meilleures qu'aux États-Unis, nous restons équilibrés et apprécions les entreprises cycliques de qualité et les valeurs défensives.
- **Les marchés émergents, en particulier ceux d'Asie où vit plus de la moitié de la population mondiale, offrent un contexte solide pour les obligations et les actions.** Cependant, nous surveillons l'inflation et le fait que cet ensemble n'est pas homogène : chaque pays d'Amérique latine (Brésil, Mexique et Colombie) et d'Asie (Inde et Indonésie) est unique. Sur le marché obligataire, nous considérons favorablement les titres en devises fortes et locales, mais préférons le HY à l'IG. Nous sommes également vigilants concernant les risques géopolitiques (États-Unis/Chine, Moyen-Orient), d'où une certaine prudence à l'égard des pays du CCG.



### Sentiment de risque global



Nous prenons acte d'un contexte économique moins faible, incitant à s'intéresser aux segments de qualité des marchés. Toutefois, vu le contexte incertain, nous restons optimistes sur les obligations d'État.

### Changements du mois :

- Actions : légèrement positif sur le Japon ; plus constructif sur les marchés émergents hors Chine.
- Obligations : légèrement plus positif sur l'IG UE, (valorisations et fondamentaux attractifs).
- Devises : moins prudent sur le dollar à court terme, quasi-neutre.

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

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banques centrales, IG = investment grade, HY = high yield, DF = dette libellée en devises fortes, DL = dette libellée en devises locales. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.

## Trois questions d'actualité

### 1. Quel regard portez-vous sur les perspectives d'inflation et de croissance en Chine après les chiffres d'inflation très bas publiés récemment ?

Nous n'anticipons pas de véritable déflation en Chine, mais avons revu à la baisse nos prévisions d'inflation, à respectivement 0,2 % et 0,4 % pour 2024 et 2025. La consommation est sous tension. Les ménages vont être affectés par des pressions sur les salaires et une baisse des effets de richesse, une grande partie de leurs actifs étant constituée d'immobilier (dans un contexte de baisse des prix des logements). D'un autre côté, nous voyons une transition plus rapide de la Chine vers un modèle de croissance plus faible, mais plus durable à long terme. Cependant, si Pékin annonce un important plan de relance (ce qui n'est pas notre scénario de référence) sous la forme de dépenses sociales, de subventions ou d'infrastructures, nous pourrions revoir notre scénario de croissance faible.

#### Conséquences en matière d'investissement :

- Neutre sur les govies et le crédit chinois.

### 2. Comment évolue votre allocation d'actifs ?

D'un point de vue cross asset, nous restons globalement vigilants, mais sommes devenus moins défensifs sur les actions mondiales, pour tenir compte d'une récession plus modérée que prévu aux États-Unis. Sur le front des résultats des entreprises, si nous ne voyons pas de récession des bénéficiaires cette année, leur croissance restera limitée. En revanche, les valorisations sont élevées et il est donc difficile d'envisager une hausse forte et rapide des actions.

#### Conséquences en matière d'investissement :

- Actions : légèrement prudent au niveau mondial ; positif sur la qualité et les dividendes élevés aux États-Unis et en Europe ; constructif sur le Japon.
- Crédit : positif sur l'IG, négatif sur le HY.

### 3. Comment voyez-vous l'environnement économique évoluer en Europe cette année ?

Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour la zone euro pour cette année (0,3 %) et pour 2025 (1,0 %), mais ne prévoyons pas de récession dans la région, car les marchés du travail sont tendus et le revenu réel des ménages devrait progresser cette année. Cependant, la faiblesse de la production industrielle, la fin du soutien budgétaire au niveau national et la transmission rapide des politiques monétaires restrictives dans la région devraient peser sur la demande.

#### Conséquences en matière d'investissement :

- Légèrement prudent sur la durée des obligations core européennes, neutre sur la dette périphérique.
- EUR/USD : autour de 1,09 au T2-2024, mais l'EUR pourrait faire preuve d'un peu de vigueur au T1.

**« Le consommateur américain continue de dépenser, ce qui, malgré son recours excessif à la dette, soutient le rebond des actifs risqués. Nous restons toutefois vigilants, compte tenu des valorisations élevées et de l'incertitude économique ».**



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



# Allocation d'actifs Amundi

	Classe d'actifs	Opinion	Variation	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=		Les marchés ne tenant pas compte des valorisations excessives et les prévisions de bénéfices étant trop optimistes, nous ne voyons pas d'argument solide pour une appréciation. Nous restons équilibrés.
	US value	+		La <i>value</i> , un pari à long terme pour nous, devrait s'imposer si un atterrissage en douceur (à court terme) se concrétise. Nous combinons ce pari avec des facteurs « qualité », comme la propriété intellectuelle ou encore la stabilité des marges.
	US growth	--		Certains segments de marché, notamment les grandes capitalisations technologiques, présentent des valorisations exagérées et seraient les plus négativement affectés en cas de problèmes de liquidité.
	Europe	-/=		Les bonnes nouvelles concernant les taux sont déjà intégrées, mais les valorisations sont meilleures d'un point de vue relatif. Nous maintenons notre approche barbell et nos vues sur les titres de consommation résilients, les banques et les valeurs industrielles.
	Japon	=/+	▲	Le pays connaît une reprise domestique dans le secteur des services, une dynamique favorable de réforme des entreprises et des négociations salariales, ce qui devrait aider à vaincre la déflation.
	Chine	=		Les derniers chiffres d'inflation incitent à la vigilance à l'égard des risques déflationnistes et pour la consommation. La Chine continue de se diriger vers un modèle de croissance plus faible, mais durable.
	Émergents hors Chine	+	▲	La croissance des marchés émergents hors Chine devrait rester solide en raison de facteurs spécifiques à chaque pays, notamment en Asie (forte consommation en Inde et en Indonésie) et en Amérique latine.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies US	=/+		Nous sommes légèrement positifs du fait des rendements attractifs, dans un contexte de ralentissement. Toutefois, vu la focalisation du marché sur la politique de la BC, nous restons actifs et tactiques.
	Oblig. d'entreprises IG US	=/+		Les répercussions de la hausse des taux sur les entreprises de ce segment restent limitées, vu leurs faibles besoins de refinancement. Nous restons sélectifs et privilégions les financières aux non-financières.
	Oblig. d'entreprise HY US	-		La situation en termes de défaillances est moins bonne pour les émetteurs moins bien notés (CCC) et nous restons prudents. Les écarts en termes de qualité sont de plus en plus évidents.
	Govies Europe	-/=		La politique monétaire restrictive contribue à la désinflation, mais la BCE est prudente quant au rythme de la désinflation, aux salaires et aux risques (Moyen-Orient) affectant les chaînes d'approvisionnement.
	Obligations d'entreprises euro IG	+	▲	Nous restons positifs au vu des fondamentaux solides, des valorisations relatives attractives et de la solidité du marché primaire (rendements attractifs). Nous privilégions les bancaires, les titres BBB et les maturités moyennes.
	Oblig. d'entreprises HY euro	-/=		Les conditions restrictives pèsent sur les perspectives, même si l'impact des taux élevés sur les entreprises reste limité. Nous sommes prudents sur les secteurs de la consommation et de la technologie, mais considérons favorablement les valeurs bancaires tout en restant sélectifs.
	Govies Chine	=		La situation est mitigée pour les obligations chinoises dans un contexte mêlant inflation faible et avantages de diversification pour les investisseurs. Nous surveillons les efforts de désendettement.
	Dettes ME en devise forte	=/+		La dette en devises fortes devrait bénéficier de la baisse des taux US. Nous percevons plus de valeur dans le HY que dans l'IG (valorisations). Nous apprécions les entreprises/pays financièrement solides.
	Dettes ME en devise locale	=/+		Nous restons positifs sur l'Amérique latine et, de manière sélective, constructifs sur l'Asie et la région EMOA, sur fond de tendance désinflationniste et d'anticipations de baisse prochaine des taux de la Fed.
AUTRES	Matières premières			La demande de pétrole devrait être résiliente, combinée à un léger déficit d'offre au S1, d'où un léger potentiel haussier pour le Brent autour de 85 dollars le baril ce trimestre. Ces prévisions s'accompagnent toutefois du risque, en cette année électorale, que Joe Biden stimule l'offre américaine.
	Devises			Nous observons une certaine vigueur tactique du dollar car les marchés ont anticipé trop de baisses des taux de la Fed. En revanche, une fois que la visibilité sur la croissance mondiale s'améliorera et que la Fed aura commencé à assouplir sa politique, le dollar pourrait s'affaiblir.

--- = +++ +++

Opinion négative Neutre Opinion positive

▼ Baisse par rapport au mois précédent

▲ Hausse par rapport au mois précédent

Source : Amundi, janvier 2024. Opinions valables pour un investisseur en EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

# Rechercher des opportunités en Asie

Nous prenons acte d'un contexte économique plutôt favorable – le ralentissement plus modéré que prévu aux États-Unis devrait permettre d'éviter un effondrement des résultats des entreprises et nous ne prévoyons pas de récession des bénéfices en 2024. Toutefois, les prévisions de bénéfices du marché nous semblent toujours trop optimistes, tant aux États-Unis qu'en Europe. Nous restons donc vigilants à l'égard des actions des MD, mais observons un meilleur contexte dans certains pays, notamment en Asie. En revanche, nous maintenons notre opinion positive sur les obligations d'État tout en pensant que les investisseurs doivent rester diversifiés en s'appuyant sur les matières premières.

**Des idées à conviction forte.** Malgré notre prudence vis-à-vis des actions américaines et européennes, nous sommes devenus légèrement positifs sur le Japon. Le pays connaît une reprise dans les services, des réformes d'entreprises et des négociations salariales qui devraient aider l'économie à sortir de la déflation. Concernant les marchés émergents, après le rebond du Mexique, nous avons fait évoluer nos vues vers l'Asie, notamment l'Indonésie et la Corée du Sud (cycle des semi-conducteurs) en raison de facteurs pays spécifiques, tout en restant positifs sur l'Inde.

La désinflation aux États-Unis et en Europe est conforme à nos attentes. Ainsi, nous restons positifs sur la duration américaine et européenne, sachant qu'il faut rester agile dans les deux régions compte tenu des élections aux États-Unis qui pourraient avoir des conséquences budgétaires. Nous continuons de tabler sur une pentification de la courbe aux États-Unis et au Canada. Nous maintenons notre position constructive sur les BTP italiens. Au Japon, nous conservons une opinion

négative sur les JGB, qui pourraient pâtir de perspectives économiques légèrement positives. C'est là aussi un élément de diversification de notre position d'ensemble sur la duration.

Les obligations des marchés émergents présentent toujours un fort potentiel sur fond d'anticipations de pivot des banques centrales des marchés développés (baisse des taux aux États-Unis). La croissance robuste des marchés émergents est également un facteur positif, mais nous sommes vigilants quant aux risques géopolitiques et aux sanctions.

Sur le crédit, nous considérons positivement les titres européens les mieux notés, du fait de leur qualité et de leurs valorisations relatives attractives, qui devraient bénéficier des baisses de taux. Nous évitons, en revanche, le HY américain, aux valorisations élevées.

Concernant les devises, la politique de la Fed est un déterminant essentiel de l'USD, qui devrait s'affaiblir une fois que la Fed aura amorcé la baisse de ses taux. Cependant, à court terme, il pourrait se renforcer, les marchés ayant déjà intégré trop de baisses de taux. Nous avons donc réduit notre position positive sur le JPY face à l'USD. Le yen reste une bonne couverture face aux risques pesant sur la croissance mondiale. Pour ce qui est des devises émergentes, nous n'attendons pas de forte appréciation, mais maintenons une préférence relative pour l'Amérique latine.

**Risques et couvertures.** Les tensions au Moyen-Orient et l'actualité récente en mer Rouge soulignent la nécessité de couvrir les risques sur ce front via le pétrole. Les prix du pétrole ont sous-performé le récent rebond des autres matières premières cycliques, ce qui leur laisse une petite marge de progression.



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

**« Nous sommes presque neutres en termes d'allocation de risque, mais pensons qu'il est temps de s'intéresser aux régions et segments les moins affectés par la faiblesse de la croissance mondiale. »**

**Convictions cross-asset d'Amundi**



**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. FX = devises, BTP = obligations d'État italiennes, BoJ = Banque du Japon, JGB = obligations d'État japonaises, BoE = Banque d'Angleterre. Pour d'autres définitions et abréviations de devises, veuillez consulter la dernière page du présent document.

# Priorité aux fondamentaux et au pouvoir de fixation des prix



**Andreas WOSOL**

Responsable  
Actions Value



**Yerlan SYZDYKOV**

Responsable Marchés  
Émergents Monde



**Marco PIRONDINI**

CIO Gestion  
des investissements  
US

**Évaluation globale.** Les marchés tentent de deviner le calendrier des baisses de taux et le degré de résilience de l'économie. L'Europe devrait connaître une croissance faible tandis qu'une légère contraction de l'activité aux États-Unis affectera les bénéfices. Nous n'anticipons pas de récession des profits mais pensons que les attentes du marché sont élevées. Nous privilégions les fondamentaux en nous intéressant aux entreprises solides au Japon et aux actions value américaines. Sur les marchés émergents, les perspectives sont solides dans certains pays d'Asie (Inde, Indonésie) et en Amérique latine.

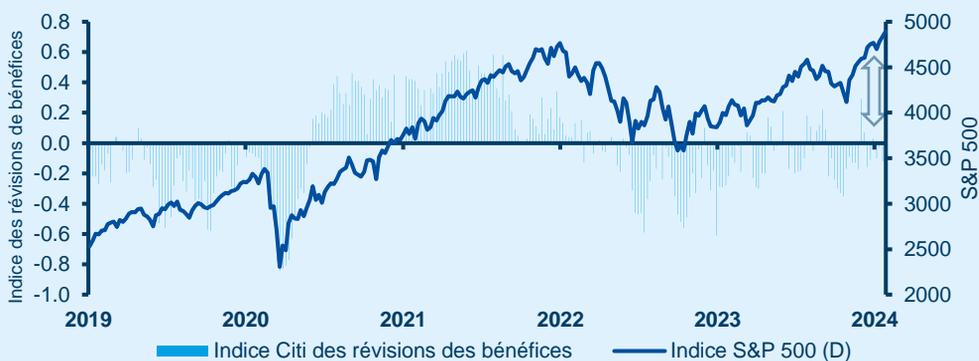
**Actions européennes.** Le rebond devrait être affecté par l'évolution de l'activité économique et les déclarations de la BCE. De plus, l'actuelle saison de publication des résultats pourrait offrir des opportunités, notamment dans les secteurs de la consommation. Nous n'attendons toutefois pas de prévisions très affirmées de la part des entreprises en raison des incertitudes économiques et géopolitiques. Dans l'ensemble, nous restons équilibrés (cycliques de qualité, défensives) et apprécions les entreprises de qualité disposant d'un pouvoir de fixation des prix, de marques et de liquidités abondantes. Concernant les valeurs défensives, nous sommes un peu plus positifs sur la santé, mais réduisons légèrement notre positionnement sur les industrielles après la forte hausse des prix du transport. Les industrielles et les bancaires (dividendes et croissance des bénéfices) restent néanmoins nos principales convictions. Nous sommes en revanche prudents sur la consommation discrétionnaire (craintes d'érosion du pouvoir de fixation des prix dans des domaines tels que les équipements sportifs).

**Actions américaines.** Le marché présente d'importantes anomalies, avec une forte dispersion des valorisations entre titres growth et value et une concentration extraordinaire sur les plus grosses capitalisations. Ces anomalies tendent à se normaliser à long terme au détriment des valorisations élevées et des méga-capitalisations. Par ailleurs, nous observons des signes de ralentissement dans la consommation et l'industrie. Les consommateurs modestes sont vulnérables, car ils ont dépensé l'essentiel de leur surplus d'épargne accumulé pendant le Covid et doivent s'endetter. Aussi, nous nous positionnons toujours pour une fin de cycle en anticipant un l'affaiblissement de l'économie. Nous apprécions les financières, mais privilégions les acteurs bien capitalisés et moins exposés à l'immobilier commercial. La santé est un autre secteur présentant des opportunités raisonnablement valorisées et ne dépendant pas de l'économie. Dans l'ensemble, nous nous concentrons sur la qualité et la valorisation des entreprises présentant des modèles économiques durables.

**Actions émergentes.** Dans un contexte constructif, nous devenons plus positifs sur les émergents hors Chine. Les mesures budgétaires graduelles de la Chine sont positives, mais ne devraient pas affecter la trajectoire de croissance ni remédier aux problèmes du secteur du logement. Nos principales convictions sont le Brésil, le Mexique, l'Inde et les EAU. Sur le plan sectoriel, nous aimons l'immobilier et les financières en Inde et en Indonésie (tendances structurelles et valorisations attractives). Nous sommes en revanche défensifs sur la Malaisie et l'Arabie Saoudite et moins positifs sur la consommation discrétionnaire en Chine.

« Les investisseurs doivent tenir compte des incohérences entre valorisations et résultats, notamment lorsque la marge de déception est faible ».

## Les actions américaines ont atteint de nouveaux sommets, malgré les révisions à la baisse des bénéfices



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, vendredi 26 janvier 2024. Indice Citi de révision des bénéfices aux États-Unis (G).

# Ralentissement, baisses de taux : jouer la qualité

**Évaluation globale.** La vigueur de l'économie américaine nous permet, pour l'heure, de rester confiants que la Fed n'entamera pas son cycle baissier avant fin mai et que la BCE restera vigilante quant à la désinflation. La perspective de croissance atone signifie qu'il faudra mettre davantage l'accent sur la qualité et les valorisations, notamment en Europe.

**Obligations mondiales et européennes.** Les inquiétudes sur la croissance en Europe persistent avec la publication d'indicateurs peu encourageants. De plus, le Moyen-Orient fait peser des risques sur l'inflation du fait de la hausse des coûts de transport Asie-Europe. Nous surveillons ces risques et leur durée et restons tactiquement légèrement défensifs sur la durée, tout en l'agilité nécessaire pour ajuster cette position. Le crédit d'entreprise offre des opportunités, mais le risque/rendement du HY est sous-optimal. Nous restons donc défensifs sur ce segment, en particulier sur les titres moins bien notés (B- et CC). En revanche, sur l'IG, où les valorisations sont correctes au regard du passé, nous privilégions les titres BBB qui présentent un équilibre opticonservant entre qualité et rendement. Nous voyons également d'un bon œil les maturités moyennes et le secteur bancaire. Par ailleurs, comme en janvier, le marché primaire offre des titres de qualité attractifs.

**Obligations américaines.** Nous maintenons nos vues quant aux baisses de taux de la Fed, dont les déterminants seront la désinflation et le ralentissement de l'activité. Nous restons donc légèrement constructifs, sachant qu'il faudra être actifs en cas de stimulus budgétaire (ce qui n'est pas notre scénario de référence) en cette année électorale. Il est à noter que si l'économie reste solide, les taux ne baisseront probablement pas beaucoup. Dans le même temps, nous nous concentrons sur les MBS d'agences (revenu supplémentaire et valorisations correctes). Un autre segment présentant de la valeur est l'IG, où nous privilégions les financières par rapport aux non financières, tout en insistant sur le besoin de sélectivité en termes d'exposition par émetteurs. Les nouvelles émissions présentent également des opportunités, si les risques de liquidité et de crédit sont bien rémunérés. Sur le HY, nous sommes attentifs à la volatilité et évaluons à quel point le ralentissement de l'économie pourrait se répercuter sur les secteurs cycliques.

**Obligations émergentes.** Nous restons positifs sur la dette émergente. Cependant, les conflits (Moyen-Orient et Ukraine), l'inflation américaine et les risques idiosyncratiques pourraient créer des surprises. De plus, nous pensons que la relance chinoise ne changera pas la donne à long terme et que la politique monétaire non conventionnelle de la Turquie ne pourra pas être maintenue. Nous apprécions la dette en devises fortes et les obligations d'entreprises, mais préférons le HY à l'IG (meilleures valorisations). Sur la dette en devises locales, nous privilégions les titres d'Amérique latine et sommes sélectifs en Asie.

**Devises.** L'USD pourrait se montrer ferme à court terme sur fond de risques géopolitiques et de mouvements du marché, ce qui nous rend légèrement positifs. Sur les marchés émergents, nous sommes optimistes sur les devises d'Amérique latine et sur l'INR, mais vigilants sur le MXN, du fait des élections à venir qui pourraient être source de volatilité.



**Amaury d'ORSAY**

Responsable de la Recherche Obligations



**Yerlan SYZDYKOV**

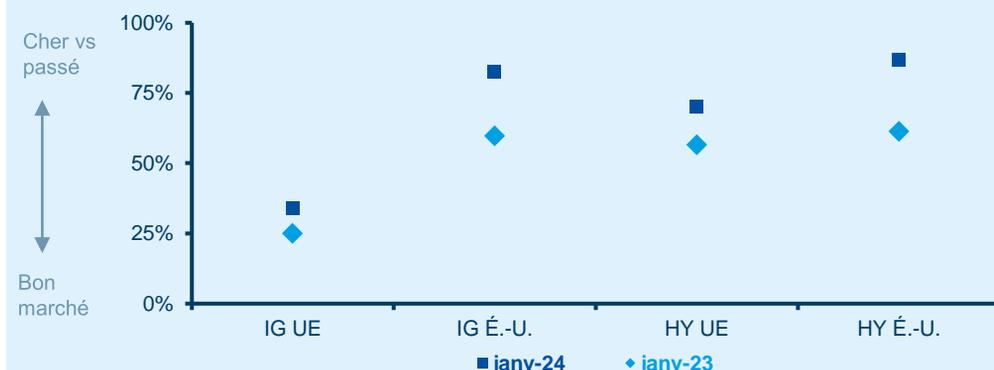
Responsable Marchés Émergents Monde



**Marco PIRONDINI**

CIO Gestion des investissements US

## Le crédit investment grade d'Europe semble attractif



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg au 25 janvier 2024. Centiles historiques des valorisations mensuelles depuis le 31 janvier 1998.

« Le ralentissement de l'économie et les baisses de taux pourraient offrir des points d'entrée intéressants sur le crédit, en particulier en Europe ».

# Prévisions macroéconomiques

## Prévisions macroéconomiques au 2 février 2024

Moyennes annuelles, %	Croissance du PIB réel, GA, %			Inflation (IPC), GA, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Pays développés	1,6	1,0	1,1	4,7	2,6	2,1
États-Unis	2,5	1,4	1,0	4,2	2,6	2,1
Zone euro	0,5	0,3	1,0	5,5	2,4	2,2
<i>Allemagne</i>	-0,1	0,2	0,7	6,1	2,4	2,3
<i>France</i>	0,8	0,5	1,1	5,8	2,8	2,1
<i>Italie</i>	0,7	0,5	0,8	6,0	2,3	2,1
<i>Espagne</i>	2,3	1,1	1,5	3,4	2,7	2,2
Royaume-Uni	0,5	0,2	1,0	7,7	2,5	2,3
Japon	1,8	1,6	1,4	3,3	2,3	1,5
Pays émergents	4,2	3,7	3,7	5,8	5,4	4,1
Chine	5,2	3,9	3,4	0,2	0,2	0,4
Inde	6,9	5,8	5,8	5,7	5,5	6,1
Indonésie	5,0	4,9	4,7	3,7	3,0	3,7
Brésil	3,0	1,7	2,0	4,6	3,7	3,6
Mexique	3,3	2,2	2,2	5,6	4,3	4,0
Russie	3,2	1,6	2,0	6,0	6,3	4,5
Afrique du Sud	0,5	1,0	1,3	5,9	4,7	3,5
Turquie	3,6	2,9	3,6	53,4	58,4	29,1
Monde	3,1	2,6	2,7	5,4	4,2	3,3

## Prévisions concernant les taux directeurs des banques centrales, %

	12 février 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
États-Unis*	5,50	5,00	4,69	4,25	3,90
Zone euro**	4,00	3,75	3,30	2,75	2,48
Royaume-Uni	5,25	4,75	4,80	4,00	4,04
Japon	-0,10	0,00	0,02	0,00	0,14
Chine***	3,45	3,25	3,06	3,25	3,02
Inde****	6,50	6,50	6,35	6,00	6,00
Brésil	11,25	9,70	9,75	8,75	9,00
Russie	16,00	16,00	14,40	12,00	11,15

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 12 février 2024. IPC : indice des prix à la consommation. \* : Haut de la fourchette cible des fonds fédéraux. \*\* : Taux de dépôt. \*\*\* : Taux préférentiel des prêts à un an. \*\*\*\* : Taux de rachat. T2 2024 indique fin juin 2024 ; T4 2024 indique fin décembre 2024.

# Prévisions des marchés financiers

## Rendements obligataires

Prévisions concernant les rendements obligataires à deux ans, %

	1 février 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	4,24	3,80-4,00	3,82	3,50-3,70	3,66
Allemagne	2,49	2,30-2,50	2,00	1,90-2,10	1,74
Royaume-Uni	4,25	3,60-3,80	3,66	3,40-3,60	3,57
Japon	0,09	0,10-0,20	0,13	0,10-0,20	0,15

Prévisions concernant les rendements obligataires à dix ans, %

	1 février 2024	Amundi T2 2024	Prévision à +6m.	Amundi T4 2024	Prévision à +12m.
États-Unis	3,95	3,70-3,90	3,92	3,70-3,90	3,94
Allemagne	2,21	2,20-2,40	2,14	2,00-2,20	2,14
Royaume-Uni	3,80	3,80-4,00	3,83	3,70-3,90	3,87
Japon	0,71	0,80-1,00	0,81	0,80-1,00	0,91

## Taux de change

	7 février 2024	Amundi T2 2024	Consensus T2 2024	Amundi T4 2024	Consensus T4 2024
EUR/USD	1,08	1,08	1,10	1,14	1,12
EUR/JPY	160	154	155	154	152
EUR/GBP	0,85	0,87	0,87	0,88	0,88
EUR/CHF	0,94	0,95	0,96	1,01	0,98
EUR/NOK	11,40	11,28	11,20	11,39	11,00
EUR/SEK	11,28	11,37	11,20	11,48	11,10
USD/JPY	148	142	141	135	136
AUD/USD	0,65	0,65	0,68	0,70	0,70
NZD/USD	0,61	0,60	0,62	0,63	0,64
USD/CNY	7,19	7,10	7,14	7,00	7,03

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 7 février 2024.



# Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs doivent être en mesure de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de mieux construire leurs portefeuilles.

Cet environnement recouvre des 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 d'Amundi en matière de recherche, de stratégie de marché, de thèmes d'investissement et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une seule entité : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des publications axées sur la recherche et la réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes d'investissement et des clients.

**Perspectives d'investissement pour 2024 – Traverser les marées**

Venez découvrir les idées d'investissement d'Amundi sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)



**L'intelligence artificielle stimulera-t-elle la croissance économique ?**



**Le DPP remporte les élections à Taïwan : principaux enseignements pour les investisseurs**



**Outerblue Convictions – Panorama de l'investissement mondial : les banques centrales restent sur le devant de la scène**



**Global Investment Views – Janvier 2024**



**Optimisation du portefeuille obligataire et programmation mixte en nombres entiers**



**Outerblue Talks Research – Que réserve 2024 aux marchés émergents ?**

Rendez-vous 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 figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 12 février 2024. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. 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 sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, les personnes ayant participé à la réalisation de ce document ne peuvent en aucun cas être tenues responsables de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage éventuel.

Date de première utilisation : 12 février 2024.

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

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – pongnathee kluythong

### Intervenants de l'Amundi Investment Institute

**AINOUZ Valentine,**

Responsable de la stratégie obligataire mondiale, CFA

**BERARDI Alessia,**

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie macroéconomique

**BERTHON Jean-Baptiste,**

Stratégiste senior Cross Asset

**BERTONCINI Sergio,**

Stratégiste senior Obligations

**BOROWSKI Didier,**

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

**CARULLA Poi,**

Spécialiste Investment Insights & Client Divisions

**CESARINI Federico,**

Responsable Devises des MD, Stratégiste Cross Asset

**DHINGRA Ujjwal,**

Spécialiste Investment Insights & Client Divisions

**DI SILVIO Silvia,**

Stratégiste macro Cross Asset

**DROZDZIK Patryk,**

Stratégiste macro senior ME

**GEORGES Delphine,**

Stratégiste senior Obligations

**HERVÉ Karine,**

Stratégiste macro senior ME

**HUANG Claire,**

Stratégiste macro senior ME

**MIJOT Eric,**

Responsable de la Stratégie actions mondiales

**PORTELLI Lorenzo,**

Responsable de la Stratégie Cross Asset, Responsable de la recherche chez Amundi Italie

**PRADHAN Mahmood,**

Responsable des questions macroéconomiques mondiales

**ROSENBERG Anna,**

Responsable géopolitique

**USARDI Annalisa,**

Économiste senior, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**

Analyste dette souveraine senior

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica,**

Directrice de l'Amundi Investment Institute

**MORTIER Vincent,**

Directeur des Gestions

### Rédacteurs

**BERTINO Claudia,**

Responsable Amundi Investment Insights & Publishing

**FIOROT Laura,**

Responsable Investment Insights & Client Divisions

### Rédacteurs adjoints

**PANELLI Francesca,**

Spécialiste Investment Insights & Client Division

**PERRIER Tristan,**

Macroéconomiste et spécialiste Investment Insights

**GALLARATE Gianluca,**

Investment Insights & Publishing