



# 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.**



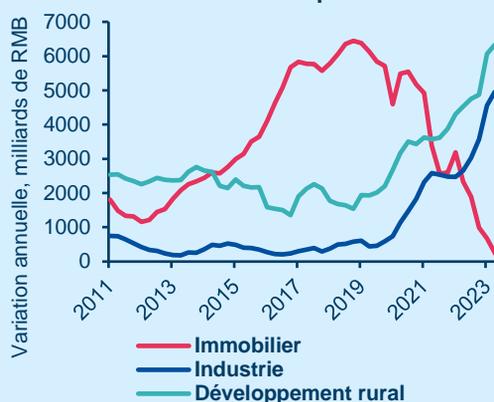
**Claire HUANG**

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.

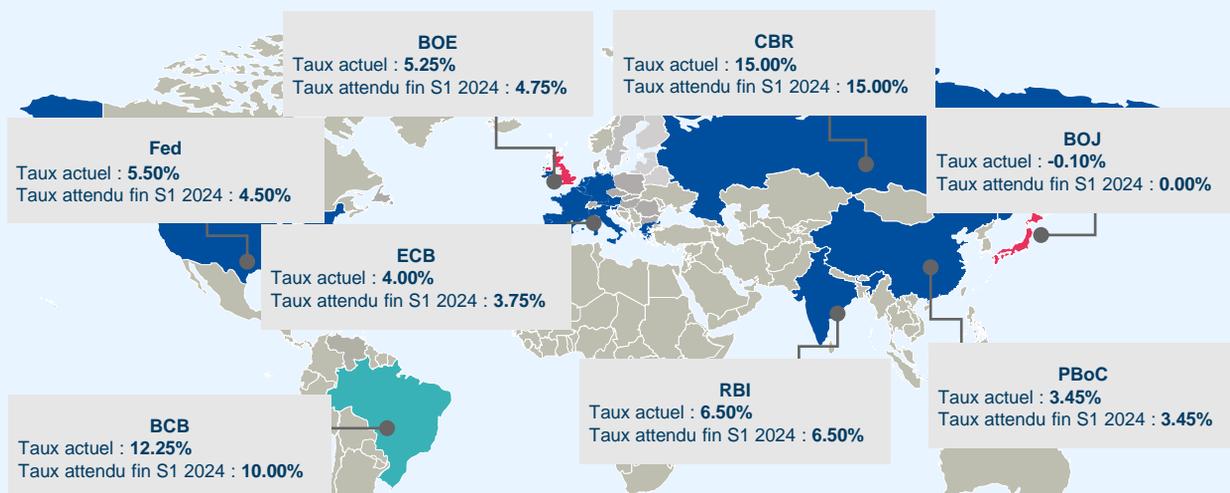
Contrairement aux autres banques centrales du G4, la BoJ n'en a pas fini avec les hausses de taux. Nous pensons que la vigueur de l'inflation intérieure entraînera un nouvel assouplissement de la politique de contrôle de la courbe des taux et que les taux négatifs disparaîtront au S1 2024.

## 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

	PROBABILITÉ			
	ÉLEVÉE			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

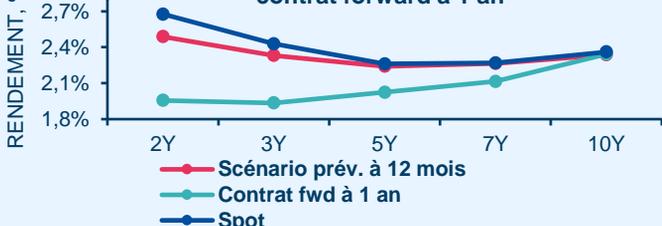
- Les justes valeurs américaines révèlent une sous-évaluation sur l'ensemble de la courbe, en particulier sur le segment long terme. Les principaux facteurs sont les taux de la Fed à fin 2024, plus bas qu'estimé actuellement par le marché, ainsi que l'objectif des swaps d'inflation 5 ans / 5 ans d'Amundi, 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

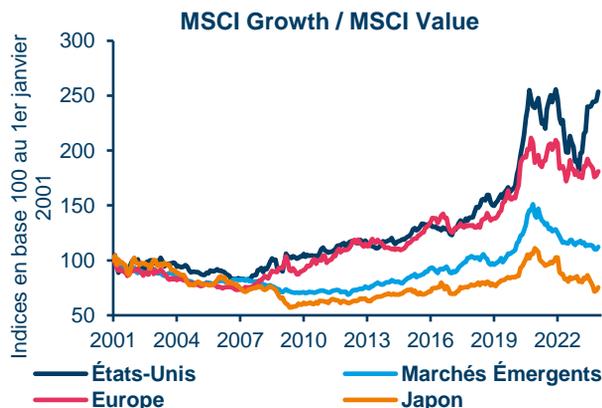
Le rebond de novembre a de nouveau creusé l'écart entre l'indice S&P500 pondéré par la capitalisation boursière et l'indice Value Line équi pondéré.



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

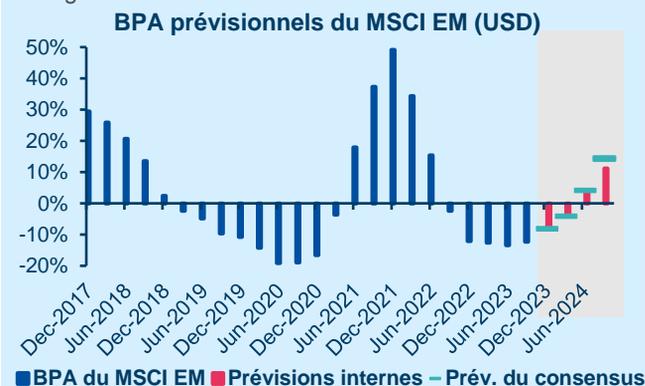
La saison de publication des résultats du T3 a été assez neutre (81 % des entreprises avaient publié au 14 novembre), malgré quelques progrès pour les pays de la zone CEEMEA et les ME d'Asie.



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

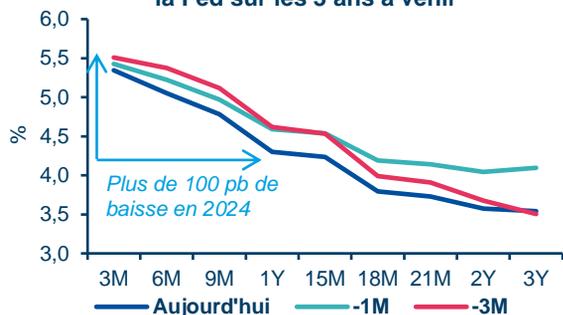
# Les marchés obligataires en graphiques

## 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.

**Prévisions du marché pour les taux de la Fed sur les 3 ans à venir**



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

### Forte hausse des émissions d'obligations

Les déficits élevés entraînent d'énormes besoins de refinancement.

**Émissions d'obligations du Trésor, nettes des achats de la Fed**



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



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

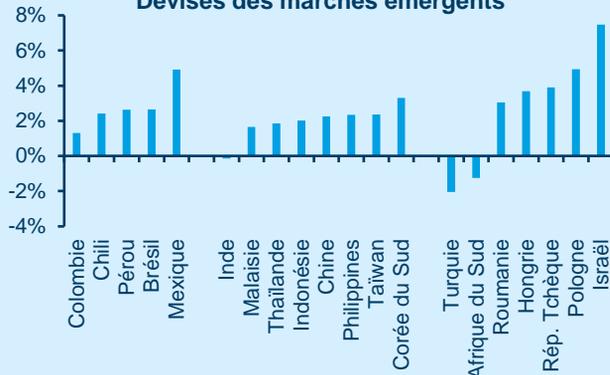
**« Nous anticipons une détérioration du contexte économique aux États-Unis, ce qui devrait stimuler la demande de titres du Trésor. »**

## 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).

**Devises des marchés émergents**

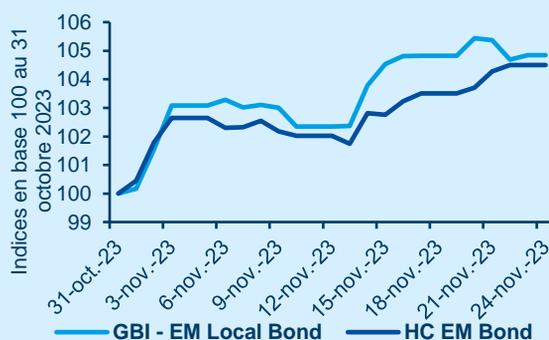


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 31 octobre 2023.

### 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.

**Performance des obligations de ME**



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



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

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



**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.

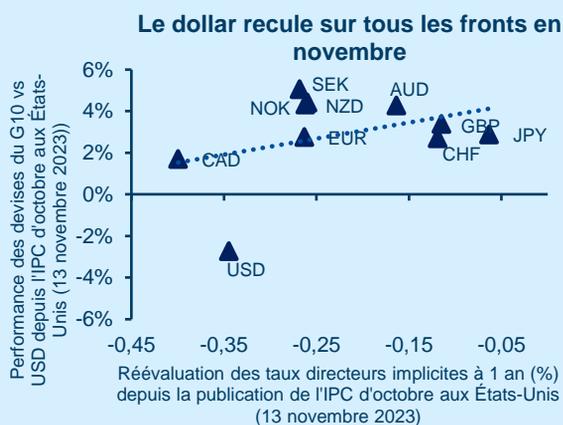


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 29 novembre 2023.

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.

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.



**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. »*

## 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*