

Novembre
2023

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2024

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY - ÉDITION SPÉCIALE

Garder le cap dans les vents contraires

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND

Directrice d'Amundi Investment Institute

“Les marées changeantes de la croissance, de l’inflation et de la politique monétaire permettront une rotation d’une position plus défensive vers une position plus constructive au cours de l’année.”



Vincent MORTIER

CIO Groupe



Matteo GERMANO

CIO Adjoint Groupe

“Allonger la duration sera primordial avec le passage à 2024, les obligations souveraines présentant désormais un profil asymétrique attractif, avec un potentiel haussier très intéressant et un risque de baisse limité.”

“Les pics d’inflation, des taux et du dollar étant désormais derrière nous, il est temps pour les investisseurs d’envisager de nouveau les marchés émergents comme un moteur de performance privilégié.”



Novembre 2023

Sommaire

CONVICTIONS CLÉS POUR 2024	4
Dix convictions des CIO pour 2024	4
Infographie - Perspectives macroéconomiques 2024	6
Marées changeantes pour la croissance, l'inflation et la politique monétaire	7
Infographie - Séquence d'investissement 2024	9
L'investissement responsable en 2024	10
AU CŒUR DES DÉBATS	12
États-Unis : piloter le ralentissement	13
Europe : nombreux défis et redéfinition des politiques	14
Les marchés émergents dans un monde fragmenté	15
Chine et Inde	16
Géopolitique : risques en hausse en 2024	17
CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT	18
Allocation d'Actifs Dynamique pour 2024	19
Tableau d'allocation d'actifs	20
Obligations souveraines : « plus haut plus longtemps » n'est pas « plus haut pour toujours »	21
Crédit : la qualité reste à privilégier, soutenue par les valorisations absolues	22
Actions des MD : suivre la séquence, rechercher la résilience	23
Infographie - Actions : thèmes pour 2024	24
Infographie - Transition énergétique	25
Modération de l'inflation et reprise des bénéfiques : vue positive sur les actifs émergents	26
Convictions sur les marchés émergents en 2024	27
Matières premières : ralentissement cyclique et risques géopolitiques	28
Affaiblissement du dollar, reprise des devises émergentes	29
Priorité aux hedge funds macro et obligataires en 2024	30
Non coté : vent en poupe sur fond de croissance ralentie	31
PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES	32



Dix convictions des CIO pour 2024

1

Marée descendante pour la croissance mondiale et récession en vue aux É.-U. au S1 2024

En partant du principe que la crise au Proche-Orient reste contenue, nous anticipons un ralentissement de l'économie mondiale, sous l'effet principalement d'une décélération dans les marchés développés (MD). Les États-Unis ralentiront progressivement vers une récession au S1, la dégradation des conditions financières commençant à peser sur la consommation et le moral des entreprises. La croissance de la zone euro devrait rester légèrement positive, grâce à la bonne tenue du revenu des ménages, malgré la fin des aides budgétaires exceptionnelles. Au Japon, la croissance devrait ralentir tout en restant supérieure au potentiel.

2

Les marchés émergents (ME) se montrent résilients mais avec une fragmentation accrue, l'Asie championne des flux d'investissement

La grande réallocation, les délocalisations vers des pays amis/proches, la réduction des risques dans les chaînes d'approvisionnement, ainsi que la transition/transformation net zéro ou technologique, devraient continuer à orienter les investissements vers l'Asie. Les perspectives économiques de l'Inde restent excellentes grâce à la vigueur de la demande intérieure et des investissements. En Chine, le changement structurel et le désendettement se poursuivront, entraînant un ralentissement de la croissance du PIB vers un objectif de 3/3,5 % en 2025.

3

Poursuite de la modération de l'inflation, mais les banques centrales restent vigilantes

L'affaiblissement de la demande devrait contribuer à la convergence de l'inflation vers les objectifs des banques centrales d'ici la fin de l'année prochaine, sauf choc énergétique majeur. Les banques centrales des MD prolongeront leur pause restrictive au S1, en attendant que l'inflation s'assagisse, tandis que celles des ME disposeront d'une certaine marge pour réduire leurs taux. Les risques inflationnistes restent à la hausse dans un contexte de transition énergétique désordonnée et de changement des équilibres mondiaux (conflits locaux, montée du protectionnisme, événements climatiques inattendus).

4

Le financement de la transition verte est le principal objectif des politiques budgétaires

Les investissements en vue de la transition énergétique se poursuivent malgré des marges budgétaires étroites du fait de la volonté des gouvernements de renouer avec une certaine discipline. Nous constatons une accélération du déblocage des fonds du programme NextGenerationEU (NGEU) dans la zone euro (pour l'heure, moins de 30 % ont été alloués). Aux États-Unis, les mesures de relance (lois IRA et CHIPS) permettront davantage d'investissements, sans suffire à compenser le ralentissement de la consommation. Le Japon devrait mettre en œuvre des mesures similaires dans le cadre de sa politique de transformation verte.

5

Réalignement géopolitique en marche en 2024

Face à l'émergence de nouveaux défis pour l'ordre mondial, la plupart des pays continueront à privilégier leurs propres intérêts et à s'efforcer d'améliorer leur positionnement. Nous nous attendons à ce que 2024 soit une année de transition, de tensions accrues et de protectionnisme croissant, qui profitera aux pays situés au cœur des nouvelles chaînes de valeur en Asie, mais aussi aux pays et régions riches en ressources naturelles, notamment en Amérique latine.



Vincent MORTIER
CIO Groupe

“Les grands thèmes d'investissement de 2024 seront l'exposition à la duration, la construction de revenus avec le crédit, les obligations et dividendes émergents, la recherche de croissance en Asie et l'exposition aux changements structurels.”



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe



6

Rétablissement du pouvoir de diversification des portefeuilles 60/40 dans un contexte de faible croissance et de baisse de l'inflation, mais attention à la hausse de la volatilité

La forte disparité des valorisations et l'assèchement des surplus de liquidités entraîneront une hausse de la volatilité des actions. Le ralentissement de la croissance et la baisse de l'inflation seront propices au retour d'une corrélation négative entre les obligations et les actions, favorable aux stratégies multi-actifs. Les fonds alternatifs (macro et obligataires) pourraient venir compléter la diversification traditionnelle. L'or pourrait offrir une couverture contre les risques géopolitiques et certaines matières premières protéger contre l'inflation.

7

L'obligataire est roi dans un contexte de taux au plus haut

En raison des niveaux d'endettement élevés et de la normalisation des bilans des banques centrales, les marchés devront absorber une offre plus importante d'obligations. Les rendements, à des plus hauts de plusieurs années, pourraient attirer les investisseurs à long terme désireux de réalimenter le moteur de revenu de leurs portefeuilles. À l'aube de 2024, il sera essentiel d'allonger la duration et de privilégier le crédit de qualité supérieure. Le haut rendement américain pourrait être sous pression en raison du niveau élevé des coûts de refinancement au S1, pour se rétablir au S2 lorsque les conditions financières s'assoupliront. Le haut rendement euro à court terme sera attractif dès le S1. La gestion des devises sera primordiale l'année prochaine, dans un contexte d'affaiblissement du dollar.

8

Actions : priorité aux valeurs défensives et décotées de qualité, puis aux marchés/secteurs cycliques lorsque le cycle d'assouplissement commencera

Le risque de concentration est élevé, car la hausse des actions américaines n'est due qu'à une poignée de valeurs. Au début de 2024, mieux vaudra privilégier les valeurs décotées aux États-Unis et au Japon, et les dividendes durables à l'échelle mondiale. Il faudra ensuite s'orienter vers les marchés et les secteurs plus cycliques, comme l'Europe. La transition énergétique, la santé, l'allocation des capitaux et l'intelligence artificielle seront les thèmes actions à surveiller.

9

Les obligations des ME portées par le pic des taux et de l'inflation. L'Asie en vedette pour les actions

Une pause de la Fed, suivie de baisses des taux et d'une éventuelle dépréciation du dollar, est de bon augure pour les actifs émergents. Les obligations en devises fortes sont à privilégier en début d'année et les obligations en devises locales devront l'être à l'approche du changement de cap de la Fed. Un rebond des bénéfices devrait soutenir les actions, en particulier en Asie, où nous privilégions les pays disposant de marges de politique monétaire et budgétaire et où les tendances structurelles sont favorables (Inde).

10

Investissement ESG : se concentrer sur le « net zéro » et l'exploration des thèmes en progression

La transition énergétique reste au premier plan. Les investissements dans les ME devraient accélérer, le secteur privé jouant un rôle clé. En ce qui concerne les actions, nous nous concentrons sur la décarbonation des bâtiments, la réduction des déchets alimentaires, l'agriculture durable et les technologies susceptibles d'accélérer la transition. Les infrastructures liées à la transition énergétique devraient également bénéficier du soutien des pouvoirs publics. Parmi les autres thèmes à suivre, citons la biodiversité, côté crédit, et les financements liés au développement durable, pour la dette privée.

2,5%

Croissance du PIB mondial attendue en 2024 (en baisse par rapport aux 3% attendus en 2023)*.

2,9%

Écart de croissance entre ME et MD en 2024 contre 2,4% en 2023.

150

Baisses de taux attendues par la Fed en 2024.

80%

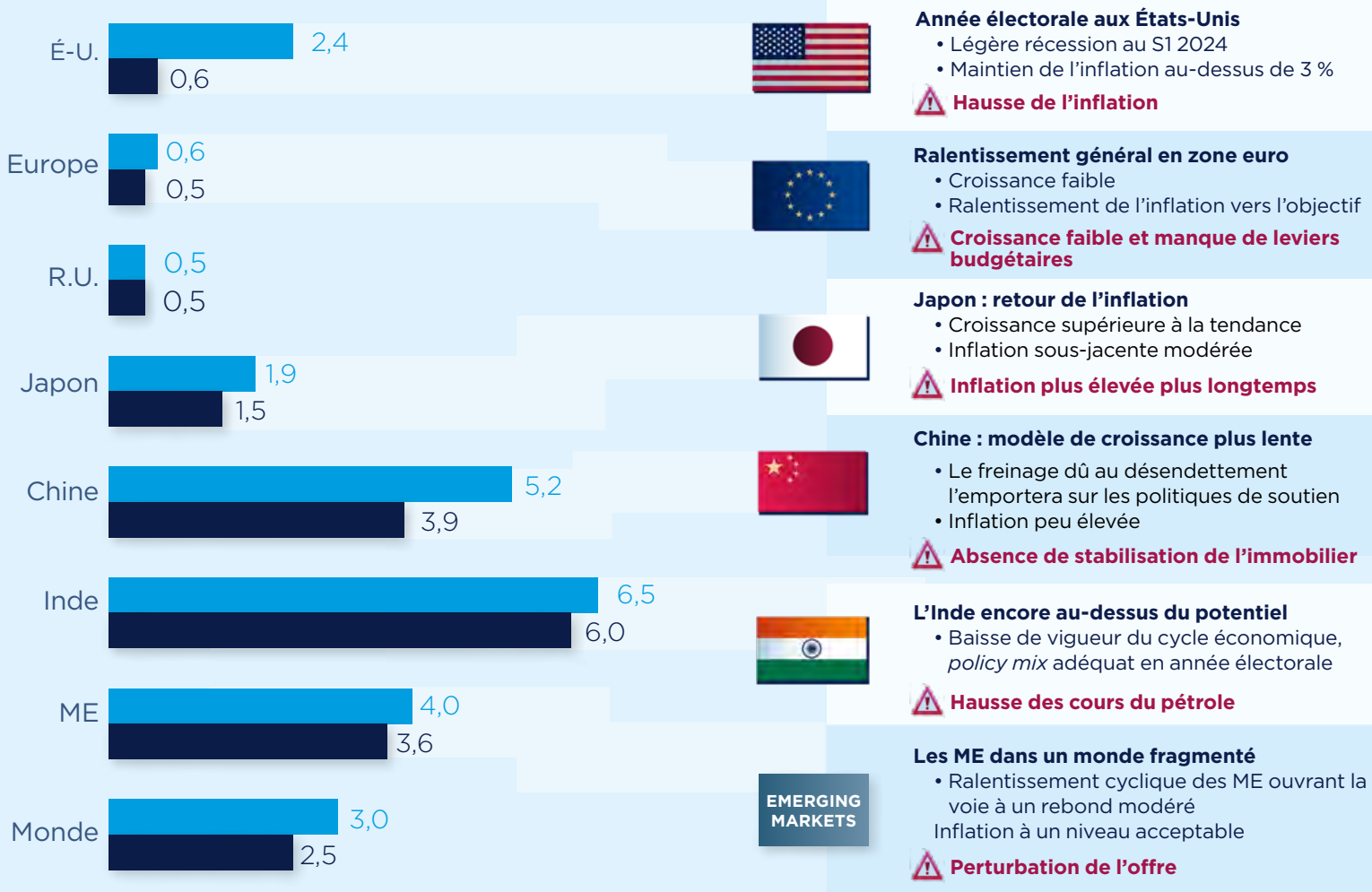
Part du financement privé de la lutte contre le changement climatique par rapport au total des investissements nécessaires, selon le FMI, dans les ME et les MD pour atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050.

*Prévisions d'Amundi Investment Institute.

Croissance ralentie et fragmentée

Projections d'Amundi Investment Institute au 7 novembre 2023

(Croissance du PIB réel, variation annuelle en pourcentage) ■ 2023 ■ 2024



Banques centrales : déterminer le bon timing pour un virage accommodant



FED

Les tensions récentes sur le marché obligataire s'ajoutent aux effets différés des politiques monétaires.

Le cycle de la Fed devrait s'inverser au milieu de l'année prochaine (première baisse en mai/juin), avec une inflation se rapprochant de la cible et une légère récession au S1.

Nous tablons sur un total de 150 points de base de baisse des taux de la Fed en 2024 et sur la poursuite de son resserrement quantitatif.

L'inflation a nettement diminué, mais l'essentiel des effets de la politique monétaire reste à venir.

Le cycle de la BCE devrait s'inverser au milieu de l'année prochaine (première baisse en juin) compte tenu de la détérioration macroéconomique en cours et attendue et de la baisse de l'inflation.

Nous tablons sur un total de 125 points de base de baisse des taux de la BCE en 2024 et sur la poursuite de la réduction de son bilan.



BCE



Marées changeantes pour la croissance, l'inflation et la politique monétaire



Monica DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

“ La pression exercée par les prix de l'énergie pourrait compliquer la tâche des banques centrales. ”

L'année 2024 sera marquée par une inflexion des perspectives économiques et monétaires ainsi que par une consolidation budgétaire contrainte, **avec un accent toujours placé sur la transition énergétique (voir le tableau ci-dessous).**

Perspectives fragmentées et croissance en berne

Nous anticipons un ralentissement progressif de la croissance mondiale, tandis que l'inflation devrait poursuivre son reflux tout en restant supérieure aux objectifs des banques centrales (BC). C'est ce que nous appelons des **perspectives fragmentées, marquées par des trajectoires économiques divergentes.**







Les **États-Unis (É.-U.) connaîtront probablement une récession au S1**, le resserrement des conditions financières commençant à produire ses effets sur la consommation et les entreprises. Nous anticipons ensuite, au S2, une stabilisation de la croissance en dessous de son potentiel et un retour de l'inflation à un niveau proche de son objectif. **En zone euro, la croissance devrait rester faible**, marquée par une dynamique hétérogène suivant les pays, le durcissement des politiques budgétaires s'ajoutant à une politique monétaire déjà stricte. En **Chine, nous observons la poursuite d'une transition structurelle vers une croissance plus faible** (légèrement supérieure à 3 % d'ici 2025), malgré quelques mesures de relance budgétaire supplémentaires qui ne changeront pas la situation d'ensemble. Dans ce contexte fragmenté, l'Inde s'impose comme une nouvelle puissance.

L'inflation ralentit, mais les banques centrales doivent rester vigilantes

L'inflation américaine déterminera l'attitude de la Réserve fédérale (Fed) et, par conséquent, **l'ampleur de la récession.** D'après nos projections, **les prix de l'énergie resteront maîtrisés et les risques géopolitiques récents se limiteront à des régions spécifiques.** Une flambée des prix de l'énergie aurait un impact significatif sur l'inflation globale, quoique moins important qu'au cours des épisodes précédents, vu la diminution de la dépendance au pétrole. Le risque serait important si la hausse de l'inflation se propageait de l'indice global aux services et à l'indice sous-jacent. La politique monétaire est actuellement suffisamment restrictive et devrait le rester avec la normalisation en cours des bilans, ce qui devrait empêcher la formation d'une boucle prix-salaires. Dans la zone euro, la faiblesse des conditions intérieures devrait contribuer à réduire les pressions inflationnistes liées à la demande de sorte que la dynamique de l'inflation sous-jacente s'affaiblira progressivement.



Dans un contexte de marge de manœuvre budgétaire limitée, les politiques de transition énergétique deviennent un outil de soutien à la croissance.

	 É.-U.	 UE	 CHINE
 Principales mesures	Crédits d'impôt et autres aides, prêts.	Tarifification du carbone, réforme du marché de l'électricité, politique industrielle, aides d'État, nouvelles règles fiscales pour l'investissement.	Incitations légères.
 Politiques	Loi sur la réduction de l'inflation (IRA) CHIPS et Science Act	NGEU (FRR) pour financer le plan REPowerEU, Paquet « Ajustement à l'objectif 55 »	Plan quinquennal
 Taille	IRA : paquet fiscal, énergétique et sanitaire de 750 milliards de dollars, dont 370 milliards en investissements pour la sécurité énergétique et le climat. Chips Act : 280 milliards de dollars en incitations à l'investissement et à la R&D dans le domaine des semi-conducteurs.	La principale composante du programme NGEU est la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR), dotée de 723 milliards d'euros. (338 Md€ en subventions et 385 Md€ en prêts).	Hausse des investissements dans l'énergie à 130 Md\$ au S1 2023. Capacité installée d'énergie éolienne et solaire de plus de 1 200 GW d'ici à 2030, contre 760 GW en 2022.

Source : Amundi Investment Institute, données au mercredi 25 octobre 2023.

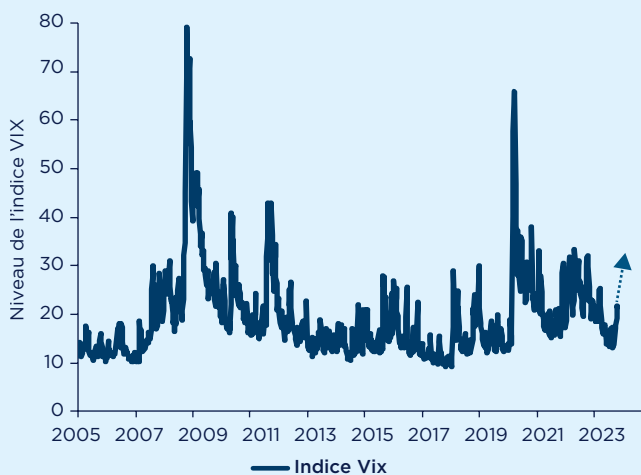
Le processus de désinflation se poursuit dans les marchés émergents. Plusieurs pays, notamment d'Europe de l'Est et, dans une certaine mesure, d'Amérique latine (en particulier la Colombie), disposent encore d'un potentiel de désinflation. En Asie, à quelques exceptions près, l'inflation est moins préoccupante. Dans les deux autres régions, l'inflation devrait se maintenir autour de la limite supérieure de la cible des banques centrales. **Les banques centrales des pays émergents disposent donc d'une capacité d'assouplissement, mais de peu de marge d'erreur.** Atteindre l'objectif d'inflation est une chose, mais réancrer structurellement l'inflation en est une autre. Une flambée des prix de l'énergie et de l'alimentation peut interrompre, voire inverser, le processus vertueux en cours, limitant l'assouplissement des banques centrales dans un environnement financier mondial déjà difficile.

Construire un profil de risque asymétrique pour profiter du retournement de la politique monétaire

D'un point de vue multi-actifs, la fragmentation économique anticipée pour 2024 aura trois grandes implications :

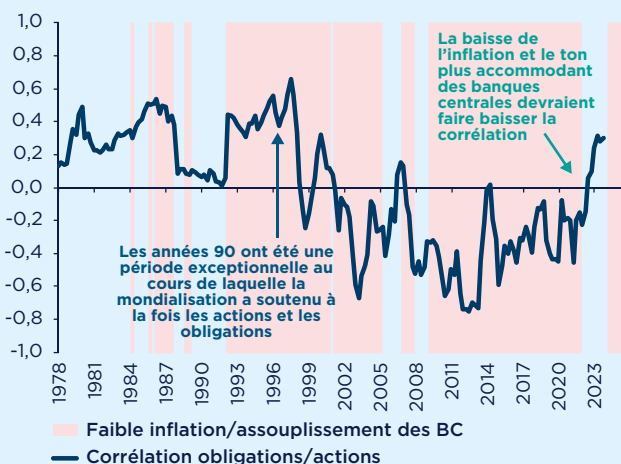
1. Les investisseurs doivent chercher à construire un **profil asymétrique en limitant l'exposition aux secteurs excessivement valorisés et dont les prix n'ont pas intégré un ralentissement mondial** (croissance américaine, haut rendement américain et secteurs cycliques) et **en augmentant progressivement, au cours de l'année, l'exposition aux actifs risqués** qui pourraient bénéficier d'un changement de cap de la Fed (ME, Europe, haut rendement sélectionné). Dans cette optique, **les obligations de qualité sont la classe d'actifs à privilégier à l'aube de 2024**, car leur risque baissier est limité (en cas de poursuite de la hausse des rendements), tandis qu'elles devraient bénéficier de la baisse de l'inflation et de l'attitude accommodante des banques centrales durant l'année. Le haut rendement euro à court terme offre également un profil asymétrique intéressant, dans un contexte de rendements attractifs.
2. **Combiner les thèmes structurels de long terme** (transition verte, réalignement géopolitique entraînant une dynamique de relocalisation dans des pays amis/proches) et les **rotations cycliques** qui auront lieu au niveau des pays et des secteurs. Les bénéficiaires de ces dynamiques à court et long terme sont notamment l'Inde (soutenue par le cycle d'investissement, les perspectives positives des BPA, la transformation numérique et les relocalisations), le Brésil (où les BPA s'améliorent et qui pourrait tirer parti de la transition énergétique grâce aux matières premières et à la production de biomasse) et les secteurs industriels bien exposés aux investissements et aux relocalisations
3. Enfin, **un retour de la volatilité des actifs risqués se profile tandis que la dynamique des corrélations pourrait changer.** La forte hétérogénéité des valorisations et l'assèchement des surplus de liquidités se traduiront par un environnement plus volatil, mais aussi par une meilleure prise en compte des fondamentaux par le marché. Cela pourrait limiter la visibilité directionnelle sur les actions en début d'année, renforçant l'importance de la sélection des actions et des secteurs dans un contexte de plus grande dispersion des performances. De plus, la corrélation positive entre les obligations et les actions observée l'an passé pourrait s'inverser. Nous nous dirigeons vers une phase d'inflation plus faible et d'assouplissement des politiques monétaires, ce qui dans le passé s'est généralement accompagné d'une corrélation négative entre les obligations et les actions. **Le concept de portefeuille 60-40 pourrait donc être de retour, mais avec quelques nuances.** Le renforcement de l'exposition aux marchés émergents et l'ajout d'actifs réels et alternatifs sont stratégiques pour améliorer le potentiel de risque/rendement à long terme, tandis que la flexibilité, la liquidité et la gestion des risques seront les guides qui permettront aux investisseurs de traverser les turbulences à court terme.

Volatilité des actions



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 25 octobre 2023. L'indice VIX est un indicateur de la volatilité du S&P 500.

La corrélation obligations/actions pourrait s'inverser en 2024



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 31 octobre 2023. Corrélation entre les indices S&P 500 et Bloomberg US Treasury. La corrélation sur 1 an des données hebdomadaires. L'inflation est faible lorsque l'IPC américain est inférieur à 3 % en variation annuelle.

La séquence de 2024

Atterrissage progressif de l'économie mondiale

Point de départ

Ralentissement du PIB mondial, affaiblissement des fondamentaux

- Consommation en baisse et inflation persistante dans les marchés développés (MD)
- Banques centrales (BC) des MD en pause
- Ralentissement chinois, évolution structurelle du modèle économique
- Soutien budgétaire limité

Évolution en 2024

Légère récession aux É.-U., demande mondiale atone






- Ralentissement du marché du travail, de la consommation réelle et des investissements dans les MD
- Poursuite du reflux de l'inflation
- Assouplissement des BC à partir du début du S2

Point d'atterrissage

Croissance toujours inférieure au potentiel

- Fondamentaux faibles, mais amélioration des tendances de consommation et d'investissement
- Stabilisation de l'inflation proche de l'objectif
- Cycle d'assouplissement des BC

Séquence d'investissement

	Début 2024	Fin 2024
 <p>Allocation d'actifs dynamique sur fond de marées changeantes</p>	Commencer par une allocation prudente intégrant des couvertures, diversifier via des actifs et stratégies alternatives (or, volatilité)	Renforcement graduel des actions, rotation de la dette souveraine vers le crédit
 <p>Les obligations attractives du fait du pic des taux</p>	Allonger progressivement la duration et privilégier le crédit de qualité, la dette en devises fortes des ME et le HY court terme en euros	Ajouter du haut rendement et des devises locales dans les ME (changement de cap de la Fed et affaiblissement de l'USD)
 <p>Privilégier la résilience sur les actions</p>	Rester défensif début 2024 en se concentrant sur les dividendes, la qualité et les titres à faible volatilité. Privilégier une approche mondiale pour jouer les divergences régionales et le Japon, approche équilibrée pour les É.-U. (risque de concentration)	Rotation vers les marchés plus cycliques lorsque la Fed commencera à réduire ses taux. Se tourner vers l'Europe, les ME et les petites capitalisations
 <p>Les ME gagnants dans un monde fragmenté</p>	S'intéresser aux gagnants à long terme (Inde), aux ME bénéficiaires de relocalisations dans des pays proches, aux gagnants de la transition énergétique (matières premières) et aux avancées technologiques (Chine)	
 <p>Transition énergétique et thèmes structurels</p>	Malgré les retards et une trajectoire désordonnée vers la neutralité carbone, la transition énergétique reste au centre des préoccupations, via les infrastructures durables, l'eau, la construction durable et les obligations vertes. Autres thèmes pertinents à long terme : le vieillissement démographique et l'intelligence artificielle	

Facteurs macro à surveiller

- Coût de l'énergie
- Dynamique de l'emploi aux É.-U.
- Désendettement et relance en Chine
- Erreurs de politique des BC
- Tensions géopolitiques
- Baisse du soutien budgétaire

Risques financiers

- Inflation élevée et croissance faible
- Réévaluation des primes de risque
- Notation de la dette (É.-U./Europe)
- Valorisations extrêmes de certains secteurs/actions
- Spirale du crédit



L'investissement responsable en 2024



Élodie LAUGEL

Directrice Investissement responsable

“Autrefois une niche, l'investissement responsable est devenu le standard.”

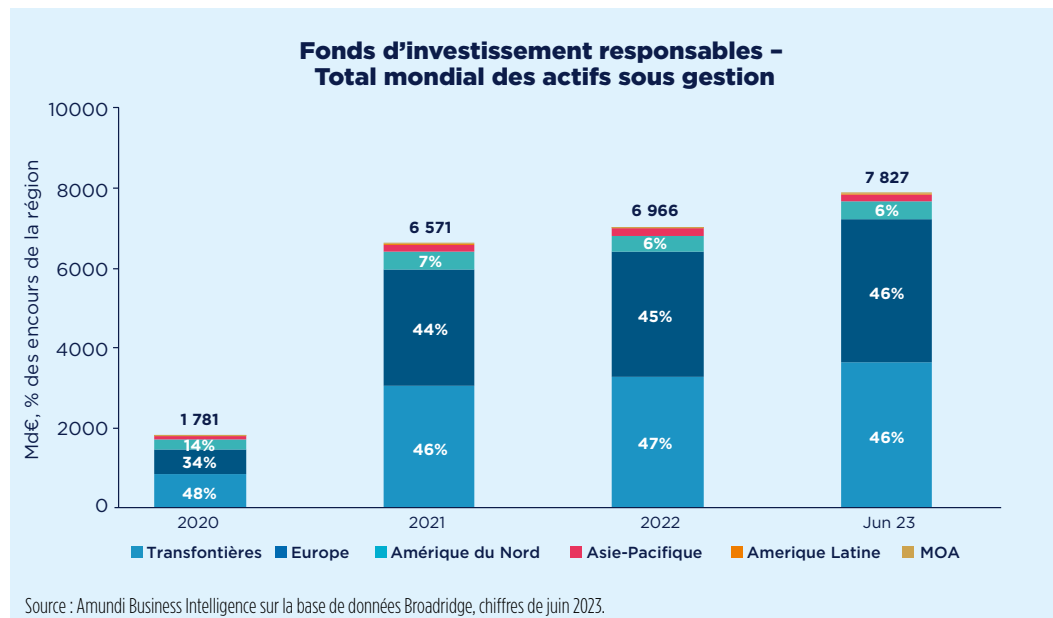
Pour atteindre l'objectif de neutralité carbone d'ici à 2050, les dépenses mondiales consacrées aux énergies propres devront atteindre 4 500 milliards de dollars par an d'ici à 2030, dont près de la moitié dans les marchés émergents. Aux États-Unis, la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act) et, dans l'Union Européenne, le plan industriel du pacte vert, dont l'objectif est de soutenir les investissements dans les infrastructures et les technologies liées à l'énergie propre, visent à mobiliser respectivement 400 milliards de dollars d'incitations et 300 milliards d'euros de crédits d'impôt.

Les questions de durabilité auront un impact sur l'économie et nos activités économiques ont un impact sur les questions de durabilité. Les investisseurs doivent donc aborder leurs investissements de manière globale afin qu'ils soient rentables à long terme. Les marchés financiers ont atteint un niveau de complexité et d'incertitude plus élevé en raison de l'actualité géopolitique et de la multiplication des événements climatiques extrêmes. **Chez Amundi, nous sommes fermement convaincus que l'investissement responsable apporte de la valeur à long terme à nos épargnants.**

Malgré des conditions de marché difficiles, les flux de l'investissement responsable ont continué à augmenter (voir le graphique ci-dessous) et un certain nombre de chiffres et de tendances favorables devraient soutenir son développement à l'avenir :

- 67 % des détenteurs d'actifs dans le monde sont convaincus de l'importance des facteurs ESG.
- Les stratégies thématiques et d'impact devraient dominer le marché à partir de 2024 (une évolution portée par les investisseurs qui, au-delà des rendements financiers, cherchent également à avoir un impact mesurable sur l'environnement et la société).

En parallèle, la réussite à long terme de la décarbonation de l'économie impliquera d'importants défis sociaux. **Les enjeux sociaux, climatiques et de biodiversité ne peuvent être considérés isolément.** Par exemple, on estime qu'environ 78 millions d'emplois disparaîtront du fait de la transition vers une économie bas carbone, remplacés par 103 millions de nouveaux emplois nécessitant une formation des travailleurs. De plus en plus, il sera demandé aux entreprises de prouver leur engagement envers une transition énergétique juste pour toutes les parties prenantes : travailleurs, fournisseurs, communautés et consommateurs.





“La décarbonation de l'économie exige l'action coordonnée de tous les acteurs.”

Il est également important de faire progresser notre compréhension de l'interconnexion des risques inhérents au changement climatique et à la biodiversité. Le concept de « limites planétaires » établit les limites environnementales dans lesquelles l'humanité peut opérer en toute sécurité. Il fournit un cadre de référence utile pour évaluer l'exposition des émetteurs à ces risques interdépendants.

À l'horizon 2024, trois grands thèmes se distinguent par leurs implications sur l'investissement responsable :

- 1. Le premier bilan mondial (Global Stocktake) révèle que les émissions globales de CO₂ ont dépassé les cibles intermédiaires établies dans le cadre de l'objectif 2050 de l'Accord de Paris.** Pour atteindre l'objectif mondial de net zéro, les gouvernements doivent adopter et maintenir des politiques plus ambitieuses en matière de climat. La stratégie climatique est devenue un élément incontournable de la palette d'outils de gestion des risques à long terme des investisseurs : un cadre de référence net zéro intégré, englobant les dimensions d'alignement et de contribution, devrait être privilégié par les investisseurs responsables. Le risque extrême découlant des risques physiques et de transition ne doit pas être sous-estimé par les investisseurs.
- 2. Le succès de la transition à l'échelle mondiale dépend de sa réussite dans les marchés émergents, car ce sont les régions les plus touchées par le changement climatique.** Dans le sillage de l'initiative des nouvelles routes de la soie lancée par la Chine, les États-Unis et l'Union européenne ont également lancé leurs propres programmes d'infrastructures axés sur les pays à revenu faible ou intermédiaire. Toutefois, à eux seuls, les capitaux publics ne suffiront pas. Les financements mixtes semblent être une solution efficace permettant de mettre à contribution les capitaux publics pour réduire les risques des investissements privés et permettre aux fonds privés d'agir là où ils sont le plus nécessaires.
- 3. Autrefois une niche, l'investissement responsable est en cours de standardisation et de réglementation rapide.** Pour relever les défis environnementaux et sociaux de l'économie actuelle, il est essentiel de renforcer la transparence des engagements des investisseurs et de mieux préciser notre proposition de valeur. Concernant l'UE, nous sommes convaincus que, pour atteindre son objectif de financement de la transition par des choix individuels, le plan d'action pour la finance durable doit :
 - Préciser les différents types d'offres de financement durable, afin d'assurer la comparabilité et la cohérence pour les investisseurs finaux.
 - Adapter les offres de financement durable aux besoins des investisseurs finaux, afin que l'épargne ne reste pas confinée dans un secteur de niche.

En conclusion, la réussite de la décarbonation de l'économie nécessite une action urgente et coordonnée de la part de tous les acteurs, et notamment de l'industrie financière. Les années à venir seront décisives pour éviter des coûts financiers, environnementaux et sociaux excessifs en cas de retard ou d'échec de la transition et pour tirer le meilleur parti des opportunités financières, environnementales et sociales considérables qu'une transition résolue et ordonnée peut nous offrir. Tous les investisseurs doivent maintenir le cap.

INVESTISSEMENT RESPONSABLE LES THÈMES POUR 2024

1

Investissement dans les technologies vertes grâce à l'IRA américain et au plan industriel du pacte vert de l'UE

2

Dynamiques net zéro découlant du bilan mondial et de l'élaboration de cadres de référence pour l'investissement net zéro

3

Développement de cadres d'investissement basés sur la cartographie des limites planétaires et tenant compte de la priorité accordée à la biodiversité et à une transition équitable

4

Développement de marchés de capitaux durables dans les marchés émergents et les économies en développement grâce aux financements mixtes et aux réformes des institutions financières internationales

5

Répercussions sur le secteur de la gestion d'actifs du plan d'action de l'UE pour une finance durable

6

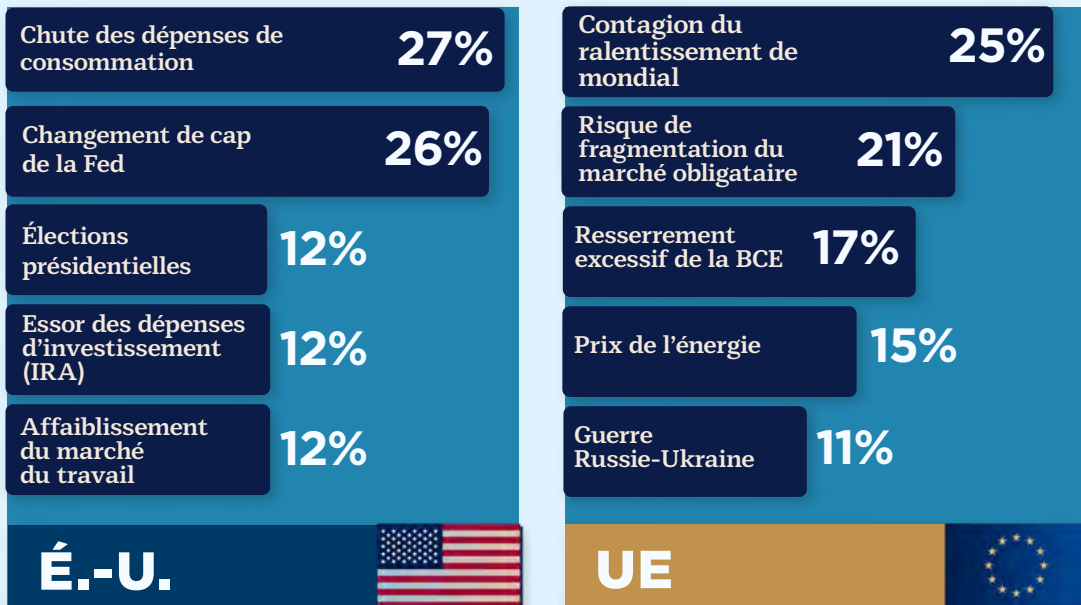
Répercussions sur le secteur de la gestion d'actifs de la réaction négative à l'ESG sur le thème de l'écoblanchiment

Principaux débats

Lors du séminaire Amundi Investment organisé à Rome au début du mois d'octobre, nous avons sondé nos spécialistes de la gestion afin de dégager des prévisions pour 2024 en matière d'économie, de géopolitique et d'investissement.

Thèmes qui auront le plus d'impact sur les marchés en 2024

Top 5 des réponses ayant obtenu le plus de votes



Top 3 des risques pour les perspectives macroéconomiques 2024

Le risque n° 1 ressort très largement (avec trois fois plus de votes que les deux réponses suivantes, qui arrivent ex aequo en deuxième position).





États-Unis : piloter le ralentissement

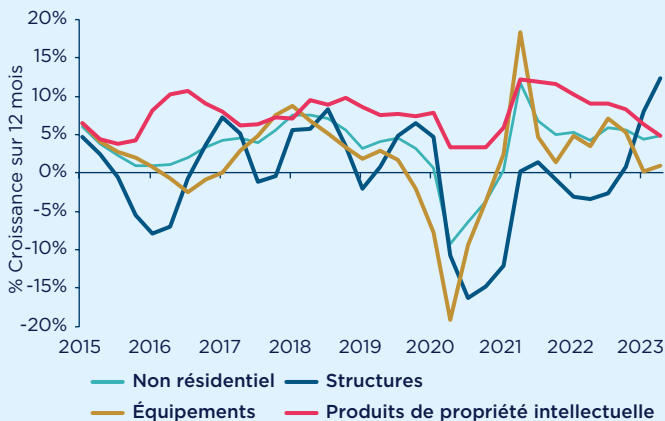
“Les effets de la hausse des taux commenceront à freiner la demande intérieure au cours des prochains trimestres. Les investissements découlant des programmes de relance, comme l’IRA et le CHIPS Act, n’atténueront qu’en partie ce ralentissement.”

L'économie américaine s'est montrée plus robuste que prévu en 2023, grâce à une demande intérieure soutenue par un marché du travail solide, des surplus d'épargne et d'investissement résultant d'incitations gouvernementales et une modération continue de l'inflation. Les chiffres les plus récents portant sur l'activité et les prix signalent que la dynamique des services pourrait rester forte jusqu'à la fin de l'année. Malgré sa résistance jusqu'à présent, nous continuons de penser que l'activité ralentira sensiblement au cours des prochains trimestres, à mesure que la nouvelle hausse des rendements des Treasuries à long terme ajoutera son impact à celui du resserrement monétaire de la Fed. Les délais qui caractérisent habituellement la transmission de la politique monétaire font que ses effets ne se sont pas encore fait pleinement sentir. Ils seront amplifiés par le resserrement supplémentaire des conditions financières résultant de la récente augmentation des rendements obligataires sur toutes les maturités.

Par conséquent, nous nous attendons toujours à ce que l'économie subisse une légère récession au cours des prochains trimestres. Les déséquilibres sur le marché du travail se réduisent et la croissance des salaires ralentit. Cette baisse de tension sur le marché du travail devrait conduire à une atténuation continue des pressions salariales et à une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre. **Avec l'épuisement des surplus d'épargne et la diminution du soutien apporté par la croissance des salaires, la consommation continuera à ralentir.** Concernant l'investissement, la diminution des intentions de formation de capital fixe augure de faibles perspectives pour les achats d'équipements, tandis que la forte expansion de l'investissement en structures non résidentielles (équipements, produits de propriété intellectuelle) semble s'être récemment essouffée, même si les dépenses publiques d'infrastructures joueront positivement. Les mesures d'incitation découlant de l'IRA et de la loi CHIPS généreront des dépenses supplémentaires, bien qu'il soit difficile d'en estimer l'ampleur. Cela pourrait contribuer à soutenir quelque peu l'investissement, habituellement en baisse durant les périodes de ralentissement économique, mais pas suffisamment pour compenser l'affaiblissement de la consommation.

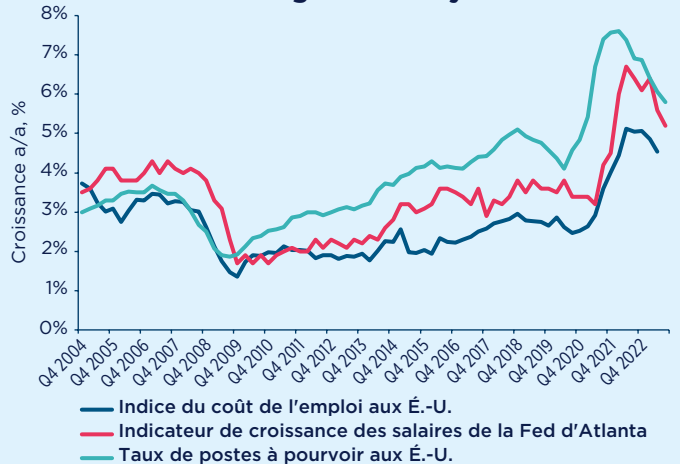
Concernant l'inflation, l'indice sous-jacent devrait converger vers l'objectif de la Fed d'ici la fin de l'année prochaine. La dynamique de l'inflation sous-jacente a progressivement ralenti, l'inflation hors logement étant déjà proche de l'objectif. Une poursuite de la modération de la hausse des prix du logement devrait suivre. En l'absence de nouveaux chocs persistants sur les prix du pétrole, l'inflation globale fera un peu de résistance au cours des prochains mois, avant de converger vers l'objectif d'ici la fin de l'année prochaine.

Dynamique de l'investissement privé



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au lundi 30 octobre 2023.

La hausse des salaires a atteint son pic et devrait converger vers un rythme moins élevé



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données à octobre 2023.



Europe : nombreux défis et redéfinition des politiques

“ Le bon compromis est difficile à trouver entre la relance des investissements pour accélérer la transition énergétique (et augmenter la croissance potentielle) et le besoin de discipline budgétaire (pour réduire les ratios d’endettement). ”

Les défis structurels se multiplient : vieillissement, hausse des coûts de l’énergie, nécessité de financer la transition climatique et d’encourager l’innovation dans les technologies de l’information. **Les conditions de marché sont favorables à court terme**. Sur le plan de la croissance, **les taux d’épargne toujours élevés sont un facteur de soutien**. Sur le front de la dette, les taux d’intérêt inférieurs à la croissance nominale du PIB rendent les ratios dette/PIB supportables, tandis que la longue maturité de la dette (7-8 ans) a limité l’impact de la hausse des taux.

Toutefois, la dynamique de la dette n’est pas encore maîtrisée à long terme. La Commission européenne (CE) estime que la suppression progressive des mesures exceptionnelles d’aide aux ménages pour lutter contre la crise énergétique est insuffisante pour réduire le déficit public, notamment en France et en Italie. Ceci survient alors que **les États membres de l’UE n’ont pas encore trouvé d’entente sur les nouvelles règles budgétaires** proposées par la Commission européenne. En l’absence d’un accord avant fin mars 2024, la zone euro ne disposera pas d’un cadre budgétaire crédible avant les élections européennes de juin prochain. Enfin, **les conditions macro-financières ne seront pas toujours aussi favorables**. La hausse du PIB nominal est davantage due à l’inflation qu’à la croissance du PIB réel, ce qui n’est pas très sain. De plus, **l’alourdissement de la charge de la dette se répercutera progressivement sur le coût moyen de l’endettement**.

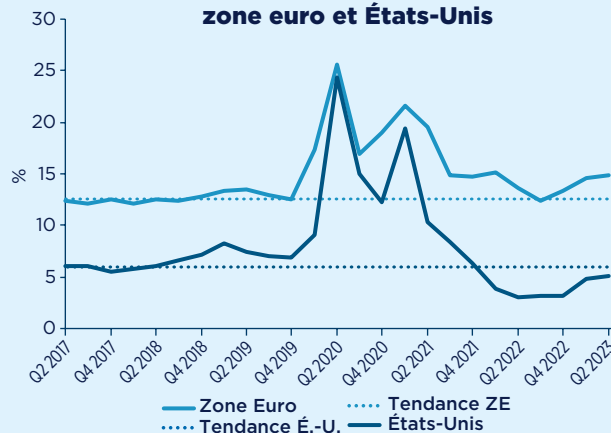
Il y a tout de même quelques points rassurants. **L’investissement public**, qui stagne dans la zone euro, **devrait être soutenu par l’accélération du déblocage des fonds NGEU** (moins de 30 % ont été alloués jusqu’à présent). Or, les investissements d’aujourd’hui détermineront le potentiel de croissance et de compétitivité de demain. De plus, **un accord sur la réforme du marché européen de l’électricité vient d’être conclu**. **Il permettra de contenir les prix et d’accélérer le déploiement des énergies renouvelables**. Cela montre également que la France et l’Allemagne sont capables de trouver des compromis, malgré l’étendue de leurs divergences, un point encourageant pour les règles budgétaires en cours d’examen. Enfin, **la Banque centrale européenne (BCE) est désormais en mesure de lutter contre la fragmentation financière** résultant des dérives budgétaires incontrôlées d’un État isolé. **Les pays membres de l’UE sont donc davantage incités à collaborer**.

Solde public (% du PIB)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Eurozone	-3,6	-3,4	-2,7	-2,3	-2,1	-2,1
Allemagne	-2,5	-2,9	-1,7	-0,9	-0,6	-0,5
France	-4,8	-4,9	-4,5	-4,0	-3,6	-3,5
Italie	-8,0	-5,0	-4,0	-3,3	-2,7	-2,7
Espagne	-4,7	-3,9	-3,0	-3,4	-3,4	-3,4
UK	-5,5	-4,5	-3,9	-3,7	-3,7	-3,5
US	-3,7	-8,2	-7,4	-7,4	-7,0	-6,7

Source : FMI – Moniteur des finances publiques. Données à octobre 2023.

Dynamique du taux d’épargne : zone euro et États-Unis



Source : Amundi Investment Institute, Réserve fédérale des États-Unis. Données à octobre 2023.



Les marchés émergents dans un monde fragmenté

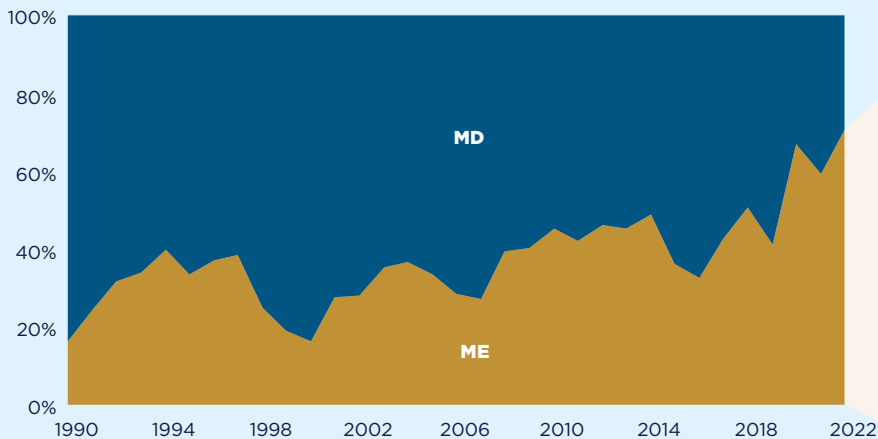
“Beaucoup d’économies émergentes sont à la peine dans un environnement mondial difficile, mais certains pays périphériques pourraient tirer parti de facteurs structurels porteurs.”

Dans un contexte de faible demande mondiale, **les pays émergents (ME) devraient bientôt entamer une phase de ralentissement cyclique**. Malgré la forte décélération de la Chine et un resserrement général des politiques macroéconomiques, **les pays émergents ont, dans l’ensemble, fait preuve d’une remarquable résilience**, la croissance du PIB pour 2023 ayant été révisée à la hausse à plusieurs reprises. Cette croissance a été tirée par de grands pays tels que l’Inde, le Mexique et le Brésil. Bien qu’un ralentissement d’ensemble soit attendu, il ne devrait pas déboucher sur une récession générale et une légère reprise est probable d’ici à la mi-2024. L’an prochain, la croissance des pays émergents devrait ralentir pour atteindre 3,6 % en moyenne, contre environ 4 % cette année. Il est à noter que **l’avantage de croissance des marchés émergents par rapport aux marchés développés devrait continuer à se renforcer**. L’Asie devrait, de nouveau, apporter la plus forte contribution au PIB mondial.

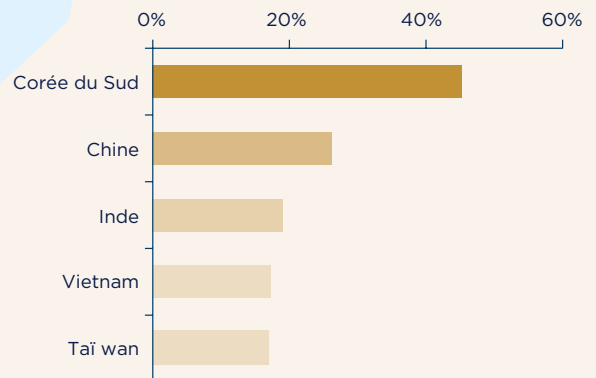
Au-delà du ralentissement conjoncturel, plusieurs facteurs structurels soutiennent les pays émergents. Parmi eux figurent la fragmentation mondiale de plus en plus prononcée, marquée notamment par **une grande réallocation, des relocalisations dans des pays proches/amis, la réduction des risques dans les chaînes de valeur**, ainsi que la nécessité de disposer **de matières premières essentielles** pour la transition net zéro. Les exportateurs de matières premières critiques sont, pour la plupart, des pays émergents (Chili, Chine, etc.).

Bien que cette fragmentation soit coûteuse, le contexte de croissance faible devrait limiter les pressions inflationnistes. Ces dernières se sont globalement réduites dans les pays émergents en 2023, à quelques exceptions près où la tendance désinflationniste devrait accélérer au cours des prochains mois. **En 2024, l’inflation devrait se situer dans la partie supérieure des fourchettes cibles des banques centrales** ou légèrement les dépasser. Toutefois, les risques pesant sur l’inflation, notamment les perturbations de l’offre, restent à la hausse. De plus, le ralentissement économique en cours, associé à un marché du travail tendu et à des pénuries de main-d’œuvre, fait que l’inflation sous-jacente persistera davantage. Toute complaisance face à la dynamique de l’inflation doit donc être évitée et les politiques monétaires et budgétaires devront rester prudentes. Les risques de gaspillage ou d’inefficacité budgétaire doivent être surveillés, en particulier en lien avec le cycle électoral. Les pressions exercées par le récent resserrement des conditions financières mondiales ont entraîné des hausses de taux inattendues. Pour autant, un renversement de tendance n’est pas prévu, et, au vu du contexte général actuel, les banques centrales des pays émergents devraient continuer à réduire progressivement leurs taux directeurs.

IDE dans le MONDE (part des ME vs part des MD)



Croissance des IDE, moy. 2020-22 vs. 2015-19



Source : Amundi Investment Institute sur la base de données mondiales d’IDE de la Cnuceid. Données annuelles à fin 2021. Le graphique de droite illustre la croissance des IDE dans certains ME.

Chine : nouveau modèle de croissance

Croissance ralentie et maîtrise de l'endettement

L'économie chinoise devrait terminer 2023 sur un taux de croissance légèrement supérieur à 5 %. Les attentes du marché en termes de mesures de relance se sont réalignées tout au long de l'année sur la vision à long terme de Pékin qui, plutôt que de se focaliser sur la seule croissance entend désormais accorder une place plus importante à la sécurité nationale ainsi qu'à l'égalité des revenus. Ce changement intervient alors que la Chine est confrontée à des défis séculaires tels que le vieillissement, la diminution des rendements du capital et la fragmentation géopolitique.

En 2024-2025, nous pensons que le désendettement sera l'un des principaux déterminants de la croissance.

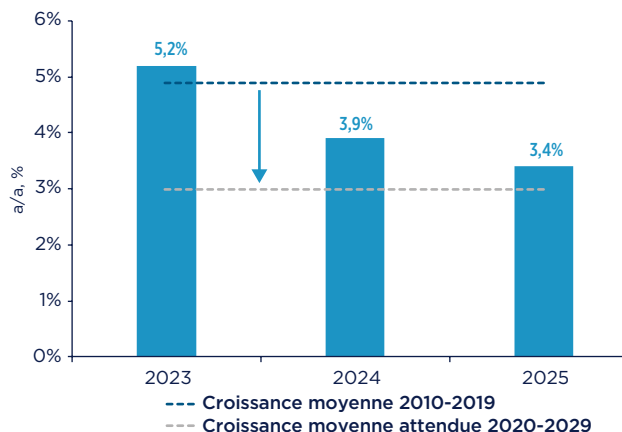
Les actifs chinois ont résisté à la tempête de la consolidation immobilière depuis 2021 et les promoteurs restants luttent pour se maintenir à flot. L'étape suivante concerne les véhicules de financement des gouvernements locaux (LGFV) qui comptent largement sur les ventes de terrains pour se financer. Cet effort de maîtrise de la dette publique contingente limitera toute relance de la part des gouvernements locaux. Nous pensons que **la politique budgétaire restera modérément expansionniste**, avec un déficit général fixé à 3,4 % et l'approbation d'un quota d'obligations spéciales des gouvernements locaux d'un montant de 4 000 milliards de RMB en 2024.

Le léger assouplissement monétaire se poursuivra, avec une baisse probable de 20 points de base des taux d'intérêt au S2 2024.

Toutefois, cet assouplissement ne sera pas suffisant pour compenser les effets négatifs de l'immobilier et de la discipline renforcée en matière d'endettement local.

Nous anticipons une croissance légèrement inférieure à 4 % pour l'économie chinoise en 2024.

Prévisions du PIB de la Chine



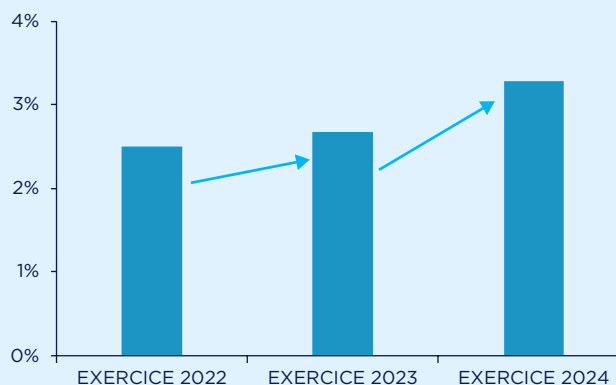
Source : Amundi Investment Institute. Données au mercredi 25 octobre 2023. Prévisions d'Amundi Investment Institute, au mardi 24 octobre 2023.

Inde : émergence d'une puissance

L'investissement, moteurs de l'économie

Malgré une légère décélération, avec une croissance du PIB attendue à 6,5 % pour l'année civile 2023 et à 6,0 % pour 2024, **les perspectives économiques de l'Inde restent prometteuses**, principalement portées par la demande intérieure plutôt qu'extérieure. Les signes de ralentissement seront surtout visibles du côté de la consommation plutôt que de celui de l'investissement. Les efforts du gouvernement pour maîtriser les prix, notamment du fait de l'année électorale, pèseront sur le secteur rural par le biais d'une plus grande compression des revenus. En 2024, la demande extérieure ne devrait pas contribuer de manière significative à la croissance du PIB, ce qui, conjugué à nos perspectives constructives sur les prix du pétrole, empêchera toute amélioration significative de la balance courante. **L'inflation**, malgré sa trajectoire toujours erratique, **devrait rester en haut de la fourchette cible de la banque centrale (RBI), qui ne disposera donc pas d'une marge significative pour son cycle d'assouplissement**. Ce dernier ne devrait pas débuter avant le second semestre 2024 et visera des taux réels neutres ou seulement légèrement restrictifs. **De plus, le volet budgétaire de la politique macroéconomique devrait rester favorable**. La trajectoire de consolidation est attendue très progressive – avec un déficit budgétaire de 4,5 % du PIB pour l'exercice 2026, contre 5,8 % pour l'exercice 2024 – et les dépenses devraient continuer de faire une large part à l'investissement dans un contexte de paysage politique inchangé.

Dépenses d'investissement en % du PIB



Source : Amundi Investment Institute, ministère des Finances, Bloomberg Economics. Données à octobre 2023.



Divergences persistantes : résilience des États-Unis, faiblesse de la Chine



Vincent MORTIER
CIO Groupe

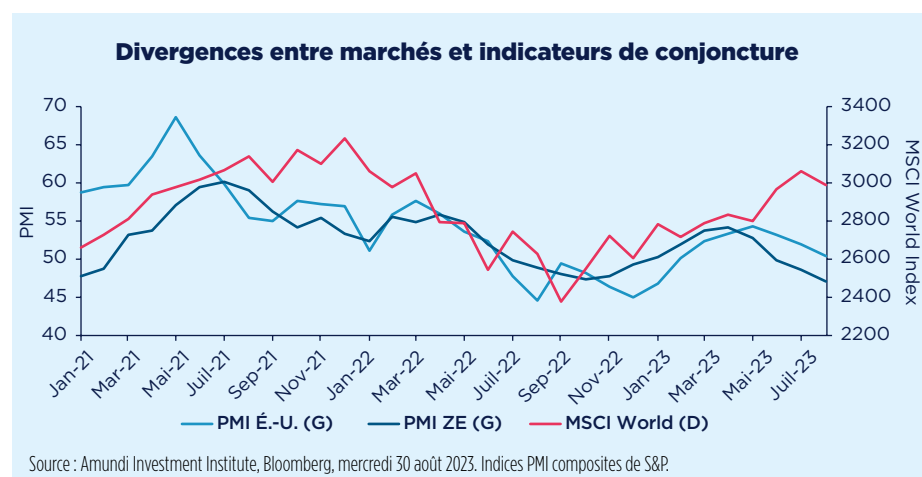


Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe

Les actifs risqués, après avoir cédé une partie de leurs gains, ont clôturé le mois d'août à l'équilibre, tandis que les rendements des obligations américaines à 10 ans ont atteint leur plus haut niveau en 15 ans. L'économie américaine, soutenue par des incitations budgétaires et la vigueur de l'investissement des entreprises, s'est montrée résiliente. Toutefois, la confiance du marché a été ébranlée par le ralentissement de la dynamique en Chine, pays pour lequel nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance, ramenées de 5,1 % à 4,9 % pour 2023.

À noter également que les indicateurs de conjoncture aux États-Unis et en Europe annoncent une décélération imminente. Tout cela se traduit par une baisse de la visibilité à l'approche de l'automne. Nous voyons les facteurs suivants déterminer la conjoncture économique mondiale :

- **Malgré une révision à la hausse de nos prévisions de croissance 2023 aux États-Unis**, de 1,6 % à 2,1 %, nous pensons toujours qu'une récession (légère) à partir du premier trimestre est possible, en raison de l'effet différé du resserrement des conditions financières et de l'épuisement des surplus d'épargne. Toutefois, l'investissement des entreprises pourrait remettre en question notre scénario de ralentissement de la demande intérieure.
- **Taux finaux et dynamique de l'inflation**. Nous percevons un risque haussier sur notre prévision de taux final à 5,5 % pour la Fed et il faudra plus de clarté sur les perspectives de l'inflation des services et de l'inflation sous-jacente pour pouvoir confirmer une trajectoire descendante.
- **Croissance atone en Europe**. La récession pourrait être évitée au niveau régional cette année, mais des divergences entre pays sont probables : politiques restrictives, moindre soutien budgétaire, fléchissement de la demande.
- **Transition de la Chine vers un modèle de croissance plus lente et durable**. Le gouvernement est prêt à accepter des difficultés économiques à court terme en vue d'assurer une meilleure qualité de la croissance à long terme. Ceci affectera l'Europe et d'autres pays émergents.





Géopolitique : risques en hausse en 2024

Poursuite du réalignement géopolitique et des perturbations qui en résultent en 2024

Alors que 2023 touche à sa fin et que le conflit entre Israël et le Hamas fait rage, **le réalignement géopolitique en cours est désormais évident**. Les ruptures mises en évidence par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et l'émergence de la Chine en tant que rival contestataire de l'ordre mondial américain continueront à se manifester en 2024. **Cependant, pendant que les super-puissances s'affronteront, la plupart des pays refuseront de se laisser enfermer dans un monde bipolaire et continueront à donner la priorité à leurs propres objectifs**. Les États-Unis et l'Union européenne perdront de leur influence à mesure que d'autres puissances s'affirmeront. Les régimes enclins à affaiblir les États-Unis chercheront à exploiter cette vulnérabilité et travailleront ensemble à cette fin, tandis que d'autres chercheront à améliorer leur position à la table des négociations. Les États-Unis s'efforceront de s'assurer l'étroite coopération de leurs alliés, mais leur capacité à y parvenir sera limitée. En effet, d'un côté, ils sont fortement sollicités par la nécessité d'apporter leur soutien militaire sur plusieurs fronts. De l'autre, un possible retour de Donald Trump à la présidence pourrait compromettre les relations entre les États-Unis et leurs alliés. Les efforts de l'UE et du Royaume-Uni pour se repositionner dans ce contexte géopolitique seront également gênés par des élections. **Nous pensons que 2024 sera une année de transition, de tensions croissantes et de protectionnisme.**

Probabilité accrue de développements défavorables en 2024

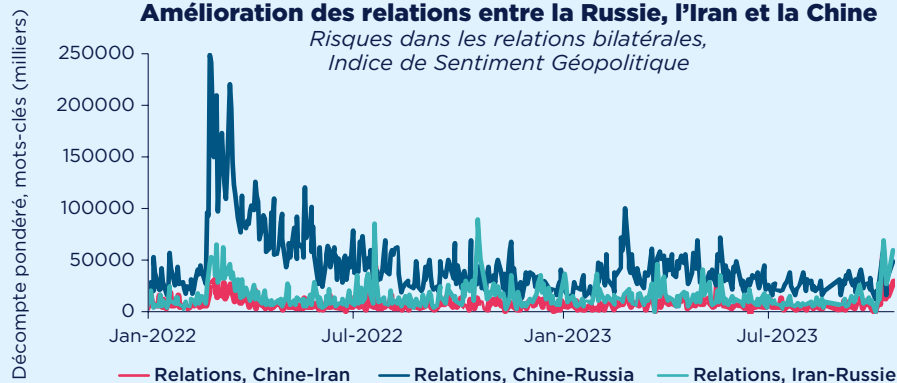
Les risques baissiers associés à plusieurs scénarios géopolitiques augmenteront l'année prochaine. Dans le cadre de notre scénario central, la situation actuelle au **Proche-Orient** ne dégénérera pas en guerre régionale (ce qui conforte notre point de vue sur le pétrole), cependant **un élargissement du conflit à l'Iran** perturberait considérablement l'environnement géopolitique. Le résultat attendu des **élections à Taïwan** – un gouvernement plus hostile à la Chine – fera **monter les tensions avec cette dernière**. Cette situation, associée à la dynamique des élections américaines et aux progrès technologiques plus rapides que prévu de la Chine, entraînera de nouvelles pressions sur **la relation sino-américaine**. En ce qui concerne **le conflit russo-ukrainien**, la Russie sera incitée à tenir bon pendant la majeure partie de 2024 dans l'espoir d'un changement de locataire à la Maison-Blanche.

Quelques points positifs

Malgré l'augmentation des risques baissiers, notre scénario de référence prévoit toujours que **la plupart de ces tensions resteront contenues l'an prochain**. En outre, en tant qu'investisseurs, nous devons identifier les aspects positifs des évolutions géopolitiques : il y a **les « gagnants » qui profiteront de la nécessité de se diversifier par rapport à la Chine et à la Russie**, mais aussi ceux qui profiteront du besoin de la Chine de se diversifier par rapport aux États-Unis. Ces gagnants sont les pays situés au cœur des nouvelles chaînes de valeur en Asie, mais aussi par ceux riches en ressources naturelles d'Amérique latine. Certains pays, comme les Philippines, bénéficieront également de nouveaux accords de sécurité avec les États-Unis, qui, au-delà de la défense, s'accompagnent souvent de « carottes » d'investissements. Il y a ensuite les pays qui gagnent en influence au niveau mondial et s'imposent comme les nouveaux « pôles » d'un monde multipolaire. C'est notamment le cas de l'Inde. Les tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine signifient que les investisseurs européens en Chine sont mieux positionnés que leurs homologues américains, tandis que du point de vue de la Chine, l'Europe offre également un meilleur environnement d'investissement.

Amélioration des relations entre la Russie, l'Iran et la Chine

Risques dans les relations bilatérales, Indice de Sentiment Géopolitique



Sources : observatoire du climat géopolitique d'Amundi Investment Institute. Données à octobre 2023. Les pics traduisent un risque plus élevé dans la relation bilatérale. Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les relations avec la Russie (mesurées par des mots-clés négatifs dans les médias) se sont détériorées ; toutefois, elles se sont améliorées depuis lors, l'Iran, la Russie et la Chine s'étant rapprochés sur le plan géopolitique.

ÉLECTIONS EN 2024

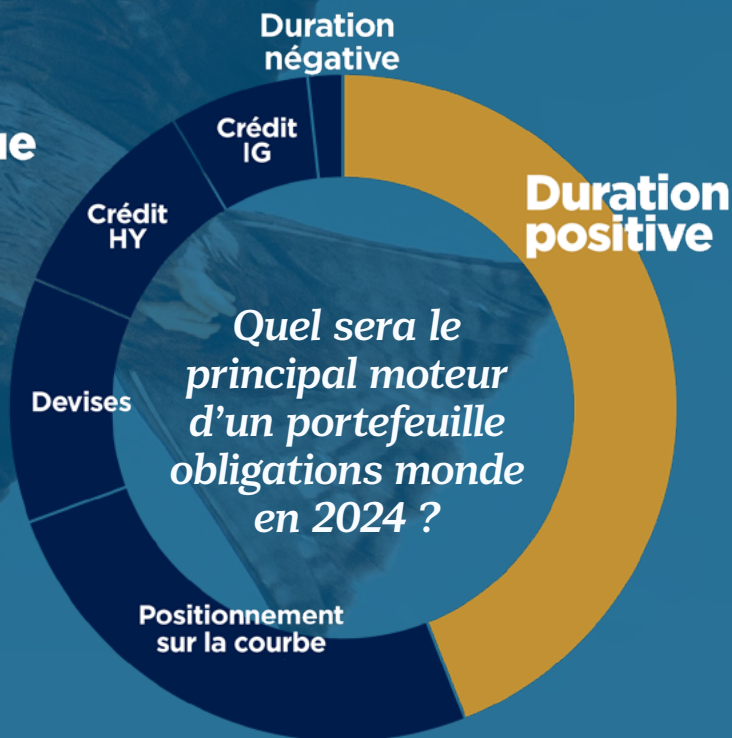
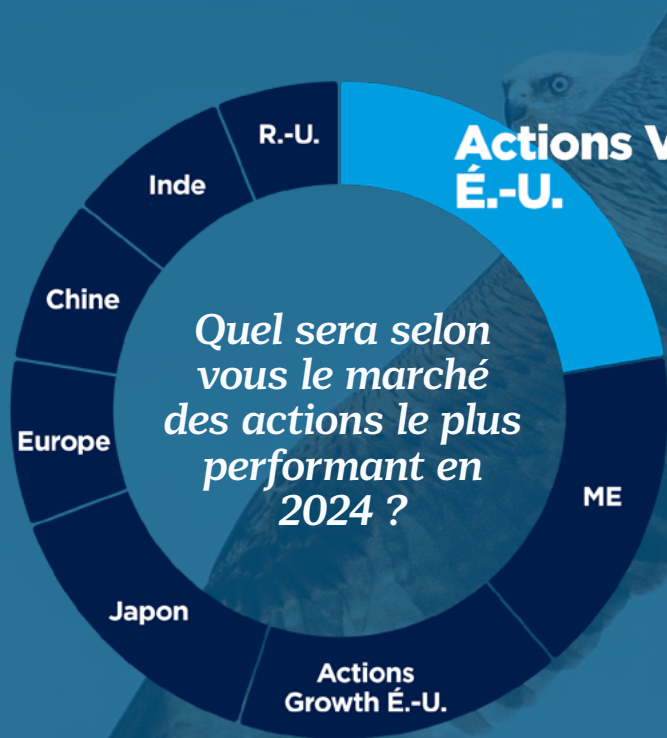
Élections à fort enjeu en 2024

Taïwan	13 janvier
Russie	17 mars
Ukraine	À préciser
Inde	À préciser
Mexique	2 juin
UE	6-9 juin
É.-U.	5 novembre
Venezuela	À préciser
Afrique du Sud	À préciser
R.-U.	À préciser

Convictions d'investissement

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

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



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

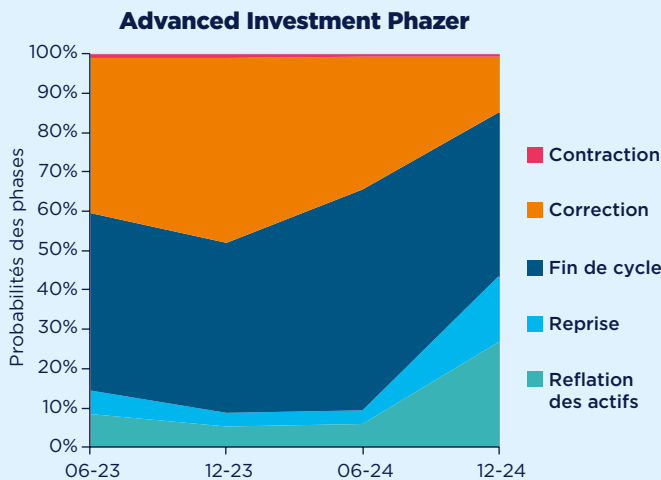
Outre la « rupture des corrélations », d'autres surprises ont été mises en évidence, comme le « resserrement des conditions de crédit » et l'« assèchement des liquidités ».



Rupture des corrélations

Allocation d'Actifs Dynamique pour 2024

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



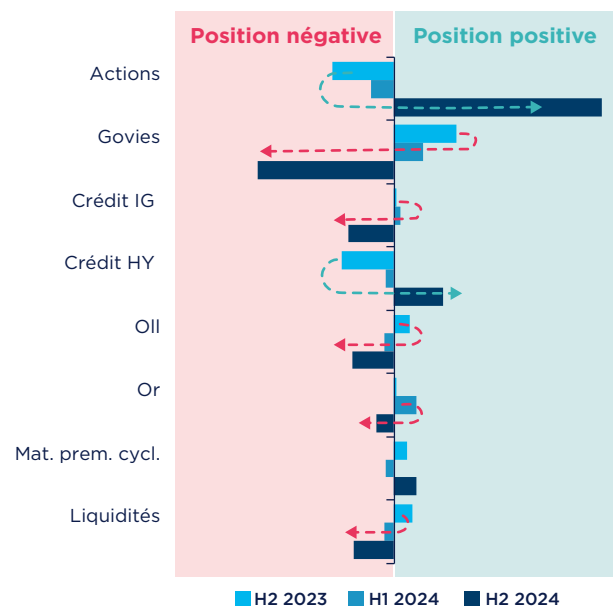
Croissance		Inflation	Politique monétaire	Effet de levier, conditions financières
PIB	BPA			
▼▼	▼▼	▼▼	▲▲	▼
▼	▼	▼▼	▲	◁▷
▲	◁▷	◁▷	◁▷	◁▷
▲▲	▲▲	▲	▼	▲
◁▷	▲	▼	▲	▲

La fin de cycle pourrait favoriser les actifs risqués au S2

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

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

Rotation vers les actifs risqués en 2024



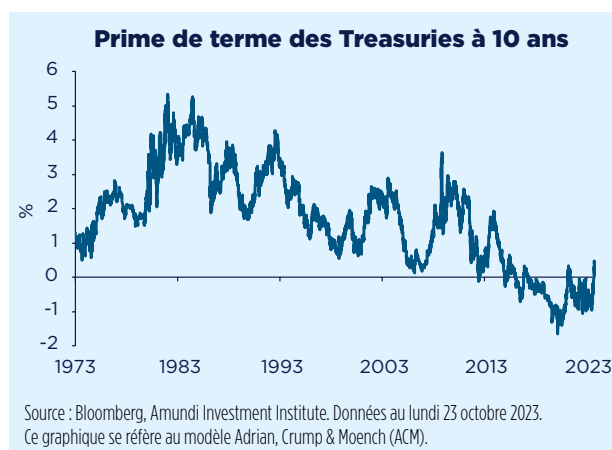
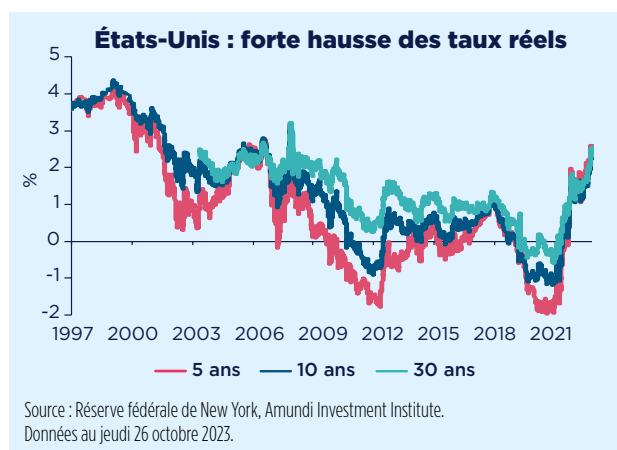
Allocation d'actifs Amundi

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les fondamentaux tendent à se détériorer, mais les indicateurs de crédit restent sains par rapport aux moyennes historiques. C'est notamment le cas des marges, soutenues

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

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

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

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

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

POINT DE VUE ESG

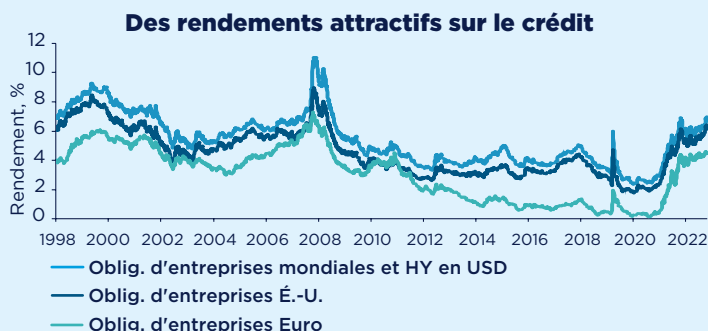


La prise en compte des **émissions de Scope 3*** pourrait modifier les repères sectoriels

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

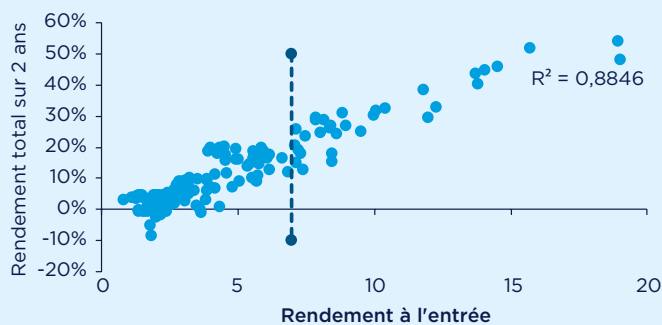


Définition des **objectifs 2030** pour le **Net Zero Asset Owner Alliance**



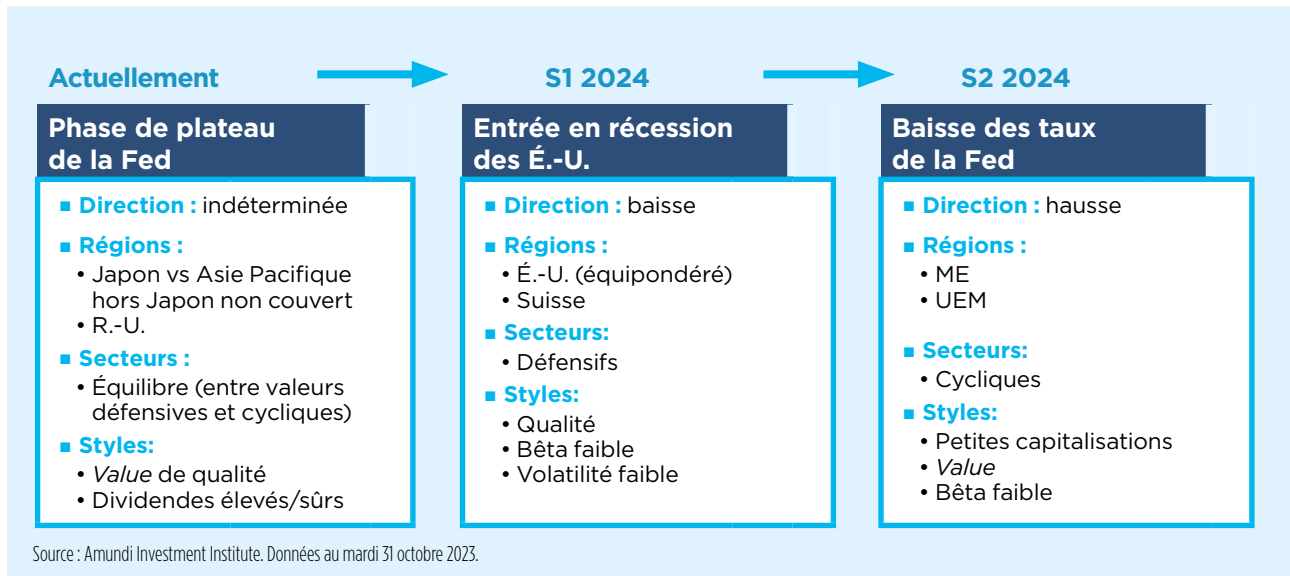
Source : Amundi Investment Institute. Analyse des dernières données de Bloomberg. Données au 27 octobre 2023 et correspondant au rendement actuariel le plus défavorable des indices ICE BofA.

HY court terme en euros : une opportunité attractive sur un horizon de 2 ans, à en juger par les données historiques



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

Actions des MD : suivre la séquence, rechercher la résilience



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

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

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

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

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

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

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

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

POINT DE VUE ESG



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



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



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

Actions : thèmes pour 2024



Allocation du capital

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

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



Intelligence artificielle

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

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



Médicaments contre l'obésité

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

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



É.-U.



UE



ME

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

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

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

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

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

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

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

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

S.O.

Zoom sur la transition énergétique



Thèmes



Convictions



É.-U.

Dynamique positive soutenue par les mesures d'incitation de l'IRA (Inflation Reduction Act)

Thèmes clés : évolution des acteurs traditionnels des hydrocarbures ; part accrue des technologies nouvelles et moins coûteuses ; capacité des réseaux énergétiques à gérer une énergie plus intermittente ; adoption des nouvelles technologies.

Privilégier les acteurs traditionnels des hydrocarbures ainsi que les fournisseurs d'équipements technologiques (par exemple, les systèmes de contrôle des bâtiments, les composants d'électrification) **et les entreprises des matières premières. Préférer celles exposées au CCUS** (captage, stockage, utilisation du CO₂) **et à l'hydrogène** et qui disposent d'avantages concurrentiels dans ces domaines.



UE

Un thème important pour l'UE, mais avec des défis à relever

Le Pacte vert pour l'Europe devrait faciliter la transition, mais il faudra relever des défis liés aux délais, aux permis de construire dans certains pays et à la réglementation.

Privilégier l'exposition aux acteurs des énergies renouvelables capables de financer leur transition via leurs flux de trésorerie internes, aux camions électriques, aux panneaux solaires, aux carburants durables pour l'aviation, à la croissance structurelle de l'automatisation et aux activités de relocalisation. Optimisme également pour certaines entreprises de câblage et d'isolation des bâtiments.



ME

Les acteurs essentiels des ME ont besoin de financements privés plus importants

Les ME jouent un rôle essentiel dans les chaînes de valeur mondiales et la transition énergétique, mais auront besoin d'environ 2 000 milliards de dollars par an d'ici 2030 pour atteindre la neutralité carbone avant 2050*. Le secteur privé devra fournir environ 80 à 90 % des investissements nécessaires.

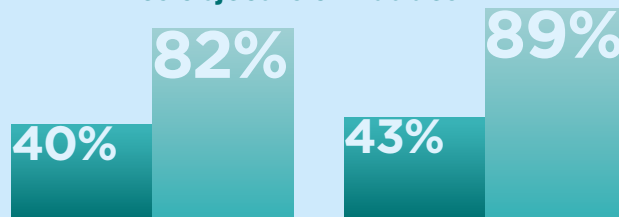
Privilégier les pays où l'engagement à lutter contre le changement climatique progresse

La Chine fait partie des pays privilégiés à long terme. Les objectifs de développement durable ont le vent en poupe dans les ME. Ces pays jouent notamment un rôle clé dans le domaine des véhicules électriques et des énergies renouvelables.

* Source : FMI et Agence internationale de l'énergie.

“Selon le FMI, la part du secteur privé dans le financement de la lutte contre le changement climatique dans les économies émergentes et en développement devra significativement augmenter pour assurer la transition net zéro.”

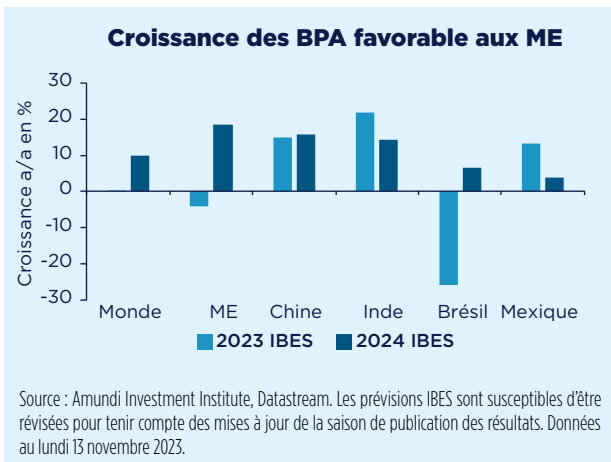
Augmentation nécessaire du rôle du secteur privé pour atteindre les objectifs climat des ME



■ Part actuelle du financement privé pour le climat
■ Part requise du secteur privé d'ici 2030

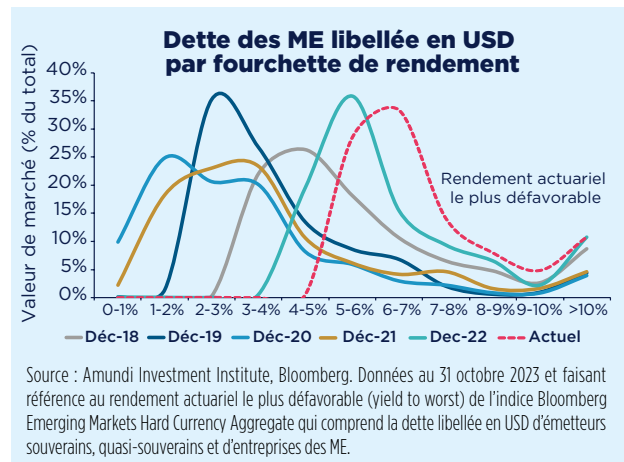
Source : Amundi Investment Institute, FMI et AIE à partir de calculs du Climate Policy Initiative et des équipes internes. L'estimation de la part du financement privé de la lutte contre le changement climatique pour parvenir à la neutralité carbone d'ici 2050 se fonde sur la part du financement public de la lutte contre le changement climatique dans le total des investissements publics, augmentée d'un facteur de 1,5 jusqu'en 2030. Bloomberg. Données au lundi 30 octobre 2023. ME & ED : Marchés émergents et économies en développement.

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



Optimisme pour les actions des ME en 2024

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



Préférence pour la dette des ME en devises fortes

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

POINT DE VUE ESG

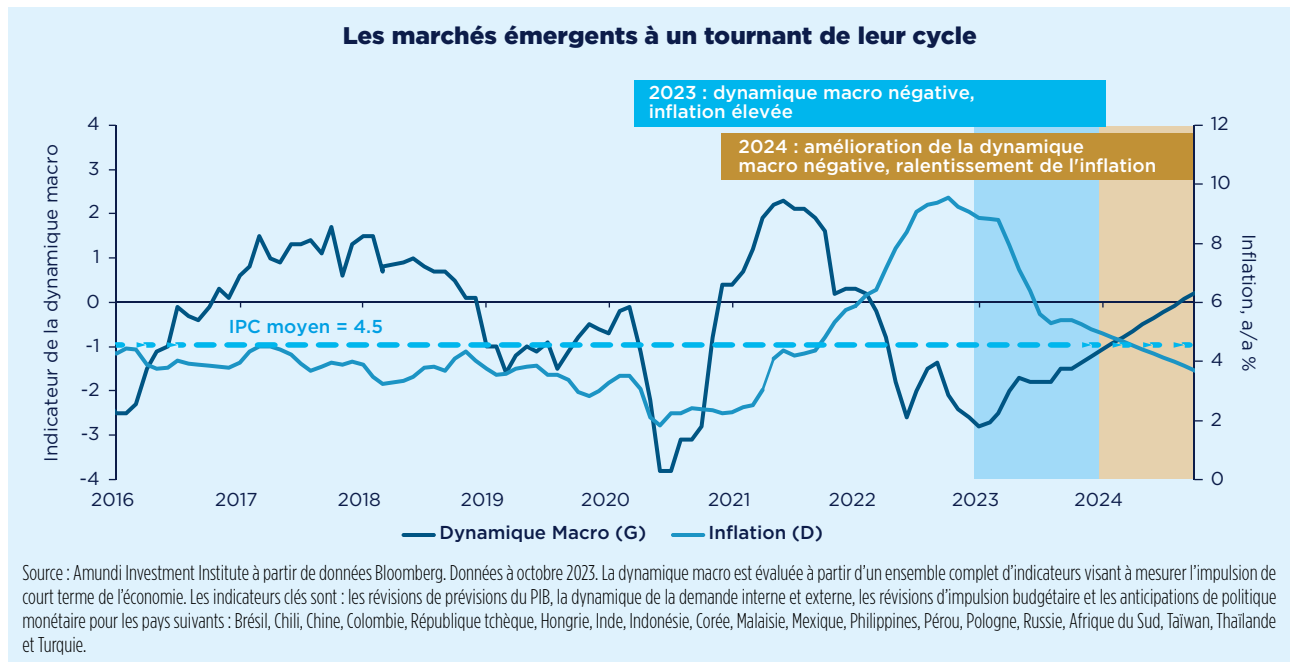
L'univers des obligations durables des ME s'est considérablement étendu ces dernières années. Toutefois, cette classe d'actifs, essentielle pour faire avancer l'agenda ESG à l'échelle mondiale, reste beaucoup plus petite que son homologue des marchés développés.

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

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

Convictions sur les marchés émergents en 2024

Nous nous attendons à ce que le contexte devienne porteur pour les marchés émergents en 2024, la baisse de l'inflation permettant la poursuite du cycle d'assouplissement des banques centrales des ME amorcé en 2023. En parallèle, la dynamique macroéconomique s'améliore, même si elle reste faible. Au cours des cycles précédents, ces conditions ont été favorables aux actifs des ME, en particulier aux actions. Toutefois, les ME restent un ensemble extrêmement fragmenté et tous les pays ne profiteront pas de ce tournant de la même façon.

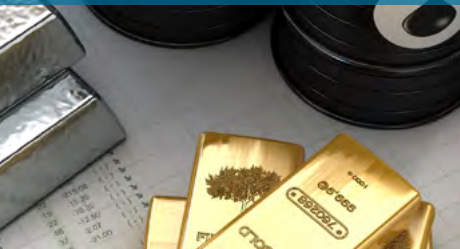


CONVICTIONS ME

	DETTE	LC DETTE	ACTIONS des ME	DEVICES des ME
Position globale	+	= +	+	= +
	Positif sur la dette en devise forte (DF) avec une préférence pour le HY par rapport à l'IG du fait des niveaux actuels des spreads.	Positif sur la dette en devise locale (DL) en privilégiant les zones où les rendements réels sont attractifs.	Positif sur les actions des ME, en se concentrant sur les valorisations et les thèmes structurels (demande interne, relocalisation des chaînes de valeur).	Nous sommes légèrement constructifs sur les devises des ME, avec une préférence pour celles offrant un portage élevé.

Préférences régionales

<ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique latine (Brésil, Mexique, Argentine) ■ Indonésie ■ Afrique du Sud 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique latine : soutenue par la qualité du portage, Brésil, Mexique ■ Indonésie ■ Afrique du Sud ■ Roumanie ■ Inde 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Amérique latine, notamment Brésil ■ Inde ■ Indonésie ■ Vietnam (plus forte pondération du MSCI Frontier) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Réal brésilien ■ Peso mexicain ■ Sol péruvien ■ Roupie indonésienne ■ Roupie indienne
---	--	---	---



Matières premières : ralentissement cyclique et risques géopolitiques

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

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

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

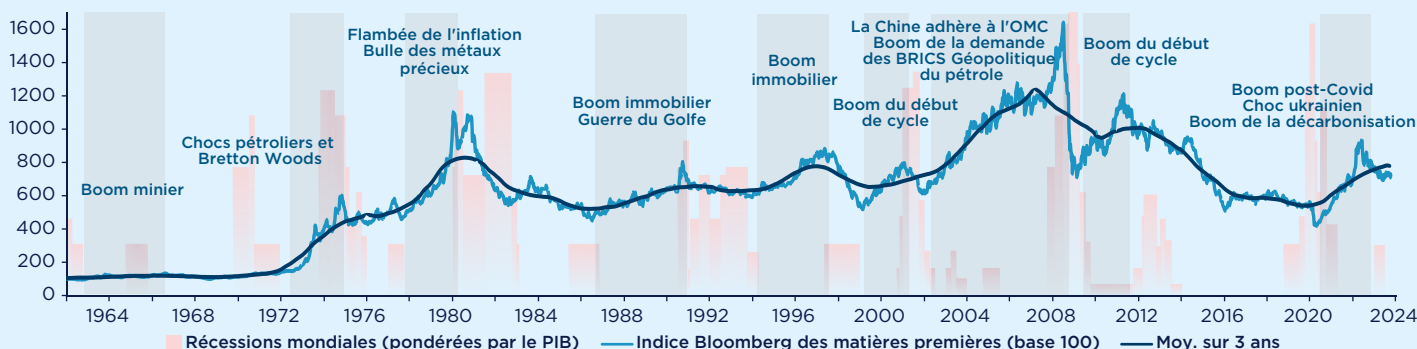
Métaux de base : manque de direction et dispersion croissante.

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

Or : les catalyseurs de moyen terme restent mitigés.

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

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



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

Affaiblissement du dollar, reprise des devises émergentes

L'USD en 2024 : sur le fil du rasoir

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

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

Rebond des devises des ME en 2024

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

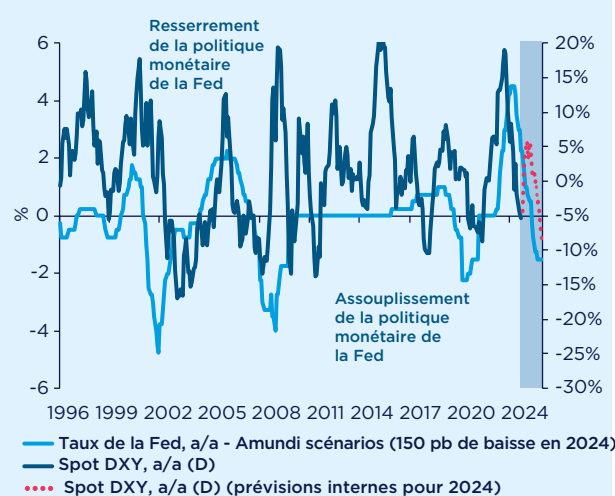
Nous nous attendons à ce que les banques centrales des ME continuent à baisser leurs taux afin de soutenir leurs économies, la situation de l'inflation s'étant largement stabilisée. Il en résultera une légère augmentation des taux réels, notamment dans les PECO. La région profitera de sa forte sous-évaluation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

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

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

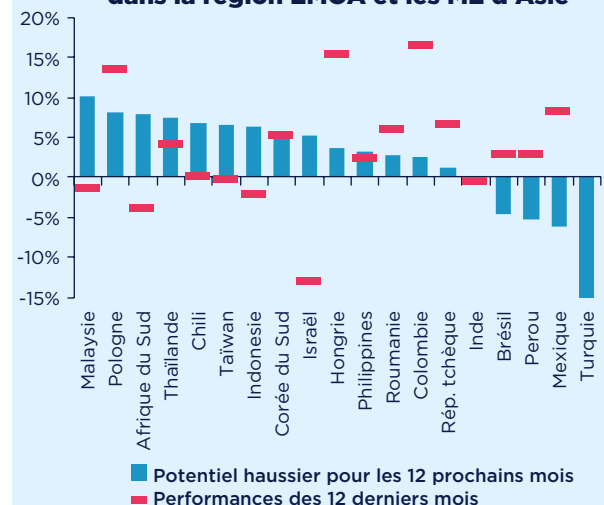
Les principaux risques par rapport à ces perspectives constructives proviennent des tensions géopolitiques qui entraînent, d'une part, des pics de volatilité (préjudiciables à une classe d'actifs aussi liquide), d'autre part, une hausse des prix des matières premières (qui compromettrait la capacité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

Changement de politique monétaire défavorable à l'USD en 2024



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

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



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



Priorité aux hedge funds macro et obligataires en 2024

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

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

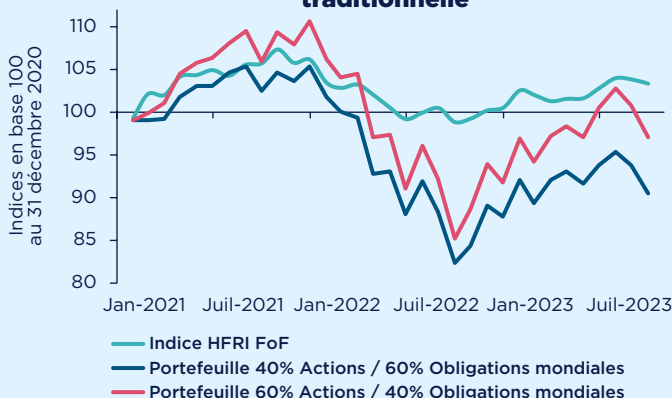
En 2024, nous entrerons dans une nouvelle phase du cycle. Le rebond cyclique observé depuis fin 2022 (porté par la réouverture de la Chine, l'atténuation de la crise énergétique dans l'UE et le soutien budgétaire) atteint son terme. À mesure que l'inflation se normalise peu à peu, les liquidités mondiales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

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

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

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

Fonds spéculatifs vs allocation d'actifs traditionnelle



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

Stratégies hedge funds au S1 2024

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

Source : Amundi Investment Institute, novembre 2023.

Non coté : vent en poupe sur fond de croissance ralentie

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

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

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

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

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

Le non coté en 2024

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

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

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

ESG IMPLICATIONS



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



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



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



Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 7 novembre 2023

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

Prévisions de taux directeurs, %

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

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



Prévisions de marché

Rendements obligataires

Prévisions sur les taux à 2 ans, %

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

Prévisions sur les taux à 10 ans, %

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

Prévisions Actions pour le T4 2024

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

Taux de change

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

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

Rédacteurs

Directeurs de la publication



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Investment Institute



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Claudia BERTINO
Responsable Édition & Publication, Amundi Investment Institute



Laura FIOROT
Responsable Édition & Divisions client, Amundi Investment Institute

Rédacteurs



Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux, Amundi Investment Institute



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



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



Sergio BERTONCINI
Macro Stratégiste Senior, Obligations, Amundi Investment Institute



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



Federico CESARINI
Responsable de la stratégie devises, Amundi Investment Institute



Lauren CROSNIER
Responsable Devises Monde



Debora DELBÒ
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Fabio DI GIANSANTE
Responsable Grandes capitalisations, Europe



Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier Fixed Income



Jonathan DUENSING
Responsable Fixed Income pour les États-Unis



Claire HUANG
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Dominique
Directeur des Métiers Actifs Réels et Alternatifs



Éric MIJOT
Directeur Stratégie Actions Monde, Amundi Investment Institute



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



Marco PIRONDINI
Directeur de la Gestion Actions US



Lorenzo PORTELLI
Directeur Stratégie Cross Asset, Amundi Investment Institute



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie Monde, Amundi Investment Institute



Anna ROSENBERG
Responsable Géopolitique, Amundi Investment Institute



Francesco SANDRINI
Responsable des Stratégies Multi-Asset



Sergei STRIGO
Co-responsable Obligations des ME



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US



Annalisa USARDI
Stratégiste macro senior, Amundi Investment Institute



La fin de partie des banques centrales : un nouveau paradigme politique.

Amundi Investment Institute

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

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

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Asset Class Returns Forecasts - Q4 2023



CBCDs: où en sont les projets et le débat public ?



Outerblue Convictions – Global Investment Views: Chercher la croissance tout en gardant un œil sur l'inflation



Global Investment Views | Novembre 2023



Point sur l'Italie et sa dette publique



Outerblue Talks Research – Beyond crypto; Understanding central bank digital currencies

Retrouvez-nous sur :



INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 9 novembre 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 23 novembre 2023.

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

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

Amundi Investment Institute contributors

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

VARTANESYAN Sosi,

Analyste souverains senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,

Spécialiste Édition & Publication