



Les marchés émergents dans un monde fragmenté

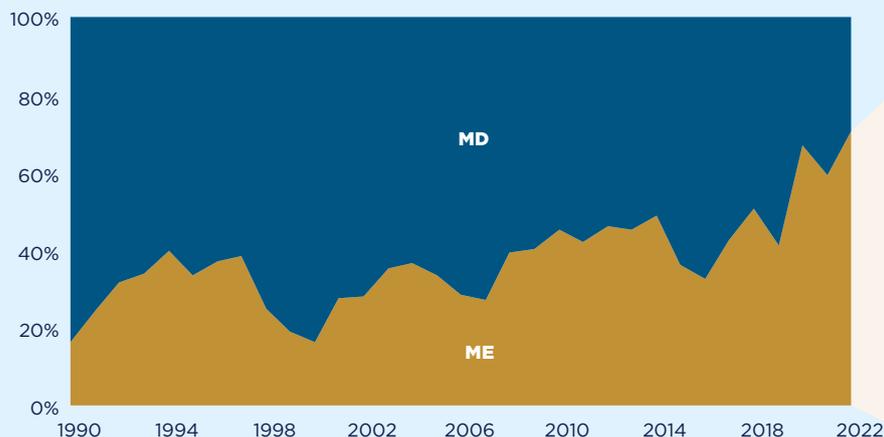
“Beaucoup d'économies émergentes sont à la peine dans un environnement mondial difficile, mais certains pays périphériques pourraient tirer parti de facteurs structurels porteurs.”

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.

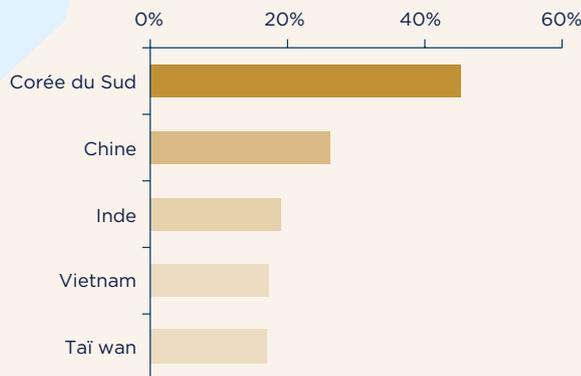
Au-delà du ralentissement conjoncturel, plusieurs facteurs structurels soutiennent les pays émergents. Parmi eux figurent la fragmentation mondiale de plus en plus prononcée, marquée notamment par **une grande réallocation, des relocalisations dans des pays proches/amis, la réduction des risques dans 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 Crucead. 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.

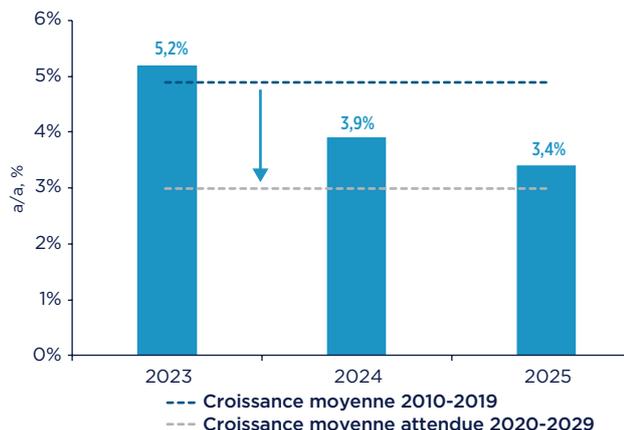
Les actifs chinois ont résisté à la tempête de la consolidation immobilière depuis 2021 et les promoteurs restants luttent pour se maintenir à flot. L'étape suivante concerne les véhicules de financement des gouvernements locaux (LGFV) qui comptent largement sur les ventes de terrains pour se financer. 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

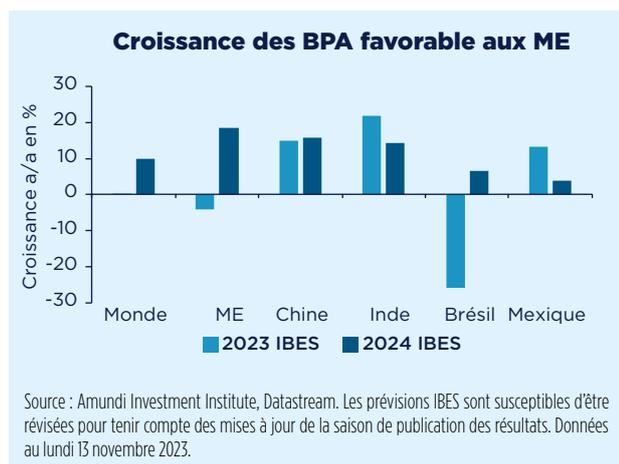
Malgré une légère décélération, avec une croissance du PIB attendue à 6,5 % pour l'année civile 2023 et à 6,0 % pour 2024, **les perspectives économiques de l'Inde restent prometteuses**, principalement portées par la demande intérieure plutôt qu'extérieure. Les signes de ralentissement seront surtout 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



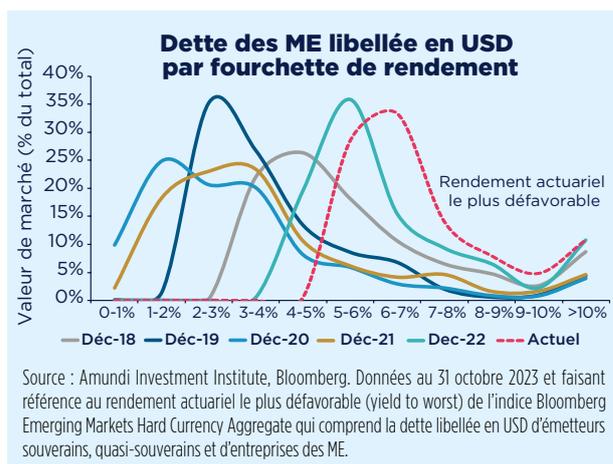
Source : Amundi Investment Institute, ministère des Finances, Bloomberg Economics. Données à octobre 2023.

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

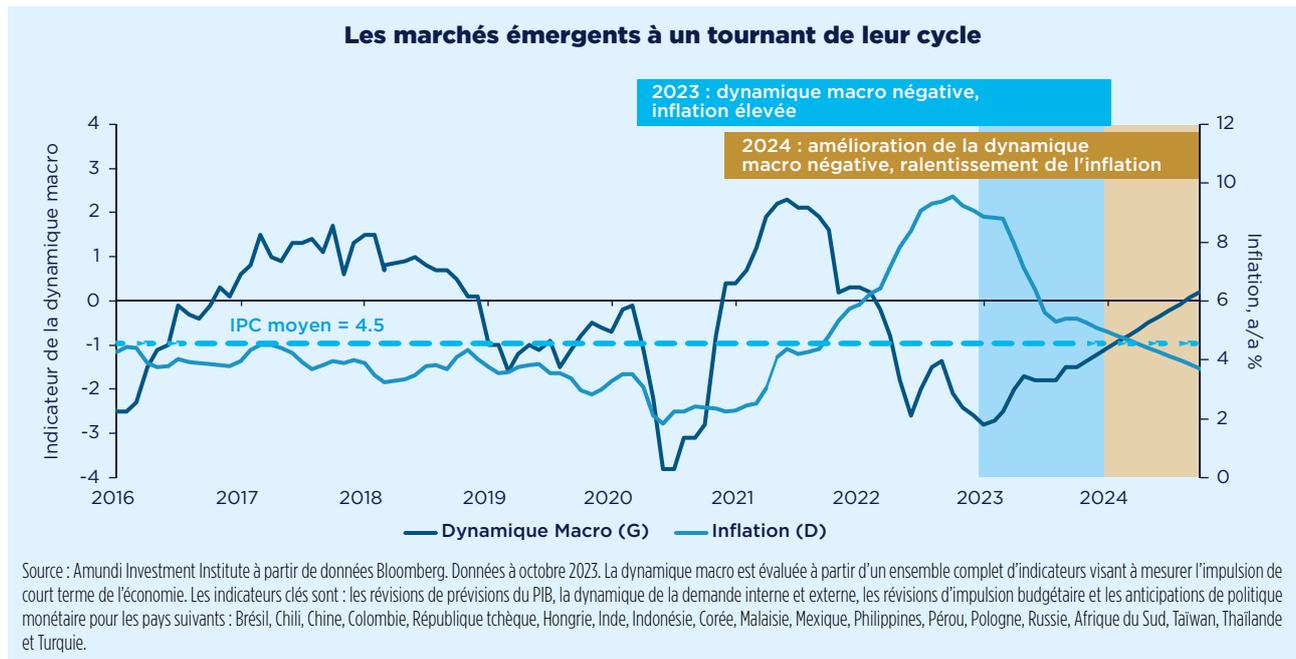
L'univers des obligations durables des ME s'est considérablement étendu ces dernières années. Toutefois, cette classe d'actifs, essentielle pour faire avancer l'agenda ESG à l'échelle mondiale, reste beaucoup plus petite que son homologue des marchés développés.

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 des 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
---	--	---	---

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.

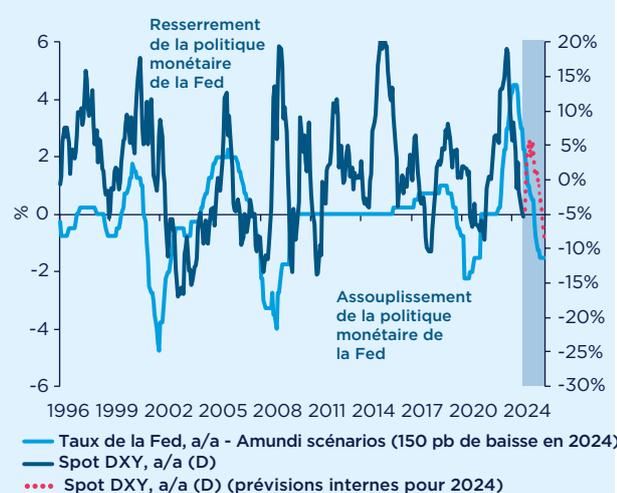
Nous nous attendons à ce que les banques centrales des ME continuent à baisser leurs taux afin de soutenir leurs économies, la situation de l'inflation s'étant largement stabilisée. Il en résultera une légère augmentation des taux réels, notamment dans les PECO. La région profitera de sa forte sous-évaluation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

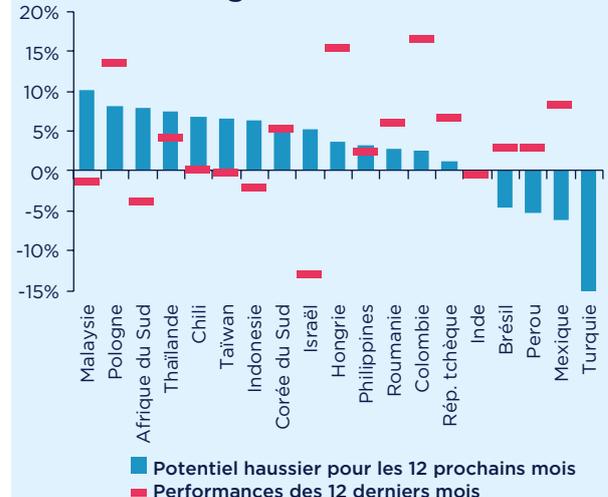
Les principaux risques par rapport à ces perspectives constructives proviennent des tensions géopolitiques qui entraînent, d'une part, des pics de volatilité (préjudiciables à une classe d'actifs aussi liquide), d'autre part, une hausse des prix des matières premières (qui compromettrait la capacité 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).

Rédacteurs

Directeurs de la publication



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi Investment Institute



Matteo GERMANO
CIO Adjoint Groupe



Vincent MORTIER
CIO Groupe



Claudia BERTINO
Responsable Édition & Publication, Amundi Investment Institute



Laura FIOROT
Responsable Édition & Divisions client, Amundi Investment Institute

Rédacteurs



Valentine AINOUS
Responsable de la Stratégie Taux, Amundi Investment Institute



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



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



Sergio BERTONCINI
Macro Stratégiste Senior, Obligations, Amundi Investment Institute



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



Federico CESARINI
Responsable de la stratégie devises, Amundi Investment Institute



Lauren CROSNIER
Responsable Devises Monde



Debora DELBÒ
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Fabio DI GIANSANTE
Responsable Grandes capitalisations, Europe



Amaury D'ORSAY
Directeur du Métier Fixed Income



Jonathan DUENSING
Responsable Fixed Income pour les États-Unis



Claire HUANG
Stratégiste macro ME senior, Amundi Investment Institute



Dominique
Directeur des Métiers Actifs Réels et Alternatifs



Éric MIJOT
Directeur Stratégie Actions Monde, Amundi Investment Institute



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



Marco PIRONDINI
Directeur de la Gestion Actions US



Lorenzo PORTELLI
Directeur Stratégie Cross Asset, Amundi Investment Institute



Mahmood PRADHAN
Responsable Macroéconomie Monde, Amundi Investment Institute



Anna ROSENBERG
Responsable Géopolitique, Amundi Investment Institute



Francesco SANDRINI
Responsable des Stratégies Multi-Asset



Sergei STRIGO
Co-responsable Obligations des ME



Yerlan SYZDYKOV
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES
Directeur des Investissements US



Annalisa USARDI
Stratégiste macro senior, Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation : 23 novembre 2023.

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

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

Amundi Investment Institute contributors

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

DHINGRA Ujjwal,
Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,
Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,
Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,
Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

VARTANESYAN Sosi,
Analyste souverains senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,
Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,
Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,
Responsable de l'équipe Edition et Publication

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

Rédacteurs en chef adjoints

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

PERRIER Tristan,
Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,
Spécialiste Édition & Publication