



Les prix des services sous-jacents, clef de la désinflation



Mahmood PRADHAN

Responsable des questions macroéconomiques mondiales
Amundi Investment Institute



Annalisa USARDI, CFA

Économiste senior – Amundi
Investment Institute

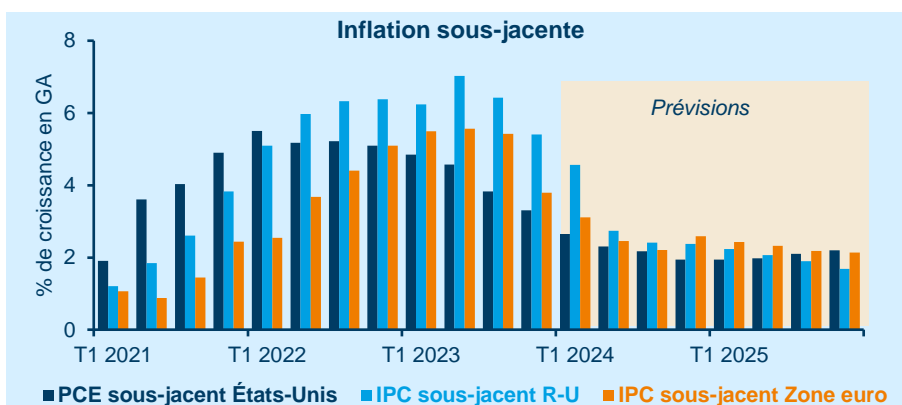
« La phase la plus facile de la désinflation étant passée, une modération des tensions sur le marché de l'emploi sera nécessaire pour maintenir l'inflation autour de l'objectif. »

Les derniers chiffres de l'inflation du T4 2023 en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis ont surpris à la baisse, les taux d'inflation totale en glissement annuel (GA) s'établissant désormais à 2,9 %, 3,9 % et 3,4 % respectivement, ce qui laisse présager un retour plus rapide que prévu à l'objectif.

Une tendance désinflationniste rapide, plus spectaculaire en ce qui concerne l'inflation globale que l'inflation sous-jacente, s'est manifestée dans l'ensemble des marchés développés (MD), soutenue par des effets de base très favorables sur les prix de l'énergie qui devraient désormais progressivement s'estomper, voire devenir légèrement défavorables. L'expiration des mesures spéciales mises en œuvre par les différents États, en particulier en Europe, pour réduire l'impact du choc énergétique en 2022 pourrait temporairement accroître la contribution de l'énergie à l'inflation globale et renforcer la volatilité à court terme. Aussi, alors que le processus désinflationniste général est appelé à se poursuivre (nous prévoyons une poursuite de la baisse des prix des biens en 2024), nous pensons que **la « phase la plus facile » du processus de désinflation est passée et que ramener l'inflation sous-jacente à l'objectif nécessitera une modération substantielle de la demande et de la croissance.** Bien que l'IPC sous-jacent reste supérieur à l'objectif dans les trois régions (États-Unis (3,9 %), Royaume-Uni (5,1 %) et zone euro (3,4 %)), les politiques macroéconomiques, en particulier la politique monétaire, sont suffisamment restrictives pour provoquer ce ralentissement de la croissance.

La normalisation des chaînes d'approvisionnement, l'anticipation d'une croissance économique inférieure à la normale et la réorientation de la demande intérieure des biens vers les services laissent présager une poursuite de la modération des prix des biens sous-jacents en 2024, dans le cadre d'un phénomène mondial qui devrait avoir un impact similaire sur les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro.

La dynamique des prix des services sous-jacents reste, en revanche, plus complexe : bien que la croissance économique ralentisse progressivement, la demande de services résiste, soutenue par une solide croissance des salaires, maintenant ainsi un pouvoir de fixation des prix et des niveaux de prix élevés dans le secteur des services. Par conséquent, **nous pensons qu'une modération significative des tensions sur les marchés de l'emploi et de la dynamique des salaires sera essentielle pour maintenir l'inflation à un rythme stable lorsqu'elle sera proche des niveaux cibles des banques centrales.** La faible croissance que nous anticipons en 2024 devrait y contribuer.



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



Immobilier : vers un retournement positif ?

Les récentes décisions de Pékin et de Shanghai d'assouplir leurs restrictions draconiennes en matière d'achat de logements ont ravivé l'espoir d'une plus grande stabilité du marché immobilier chinois en 2024. Toutefois, les effets de ces changements de politique devraient être limités. Les villes de première catégorie, dont Pékin et Shanghai, ne représentent que 3 % des surfaces vendues au niveau national, tandis que de plus en plus de ménages vendent leur logement sur le marché secondaire.



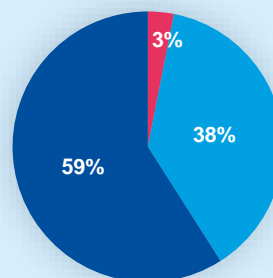
Claire HUANG

Stratège macroéconomique senior sur les marchés émergents -Amundi Investment Institute

« *Aucun signe ne permet de penser que la correction du marché immobilier chinois va s'arrêter.* »

Nous anticipons des baisses de prix supplémentaires, en particulier dans les grandes villes qui ont jusqu'à présent échappé à des corrections significatives. La correction du marché immobilier chinois devrait se poursuivre en 2024, sous la forme d'un double ajustement des prix et des volumes.

Part des surfaces vendues par catégorie de villes (% du total national)



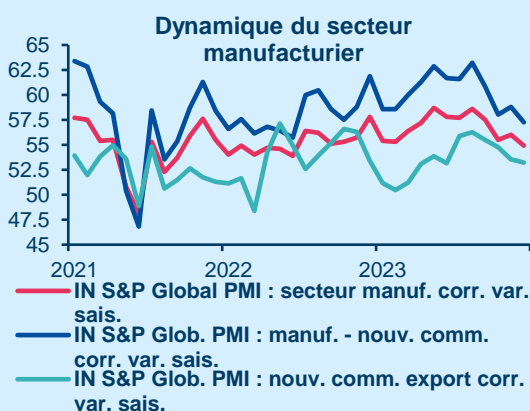
■ Catégorie 1 (4) ■ Catégorie 2 (45) ■ Catégorie inférieure (288)

Source : Amundi Investment Institute, China City Statistical Yearbook 2022 (publié en avril 2023). Entre parenthèses, nombre de villes dans chaque catégorie.

INDE

Ralentissement de l'activité en décembre

Les indicateurs généraux de l'industrie et du secteur manufacturier continuent de signaler une dynamique économique solide en début de trimestre, malgré le fléchissement généralisé de l'indice PMI en décembre (54,9 après 56). La demande intérieure l'emporte sur la demande extérieure avec des nouvelles commandes à 57,3 et des commandes à l'exportation à 53,2. Les prix des produits alimentaires, composante la plus instable et la plus pertinente, ont propulsé l'inflation globale à 5,6 % en glissement annuel en novembre, contre 4,9 % en glissement annuel en octobre, en y contribuant à hauteur de 3,7 %. Le chiffre de l'inflation de décembre est attendu à 6 % en glissement annuel.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream Eikon. Données au 15 décembre 2023.

Les chiffres budgétaires de novembre confirment le maintien d'un contexte solide avec un Développement Financier (*Financial Development*) représentant environ 51 % du budget de l'année fiscale 2024 huit mois après le début de l'exercice. Une très légère diversion vers des dépenses moins productives est en cours. Le déficit courant du T2 de l'année fiscale 2024 est passé de 1,7 % à 1 % du PIB : le dynamisme des exportations de services compense en partie la faiblesse de celles de biens.



Alessia BERARDI

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

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

Aperçu macroéconomique



Après une solide performance au T3, l'économie américaine devrait progressivement ralentir sous l'effet d'une moindre vigueur de la demande intérieure, pénalisée par le resserrement des conditions de crédit. Si une croissance modérée a été enregistrée au T4, nous continuons d'anticiper une décélération plus marquée au S1 2024. Dans le même temps, l'inflation va progressivement ralentir grâce à l'affaiblissement de l'inflation des services, jusqu'à présent persistante.



Après la faiblesse des chiffres du T3, celle des indices PMI montre que l'économie de la zone euro se trouve déjà dans une phase de croissance atone, sous l'effet de la dégradation des conditions financières, de la demande et de la confiance des entreprises. Face à une croissance mondiale moins vigoureuse et à une politique budgétaire moins favorable, la croissance restera faible au cours des prochains trimestres. L'inflation ralentira progressivement pour se rapprocher de l'objectif, une tendance qui sera plus rapide pour l'inflation globale que pour l'inflation sous-jacente.



Nous avons légèrement revu à la baisse nos prévisions pour le Royaume-Uni. Nous anticipons en effet un ralentissement de la demande intérieure, une dégradation du marché de l'emploi et une faiblesse persistante des dépenses d'investissement, en raison du resserrement de la politique monétaire, de la faiblesse de l'environnement extérieur et de la persistance d'une inflation élevée. La politique budgétaire pourrait apporter un soutien modéré. L'inflation devrait ralentir pour se rapprocher de l'objectif vers la fin de 2024.



Au Japon, les chiffres du T4 confirment notre vision d'une reprise chaotique sur un rythme supérieur à la tendance. Alors que la consommation de biens a surpris à la baisse, le moral des ménages s'est encore amélioré vers la fin de l'année. La production industrielle a mieux résisté que prévu, progressant en octobre/novembre malgré une contraction des exportations et des importations.



En Pologne, l'inflation diminue progressivement. L'inflation globale a reculé à 6,3 % en glissement annuel en décembre, contre 6,6 % en novembre, mais reste nettement au-dessus de la fourchette cible de la banque centrale (2,5 % +/- 1 %). Nous pensons que la Narodowy Bank Polski (NBP) restera en attente pour le moment. En ce qui concerne l'activité économique, l'indice PMI manufacturier de décembre a légèrement reculé, passant de 48,7 en novembre à 47,4, même si le PMI a légèrement progressé sur le trimestre. En revanche, les nouvelles commandes baissent depuis 22 mois consécutifs et les commandes à l'exportation ont elles aussi reculé.



En Afrique du Sud, l'inflation globale est ressortie à 5,5 % en glissement annuel en novembre, contre 5,9 % en octobre, tandis que l'inflation sous-jacente est passée de 4,4 % en octobre à 4,5 % en glissement annuel en novembre. Notre prévision d'inflation globale pour 2024 est de 5,1 % (6 % en 2023). La SARB devrait engager son cycle d'assouplissement ce trimestre, portant son taux directeur à 7,75 % contre 8,25 % à la fin du T1 2024.



La dynamique économique reste ferme au Mexique, mais les signes d'une économie en surchauffe ayant besoin d'une pause commencent à se manifester. Les services ont enregistré une baisse de 0,5 % en octobre, ce qui conforte notre scénario d'un S2 nettement moins vigoureux que le S1 l'an prochain. Dans le même temps, la désinflation bénéficie du ralentissement des prix des biens sous-jacents, mais l'inflation des services reste persistante. Après un virage accommodant en novembre et une baisse des taux attendue au T1 2024, la Banxico s'est montrée plus prudente en décembre, suggérant qu'une telle baisse au T1 n'est pas acquise.



Le PIB brésilien continue de ralentir du fait de l'intention des autorités (taux directeurs élevés). Il a à peine progressé au T3 (0,1 %), tandis que l'indicateur d'activité économique de la Banco Central do Brasil (BCB) vient de se contracter début T4/novembre. L'inflation a continué de s'améliorer, l'IPCA annuel ralentissant à 4,7 % en glissement annuel en novembre. La BCB a maintenu son rythme d'assouplissement de 50 pb en décembre (4^e baisse à 11,75 %) et a signalé que ce rythme resterait inchangé compte tenu des problématiques budgétaires.

Un nombre croissant de BC se rapprochent du pivot

Marchés développés

La réunion de la Fed a marqué un « pivot » vers une politique monétaire plus accommodante. Le scénario de « **taux plus élevés plus longtemps** » est révolu.

La Fed ne veut pas restreindre l'économie plus longtemps que nécessaire. Les membres du FOMC (Federal Open Market Committee) sont désormais très attentifs à l'impact de la hausse des taux sur la croissance. La Fed est revenue au point où ses deux mandats (stabilité des prix et niveau d'emploi maximal soutenable) sont importants.

Malgré les récentes évolutions positives, **Christine Lagarde a déclaré que la BCE ne devait pas baisser la garde face à la chute de l'inflation**. « Nous n'avons pas du tout évoqué la possibilité d'une baisse des taux », a-t-elle admis. La BCE anticipe un rebond de l'inflation au cours des prochains mois. Les salaires sont le facteur le plus important : la BCE reste particulièrement préoccupée par l'évolution des salaires dans un contexte de baisse de la productivité.

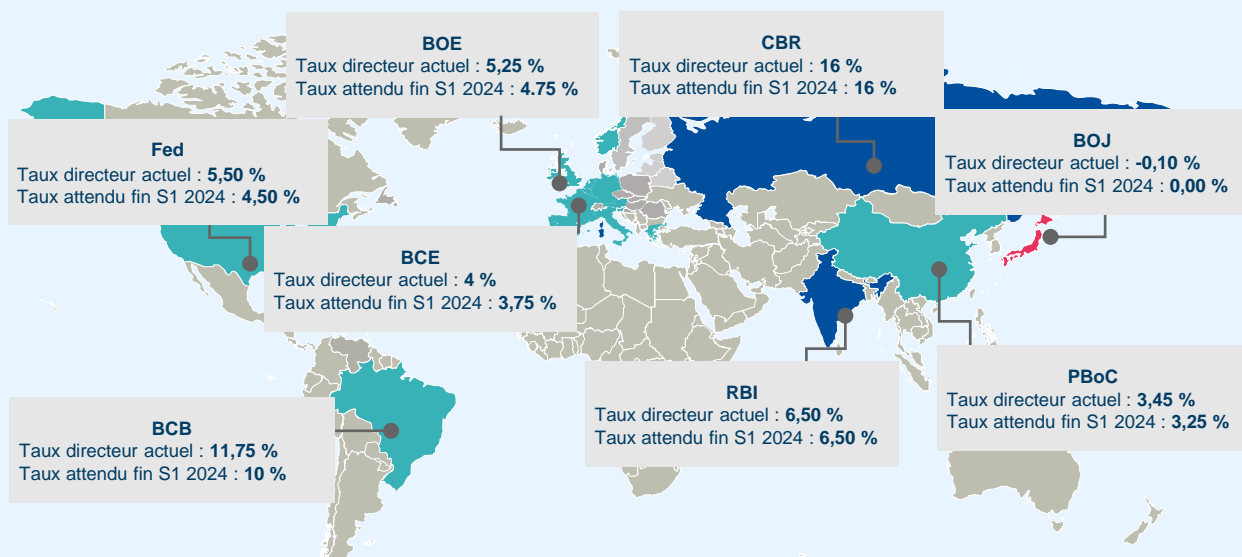
La divergence entre la Fed et la BCE est particulièrement notable compte tenu de la **faiblesse récente des performances économiques de la zone euro et de sa désinflation plus rapide que celle des États-Unis**.

Parallèlement, **la Banque d'Angleterre reste prudente** et ne montre aucune intention de s'écarter de « taux plus élevés plus longtemps ».

Marchés émergents

En décembre, les conditions financières mondiales sont restées favorables (taux de référence et dollar US), ce qui a permis aux **banques centrales des marchés émergents de poursuivre leurs cycles d'assouplissement en conduisant leurs politiques monétaires en fonction de leurs propres conditions économiques nationales**. En décembre, **la BanRep en Colombie et la CNB en République tchèque ont rejoint le groupe des banques centrales déjà engagées dans un cycle d'assouplissement**, avec de premiers gestes graduels (-25 pb chacune). Confrontée à une inflation toujours proche de 10 %, **la BanRep a ramené ses taux directeurs à 13 %**, conformément aux attentes du consensus. Sur fond de tendance désinflationniste plus prononcée, la BanRep devrait procéder à des baisses plus importantes en 2024 (plus de 400 pb). Avec la reprise de la désinflation en novembre, **la CNB a engagé son cycle d'assouplissement** (taux directeurs à 6,75 %), alors que nous l'anticipons début 2024. Nous confirmons notre prévision de taux directeurs à 4 % d'ici fin 2024. Sur une trajectoire opposée et avec un discours spécifique, **la Banque centrale de Turquie a de nouveau relevé ses taux**, modérant le rythme (+250 pb à 42,5 %). La fin du cycle de hausse des taux est proche (après 3 400 pb de hausse) avec un pic probablement à 45 %.

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



Source : Amundi Investment Institute, au 10 janvier 2024. L'évaluation par Amundi de l'évolution des taux des banques centrales repose sur le jugement prospectif de l'Amundi Institute concernant l'orientation des taux directeurs, établi sur la base des indications prospectives et de la communication des banques centrales.

DATES CLÉS	25 janvier	31 janvier	1er février
	Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE	Réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) américain	Réunion du Comité de politique monétaire de la BOE



2024, une année de risques baissiers plus importants



Anna ROSENBERG
Responsable géopolitique -
Amundi Investment Institute

« 2024 ressemblera
davantage à 2023,
avec des risques
encore plus élevés,
qu'à 2018 ».

Pour celles et ceux qui souhaitent une évaluation binaire du risque, **notre scénario de référence (probabilité : environ 60 %+) est que les principales zones de tension géopolitique ne devraient pas s'enflammer l'an prochain.** Il est toutefois important de noter que 2024 ressemblera davantage à 2023, avec des risques encore plus élevés, qu'à 2018. **Cela signifie qu'il devrait y avoir des surprises négatives compte tenu de l'ampleur du risque dans le système** et de la volonté de certaines puissances d'exploiter les vulnérabilités pour affaiblir les États-Unis et leurs alliés. Nous avons revu à la hausse les risques baissiers de bon nombre de nos scénarios géopolitiques pour cette année. Dans de nombreux cas, ce risque peut atteindre 40 %, ce qui signifie qu'il vaut mieux se préparer et réfléchir aux conséquences de ce qui pourrait se produire s'il se concrétisait.

En Israël, même si le scénario de base est toujours que le conflit restera « local », les événements actuels nous rappellent que le risque d'escalade régionale à plus grande échelle reste important. Même s'il est peu probable que l'Iran s'implique directement, il est de plus en plus probable qu'Israël décide de frapper l'Iran. En ce qui concerne les relations entre la Chine et Taïwan, **nous pensons qu'un gouvernement taïwanais plus agressif sera en place après les élections de janvier, de sorte que les tensions vont probablement augmenter** ([DPP wins Taiwan elections: key take-aways for investors | Amundi Research Center](#)). Si l'opposition, plus favorable à la Chine, devait l'emporter, les relations entre Taïwan et la Chine s'amélioreraient, mais elles se dégraderaient probablement entre les États-Unis et Taïwan et, par conséquent, entre les États-Unis et la Chine. **Quant à la Russie et l'Ukraine, la poursuite des combats est le scénario le plus probable pour la majeure partie de 2024,** avec une offensive probable de la Russie à l'approche des élections américaines.

POLITIQUE



Dettes publiques en zone euro : attention aux divergences



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

« La plupart des pays
auront très peu de
marge de manœuvre
budgétaire pour
absorber de nouveaux
chocs. »

La consolidation budgétaire est essentielle. La persistance des pressions haussières sur les dépenses et la hausse des charges d'intérêt compliquent la tâche des autorités. Les budgets 2024 prévoient une réduction des déficits publics grâce à la suppression des mesures temporaires et à un retour attendu de la croissance. Mais les prévisions officielles de croissance du PIB sont trop optimistes.

La dette de certains pays (France, Italie et Belgique) se stabilisera à peine. Cela signifie que les politiques budgétaires contracycliques ambitieuses appartiennent au passé.

En Allemagne, la règle du frein à l'endettement impose une forme de consolidation budgétaire difficilement conciliable avec les faiblesses structurelles de l'Allemagne et qui risque d'être contre-productive en période de récession. Cette consolidation est susceptible de nuire à la

croissance potentielle, notamment si les plans d'investissement sont revus à la baisse.

En France, les économies réalisées grâce à la réduction des mesures de soutien liées à l'énergie sont compensées par une augmentation des dépenses dans d'autres domaines prioritaires. Le gouvernement anticipe un retour à un déficit de 3 % du PIB, mais pas avant 2027.

En Italie, la dette continue de peser sur les perspectives budgétaires. La réduction des dépenses publiques se limite à une baisse progressive des dépenses temporaires liées au Covid et à la crise énergétique. Cette réduction devrait être compensée par une augmentation du service de la dette. Plutôt que d'augmenter les impôts, le gouvernement prévoit de stimuler la croissance par le biais d'un programme national de relance de 250 milliards d'euros.

Autrement dit, la zone euro manque d'ambition. Cela pourrait lui coûter cher.

Scénario central et scénarios alternatifs

SCÉNARIO BAISSIER Ralentissement mondial

Prob.
20%

SCÉNARIO CENTRAL Ralentissement marqué de la croissance mondiale

Prob.
70%

SCÉNARIO HAUSSIER Résilience de l'économie

Prob.
10%



- Aggravation de la guerre en Ukraine.
- Extension du conflit au Moyen-Orient (Iran).
- Davantage de protectionnisme et de représailles face aux mesures protectionnistes.

- La persistance de l'inflation sous-jacente entraîne un resserrement des conditions financières.
- Tension financière.
- Deux sous-scénarios avec des trajectoires différentes pour les taux directeurs : **récession modérée** : les risques inflationnistes peuvent encore prévaloir ; et **récession forte** : baisses de taux importantes dès le S1 2024. Le second est le plus probable.

- Perspectives de récession plus généralisées (croissance mondiale nettement inférieure à 2 %).

- Report des mesures de transition climatique : davantage de phénomènes climatiques affectent les chaînes d'approvisionnement ou la sécurité alimentaire.

- Ukraine-Russie : poursuite des combats (cessez-le-feu moins probable).
- Israël : le conflit devrait rester local.
- Chine/US : trajectoire baissière maîtrisée.
- Davantage de protectionnisme, near-shoring/friend-shoring.

- L'inflation ralentit progressivement ; l'inflation sous-jacente persistante devrait se rapprocher de l'objectif d'ici fin 2024.
- BC des MD : statu quo, pas de baisse des taux avant la fin du printemps
- Le taux des *Fed Funds* revient à 3,75 % fin 2024 (-150 pb) en ligne avec la tendance désinflationniste attendue du déflateur PCE sous-jacent. BCE (-125 pb), avec une première baisse de taux en juin 2024.
- La plupart des BC des MÉ ont atteint leurs pics de taux. Baisses de taux attendues dans certains pays, notamment en Amérique latine.
- Politiques budgétaires très différentes selon les pays. Durcissement des politiques budgétaires de l'UE. L'impulsion budgétaire américaine (IRA, CHIPS act) va s'essouffler en 2024. L'espace budgétaire des MÉ est limité dans un contexte de prudence. Mesures budgétaires modérées en Chine pour contenir le ralentissement.

- Le ralentissement mondial est de plus en plus synchronisé : croissance très anémique en Europe (avec des risques de récession croissants), faible récession américaine au S1 2024, ralentissement marqué et transition rapide vers un régime de croissance plus lent en Chine.
- Le resserrement des conditions de crédit devrait peser sur l'activité économique des MD au cours des prochains trimestres.
- L'écart de croissance devrait rester favorable aux MÉ en 2024-25.

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

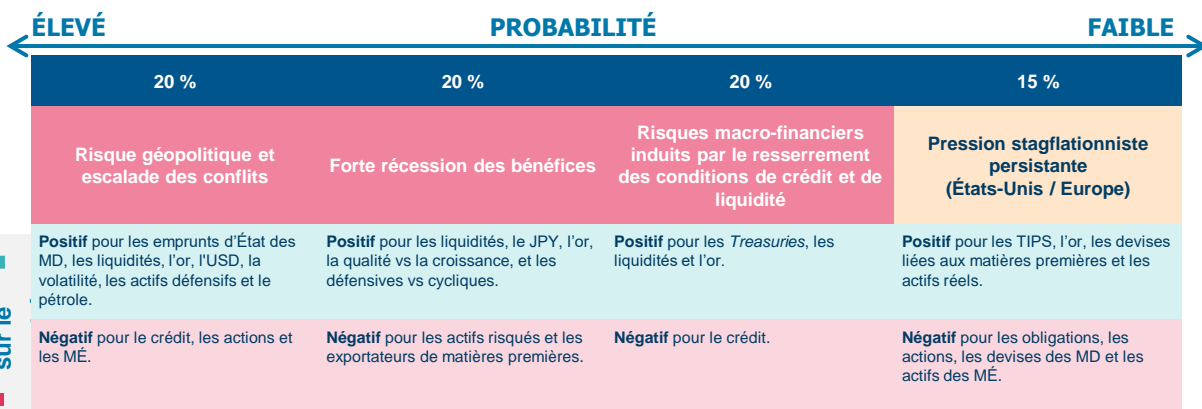
- Désescalade/cessez-le-feu en Ukraine.
- Fin de la guerre Israël-Hamas.
- Baisse des prix de l'énergie ou des produits alimentaires.

- Conforme aux anticipations de baisse progressive des taux d'intérêt.

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

- La politique en matière de changement climatique et la transition énergétique sont des priorités absolues, coordonnées entre les régions.

Risques pesant sur le scénario central



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

Cross Asset Sentinels Threshold (CAST)

En quoi consiste le modèle ?

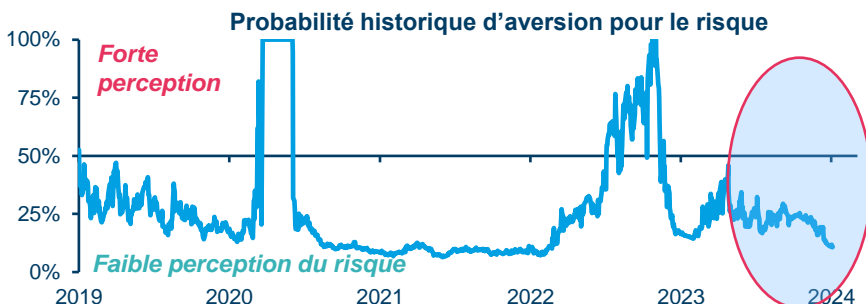


Lorenzo PORTELLI

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

« Les conditions financières peuvent influencer la perception du risque par les marchés et, au final, guider les décisions d'allocation d'actifs. »

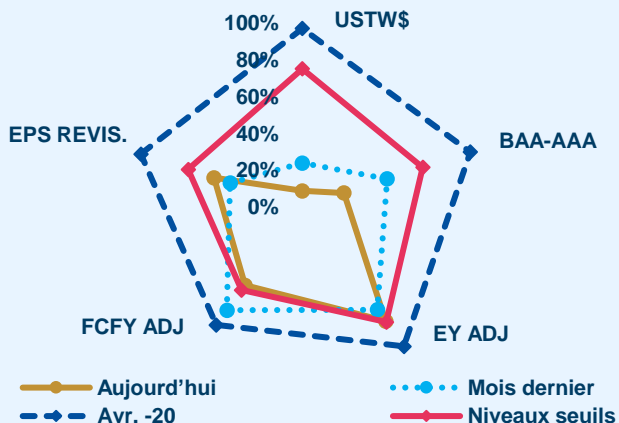
- **Fondement :** CAST est le modèle d'Amundi Investment Institute (All) permettant d'évaluer dans quelle mesure les conditions financières se répercutent sur les fondamentaux et les valorisations des entreprises. La perception du risque de marché ayant tendance à être corrélée aux conditions financières, une dégradation de ces dernières conduit à une allocation d'actifs plus défensive.
- **Configuration du modèle :** CAST se compose d'une sélection de cinq indicateurs visant à évaluer la probabilité de voir les marchés en mode d'aversion pour le risque. Un seuil d'alerte est estimé pour chaque indicateur. Il représente le niveau au-delà duquel l'indicateur a historiquement signalé un épisode de forte tension sur les marchés et d'aversion pour le risque. Les seuils peuvent être considérés comme des signes de complaisance excessive des investisseurs à l'égard du marché et signaler un tournant pour les actifs risqués.
- **Résultat du modèle :** lorsque les indicateurs se rapprochent des seuils, la perception du risque augmente. La probabilité d'une phase d'aversion pour le risque s'accroît de manière exponentielle si ces niveaux sont dépassés.



Quels sont les signaux actuels ?

- À l'heure actuelle, CAST indique une probabilité d'aversion pour le risque de 11 %, un niveau proche des planchers historiques.
- Actuellement, les deux indicateurs relatifs aux multiples de valorisation des actions (FCFYaju. et EYaju.) sont à peine inférieurs de quelques points de pourcentage à leurs seuils d'alerte, ce qui indique que les valorisations des actions sont devenues excessives par rapport aux niveaux de bénéfices et au coût de financement du crédit.
- Les trois autres indicateurs sont éloignés de la zone d'alerte, contribuant de manière significative à la faible probabilité d'aversion pour le risque.

CAST et contributions des principaux moteurs - Relevés quotidiens vs seuils d'alerte



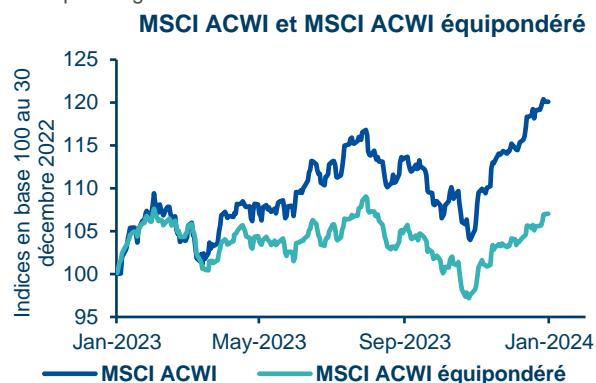
Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 5 janvier 2024. USTW\$ = dollar US pondéré en fonction des échanges commerciaux (en glissement trimestriel) ; BAA-AAA = écart entre les spreads de crédit Baa et Aaa de Moody's ; BPA REVIS. = ratio de révisions nettes du BPA du S&P 500 ; FCFY AJU. = rendement des flux de trésorerie disponibles ajusté* du S&P 500 ; EY AJU. = rendement des bénéfices ajusté* du S&P 500. (*ajusté du niveau de spread de crédit Baa-Aaa de Moody's)

Les actions en graphiques

Marchés développés

Rebond sur une large base en fin d'année

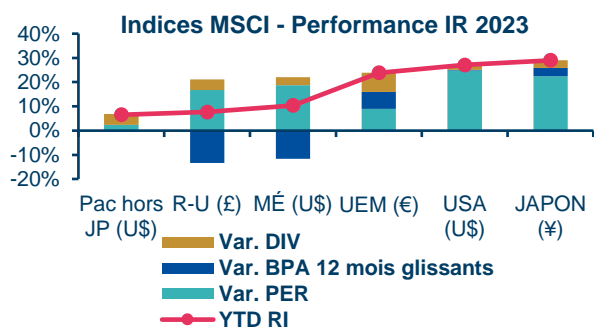
Bien que l'écart entre les indices MSCI ACWI pondérés en fonction du capital et équipondérés ait persisté tout au long de l'année 2023, le rebond de fin d'année s'est fait sur une base plus large.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 2 janvier 2024.

Le Japon et les États-Unis en tête

Le Japon, les États-Unis et l'UEM ont bénéficié de la hausse des ratios PER et des BPA. Pour les MÉ et le Royaume-Uni, la hausse des PER a compensé la baisse des BPA. Dans la région Pacifique hors Japon, les dividendes ont été clé.



Source : Amundi Investment Institute, Datastream. Données au 2 janvier 2024. YTD RI : performance des indices en performance totale sur 2023 ; Var BPA : variation du BPA sur 12 mois en 2023 ; Var PER : contribution du ratio PER ; Var DIV : contribution des dividendes à la performance totale de l'indice sur 2023.



« L'année 2023 s'est révélée positive pour les actions dans leur ensemble. »

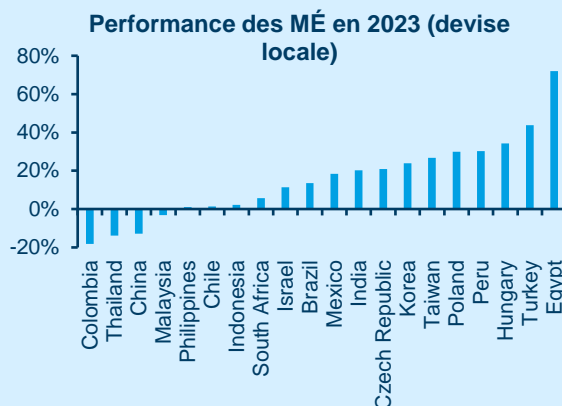
Eric MIJOT

Responsable de la Stratégie actions mondiales - Amundi Investment Institute

Marchés émergents

2023 a été favorable aux MÉ, malgré la Chine

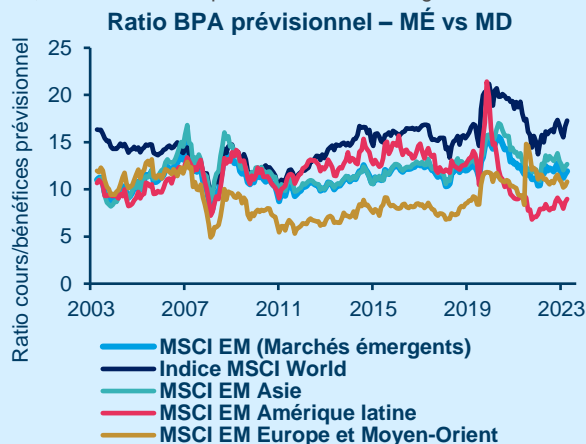
La performance des marchés émergents a été positive en 2023, quoique fortement diminuée par la Chine.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 31 décembre 2023.

Valorisations : Amérique latine et EMOA en tête

Les valorisations restent favorables aux MÉ par rapport aux MD, surtout en Amérique latine et dans la région EMOA.



Source : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 31 décembre 2023.



« L'année 2023 a été positive pour les MÉ, malgré la mauvaise performance de la Chine. »

Alessia BERARDI

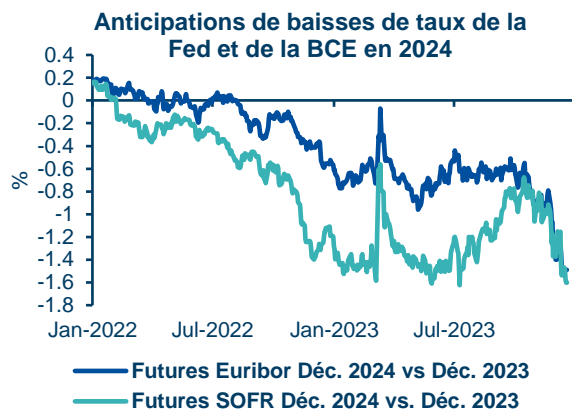
Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents – Amundi Investment Institute

Les obligations en graphiques

Marchés développés

L'inflation devrait rapidement revenir à 2 %

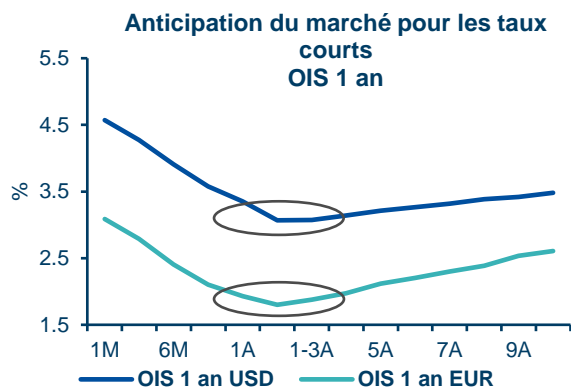
Les anticipations de baisse des taux de la BCE en 2024 ont accéléré depuis fin octobre pour atteindre -150 pb, en ligne avec celles de la Fed, malgré le ton plus restrictif de la BCE.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 21 décembre 2023. SOFR : taux de financement au jour le jour garanti.

Baisse à venir des taux de la Fed et de la BCE

Le taux directeur de la BCE devrait passer sous la barre des 2 % : anticipations de baisses en dessous du taux neutre et/ou de révisions à la baisse du taux neutre.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 21 décembre 2023. OIS : swap indexé au jour le jour.



« La vigueur de la demande et du marché de l'emploi jouera un rôle crucial dans l'orientation de la politique monétaire. »

Valentine AINOUIZ

Responsable de la Stratégie obligataire mondiale - Amundi Investment Institute

Marchés émergents

Devises émergentes : reprise en cours

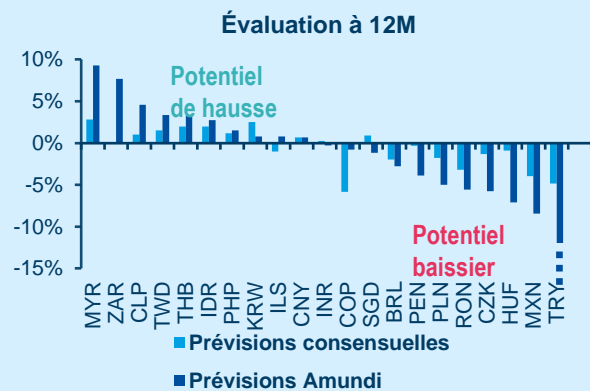
Les devises des marchés émergents se sont légèrement redressées en 2023, avec une tendance haussière marquée surtout au dernier trimestre.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 31 décembre 2023. Dynamique calculée en tant que moyenne cumulée des performances des devises émergentes par rapport à l'USD.

Certaines devises pourraient rebondir davantage

Après le récent rebond, nous pensons que les devises émergentes asiatiques qui ont sous-performé l'an passé recèlent un potentiel haussier supplémentaire à 6 mois.



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 20 décembre 2023. La livre turque (qui n'est pas entièrement incluse ci-dessus) est à -31,10 %.



« L'appétit pour le risque a profité aux devises émergentes le mois dernier. »

Alessia BERARDI

Responsable de la Stratégie macroéconomique Marchés émergents – Amundi Investment Institute

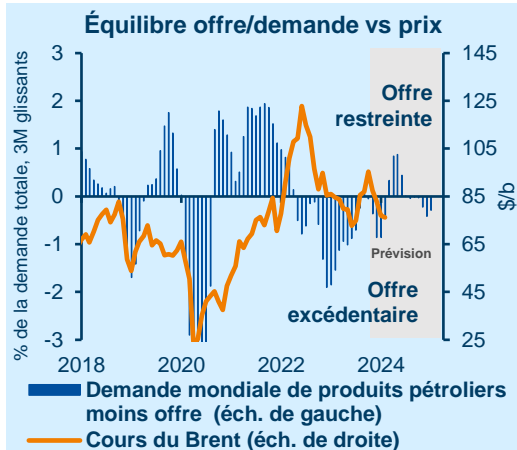


Jean-Baptiste BERTHON
Stratège senior Cross Asset –
Amundi Investment Institute

« L'offre américaine et la baisse de crédibilité de l'OPEP ont plafonné les prix. »

Une hausse modérée du prix du pétrole se profile

La hausse de l'offre hors OPEP et la moindre discipline de l'OPEP+ ont été les principaux freins pour les cours. La production américaine a surpris à la hausse en 2023, grâce à l'amélioration des techniques de forage et à l'exploitation des réserves de puits proches de leur achèvement. Le stock de puits doit à présent être reconstitué alors que les prix sont moins intéressants pour les producteurs de gaz de schiste, ce qui devrait limiter les surprises haussières. De plus, l'OPEP+ n'a pas encore tenu ses récents engagements de réduction, alors même que le respect des quotas sera plus difficile. La situation géopolitique n'a pas été favorable. Les attaques des Houthis en mer Rouge constituent davantage un problème pour les échanges commerciaux mondiaux qu'un risque pour le pétrole. Cependant, une escalade n'est pas à exclure. La demande devrait rester stable sur fond de croissance mondiale résistante. Dans un contexte de léger resserrement du marché et de pétrole à la fois bon marché et sous-détenu, le Brent devrait se rapprocher de 85 dollars le baril.

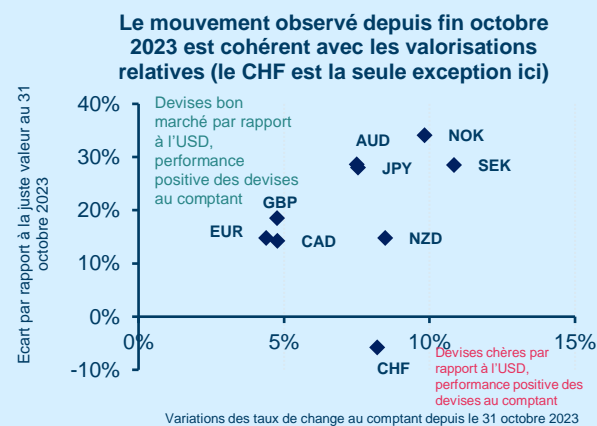


Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, AIE, OCDE, OPEP. Données au 8 janvier 2024.

DEVISES

Le repli du dollar et le « signal de début de cycle »

L'USD s'est fortement replié au T4 2023, sans exception dans l'ensemble du G10. Bien que la saisonnalité négative de l'USD en décembre ait certainement joué un rôle, les chiffres décevants de l'économie américaine et la réunion accommodante de la Fed en décembre ont été les principaux facteurs de baisse. La réaction du marché des changes semble cohérente avec la performance positive des obligations et des actions, mais le rapprochement rapide du dollar de sa juste valeur nous semble prématuré et nous incite à la prudence quant à la tentation de « courir après le marché » à partir de maintenant. Historiquement, le



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

cours moyen de l'USD revient à sa juste valeur lorsqu'un nouveau cycle démarre et que les prévisions de croissance atteignent leur plancher, mais ces conditions sont loin d'être réunies. Comme le marché n'est plus long sur le dollar et que la saisonnalité est moins défavorable au T1, nous n'identifions pas les catalyseurs d'une nouvelle dépréciation de l'USD à court terme.



Federico CESARINI
Responsable Devises MD -
Amundi Investment Institute

« Le rapprochement rapide de l'USD de sa juste valeur semble prématuré et la prudence s'impose. »

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 12 janvier 2024. 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 : 12 janvier 2024.

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

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Bloomberg Creative.

Contributeurs de l'Amundi Investment Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BERARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDZIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

GIAUSA Gabriele,

Stratégiste macro junior

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Eric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

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

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste souverains senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Édition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition

GALLARATE Gianluca,

Spécialiste Édition & Publication