

**Investment
Institute**

L'année du serpent

Regard sur la Chine en 2025 et au-delà

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

JANVIER 2025 • Document réservé aux investisseurs professionnels

SOMMAIRE

FOCUS SUR LA CHINE

La Chine en 2025 : un destin à taux réduit 4

Chine : le défi des « 3D » 6

MACROÉCONOMIE 8

Observatoire des BC : le dilemme de la Fed 9

Infographie macroéconomique : ralentissement en perspective du processus de désinflation aux États-Unis 10

Scénarios et risques 11

Prévisions macroéconomiques 12

GÉOPOLITIQUE 13

Risques extrêmes à surveiller en 2025 14

GLOBAL INVESTMENT VIEWS 16

Vues des CIO 17

Scénario de conte de fées à la veille de l'investiture de Trump

Trois questions d'actualité 19

Allocation d'actifs Amundi 23



**MONICA
DEFEND**
DIRECTRICE D'AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

« Nous pensons que les dirigeants chinois ont désormais réellement l'intention de stabiliser l'économie, une évolution notable par rapport à leur approche passive d'il y a un an. »

« Compte tenu des risques susceptibles d'influer sur la confiance des marchés – révision des bénéfices, croissance plus faible, inflation plus forte que prévu et géopolitique – il est important d'équilibrer la vision positive des actions avec des couvertures suffisantes. »



**VINCENT
MORTIER**
CIO GROUPE

THÈME DU MOIS

La Chine en 2025 : un destin à taux réduit

POINTS À RETENIR

Les dirigeants chinois défendent ouvertement des politiques non conventionnelles, notamment un assouplissement monétaire et une politique budgétaire plus expansionniste. Toutefois, nous pensons que de telles politiques ne compenseront pas complètement les pressions structurelles existantes et l'impact des surtaxes douanières américaines.

Nous nous attendons à ce que la croissance de la Chine reste sur une trajectoire descendante, ralentissant de 5,0 % en 2024 à 4,1 % en 2025, et à 3,6 % en 2026.

Dans un scénario agressif de protectionnisme commercial et de contrôle des exportations par les États-Unis, la Chine devrait maintenir son orientation budgétaire expansionniste plus longtemps qu'on ne le prévoit actuellement.

Les actions chinoises seront impactées par la politique étrangère du nouveau gouvernement Trump, tandis que des mesures de relance supplémentaires pourraient soutenir les marchés chinois, en particulier les actions de sociétés tournées vers le marché national. Nous maintenons une position neutre en privilégiant les marchés nationaux.

Les investisseurs ont appris à leurs dépens que, sans croire aux fondamentaux, on peut néanmoins gagner de l'argent en Chine. Durant l'été 2024, il était admis que la Chine devait être complètement évitée (*Anything But China*). Fin septembre, les actions chinoises enregistraient une hausse moyenne de 25 %, les déclarations des autorités déclenchant une vague d'achat généralisée et la peur « de ne pas en être » gagnant les marchés.

Le 24 septembre, la Banque populaire de Chine (BPC) annonça la mise en place de programmes de soutien aux marchés boursiers ; deux jours plus tard, le Bureau politique tint une réunion d'urgence et modifia les politiques économiques. Ceux qui s'appuyaient exclusivement sur les fondamentaux durent se contenter d'observer ce violent rebond sans y participer. La leçon à tirer est claire : l'investissement top-down en Chine est devenu un jeu tactique accompagné, la plupart du temps, de jugements à court terme.

Prise de conscience, enfin !

Les opinions sur la Chine sont souvent réduites à une opposition simpliste entre haussiers et baissiers. Associer des titres optimistes face aux annonces politiques avec des opinions baissières sur la croissance et l'inflation en Chine peut sembler contradictoire. **En fait, nous reconnaissons que les dirigeants ont clairement l'intention de réorienter leur politique, mais restons sceptiques quant à son efficacité.**

Contrairement à l'an dernier, où nous décrivions la politique chinoise comme étant complaisamment passive, les dirigeants du pays ont aujourd'hui levé toute ambiguïté. **Ils défendent désormais ouvertement des politiques non conventionnelles, surtout un assouplissement monétaire et une politique budgétaire plus expansionniste. Cette réorientation résulte probablement d'une crise systémique atypique**, où les gouvernements locaux, à court d'argent, peinaient à payer les entreprises, les banques et les fonctionnaires. En outre, l'élection de Donald Trump renforce la nécessité d'une telle évolution. Cette prise de conscience des dirigeants devrait se traduire par une série de mesures visant à stabiliser l'économie, comme suit :

- **Politique monétaire** : nous anticipons un total de 50 points de base (pb) de baisse des taux directeurs au premier semestre 2025, portant le taux des opérations d'open market (OMO) sur sept jours à 1 %, avec une première baisse de 25 pb en février.
- **Politique budgétaire** : nous tablons sur une politique budgétaire expansionniste avec un déficit budgétaire supplémentaire de 2 %, portant le déficit global à 10 % du PIB en 2025, contre 8 % en 2024. Sur ces dépenses supplémentaires, 1 % sera dédié à la consommation, notamment via un programme continu de reprise de biens de consommation et de subventions à la naissance d'un montant de 500 à 800 RMB pour les familles avec plus d'un enfant. Ceci sera annoncé le 5 mars 2025 lors du Congrès national du peuple. **Cela semble le minimum requis pour stabiliser la demande intérieure, indépendamment de ce que Trump annoncera le 20 janvier.**

RÉDACTEURS

**ALESSIA
BERARDI**

RESPONSABLE DE
LA STRATÉGIE MACRO
ÉMERGENTS, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

CLAIRE HUANG

MACROSTRATÉGISTE
SENIOR, ME
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

- **En cas de politiques protectionnistes agressives et de contrôles des exportations par le gouvernement Trump, la Chine est susceptible de maintenir cette orientation budgétaire expansionniste plus longtemps que ce qui est actuellement prévu.** À partir de 2025-2027, on peut s'attendre à une large détente, qui rappellera les première et deuxième flèches de l'ancien Premier ministre japonais Shinzo Abe à partir de 2012. Dans ce cas, il est probable que l'assainissement budgétaire soit retardé et que le déficit soit maintenu à 10 % en 2026-2027 également.

Toutefois, nous pensons que l'impact de ces politiques ne compensera pas complètement les contraintes structurelles existantes. Une manière simple de mettre la situation en perspective est de considérer le temps qu'il a fallu au Japon pour se remettre de sa période d'inflation zéro à partir du lancement des « Abenomics » en 2012. Les marchés devraient adopter une position semblable.

Nous nous attendons à ce que la croissance de la Chine reste sur une trajectoire descendante, ralentissant de 5,0 % en 2024 à 4,1 % en 2025, et à 3,6 % en 2026. Le train de mesures à venir pourrait contribuer à atténuer les effets du désendettement de ces dernières années, mais il est peu probable qu'il permette d'inverser le ralentissement structurel. Comme en témoignent les données récentes, en dehors des segments qui ont bénéficié directement du programme gouvernemental de reprise des biens de consommation, la demande des consommateurs reste faible.

Pour résumer, nous pensons que les dirigeants chinois ont réellement l'intention de stabiliser l'économie, une évolution notable par rapport à leur approche passive d'il y a un an. Il n'existe en revanche pas de solution miracle aux défis séculaires des « 3D » de la Chine (démographie, dette et découplage, voir [ici](#) pour plus de détails).

Nous pensons que les dirigeants chinois ont réellement l'intention de stabiliser l'économie, ce qui constitue une évolution notable par rapport à leur approche passive d'il y a un an.

Points clés du bureau sur les actions chinoises

- **Le changement de politique et les valorisations constituent des éléments favorables :** on observe une évolution notable des politiques vers une position gouvernementale favorable à la croissance, avec une volonté de soutenir le secteur immobilier, d'appuyer les entreprises privées et d'encourager la consommation. Ceci, combiné à l'important excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie de Covid-19, pourrait présenter des opportunités attractives pour les investisseurs à long terme. Les valorisations et le positionnement sont également favorables.
- **La montée des risques géopolitiques nous incite à garder une position neutre à court terme, en privilégiant les actions du marché intérieur.** La forte incertitude quant à la politique de Trump et les nominations contradictoires dans son équipe ministérielle appellent à une position neutre dans l'ensemble. Les marchés offshore pourraient à un moment donné bénéficier d'une évolution positive de la situation géopolitique, l'hypothèse de base étant celle d'une désescalade, mais nous privilégions les actions du marché intérieur qui pourraient être soutenues par les mesures de relance à venir.
- **Les réformes structurelles et l'ampleur du soutien budgétaire sont des facteurs clés à surveiller.** Il est essentiel de surveiller l'ampleur et la composition du soutien budgétaire, en particulier à la lumière du prochain congrès des « Deux sessions ». Il faudra ainsi rester attentif aux annonces de réformes structurelles qui pourraient contribuer à rééquilibrer la composition de la croissance de manière plus structurelle (réformes de la sécurité sociale, des retraites et du Hukou) et permettre un rebond durable du marché. Toutefois, les contraintes politiques liées à la mise en œuvre de ces réformes risquent d'entraver les progrès si l'on ne reconnaît pas que les mesures de relance sans réforme n'auront qu'un effet temporaire.

NICHOLAS MCCONWAY, RESPONSABLE ACTIONS ASIE EX-JAPON, AMUNDI

MACROÉCONOMIE

Chine : le défi des « 3D »

Dans une perspective à long terme, la Chine est confrontée à des difficultés séculaires majeures et persistantes, telles que les mutations Démographiques, les problèmes de Dette et le Découplage – désignés collectivement sous le nom de défis des « 3D ». **Nous pensons que ces phénomènes finiront par ramener la croissance de la Chine à 3 % et que cette convergence se fera plus tôt que plus tard, contrairement au consensus et aux prévisions du FMI.**

Le profil démographique constitue un défi à très long terme

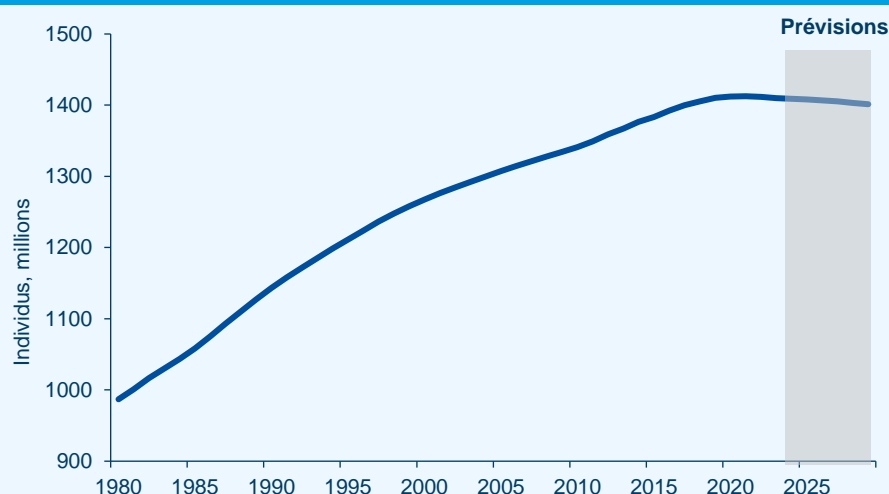
Même si les dirigeants chinois parviennent à faire passer l'indice de fécondité de 1,0 % en 2023 à 1,5 % en 2025 et 1,8 % en 2035, la population en âge de travailler continuera de diminuer au cours de la prochaine décennie. Par conséquent, **la contribution à la croissance économique de la croissance de la main-d'œuvre restera probablement négative pendant les prochaines décennies.**

Le découplage économique par rapport aux États-Unis devrait freiner la croissance de la productivité

C'est notamment le cas des politiques américaines visant à contenir les avancées de la Chine dans les technologies essentielles et à réorienter les chaînes d'approvisionnement mondiales hors de Chine. La réponse de la Chine, qui consiste à doubler les investissements publics dans les secteurs stratégiques, pourrait ne pas donner les résultats escomptés. On sait par expérience que la commercialisation et la demande des utilisateurs finaux sont cruciales pour l'adoption réussie de nouvelles technologies.

Auparavant, la Chine progressait rapidement sur la courbe mondiale de l'innovation, en grande partie grâce à son vaste écosystème de production manufacturière, qui facilitait les processus d'innovation par le biais d'essais et d'erreurs répétés. Cependant, les entreprises sont désormais contraintes de délocaliser leur production à l'étranger, soit pour des raisons géopolitiques, soit pour trouver des marges bénéficiaires plus élevées.

GRAPHIQUE : La population de la Chine



Source : Amundi Investment Institute, FMI. Données au 10 janvier 2025. Prévisions établies par le FMI.

RÉDACTEURS

**ALESSIA
BERARDI**

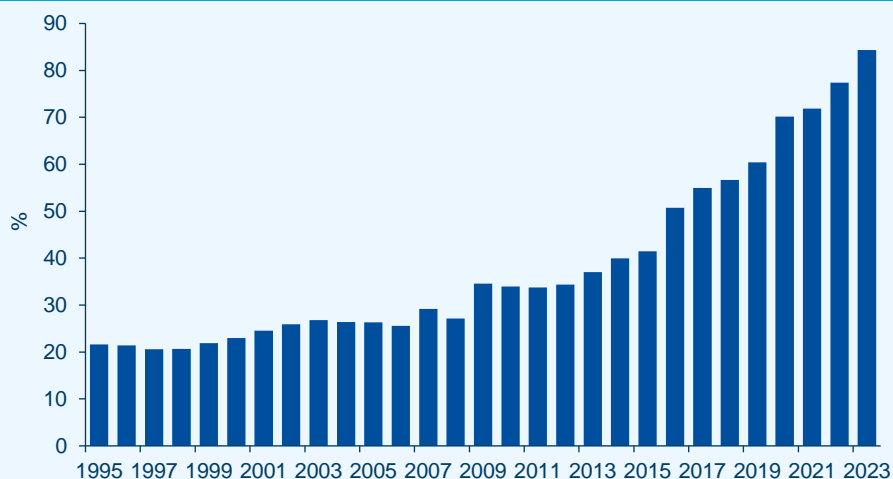
RESPONSABLE DE
LA STRATÉGIE MACRO
ÉMERGENTS, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

CLAIRE HUANG

MACROSTRATÉGISTE
SENIOR, ME
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

*Nous pensons
que ces « 3D »
finiront par
ramener la
croissance de la
Chine à 3 % et
que cette
convergence se
fera plus tôt que
plus tard.*

GRAPHIQUE : Dette des administrations publiques chinoises en pourcentage du PIB



Source : Amundi Investment Institute, FMI. Données au 8 janvier 2025.

Les dirigeants privilégient de plus en plus une attitude flexible pour résoudre le problème de la dette.

Fin 2021, les responsables politiques ont mis en place un processus de désendettement dans le secteur immobilier et se sont engagés dans un plan pluriannuel de réduction de la dette dans l'immobilier et dans les véhicules de financement informels des gouvernements locaux. Ceci a accentué la pression sur une économie déjà ralentie, contribuant à une crise budgétaire systémique au cours de l'été 2024 qui déboucha sur le changement de cap politique de septembre.

Les dirigeants privilégient de plus en plus une attitude flexible pour résoudre le problème de la dette. Néanmoins, il semble peu probable que les investisseurs croient que des problèmes profondément enracinés peuvent être résolus par la seule annonce de politiques de relance. Si l'attitude vis-à-vis de la dette change et que les stratégies de gestion évoluent, cela devrait créer des opportunités exploitables.

Les taux d'intérêt doivent baisser

Il y a encore peu, les responsables politiques chinois entretenaient l'illusion qu'il était possible de maintenir un taux de croissance de 5 %, un déficit de 3 % et une inflation de 2 % (règle des 5-3-2). Toutefois, depuis septembre, ils constatent que la croissance est plus proche de 3 %, que l'inflation est proche de 0 % et que les déficits pourraient devoir atteindre temporairement 10 % en raison de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine (passage à une configuration en 3-10-0).

Cette nouvelle configuration macroéconomique pourrait mettre à mal la soutenabilité de la dette, et ce même si cette configuration met plusieurs années à se mettre en place. Selon les principes de gestion de la dette publique, un pays dispose de trois grandes options pour gérer son ratio dette/PIB :

1. **Désendettement par la croissance** : augmentation de la croissance économique ;
2. **Assainissement budgétaire** : réduction du déficit primaire en réduisant les dépenses ou en augmentant les recettes ;
3. **Allègement de la charge du service de la dette** : réduction des taux d'intérêt.

Le taux de croissance de la Chine diminue en raison de problèmes structurels, de sorte qu'il est peu probable qu'elle parvienne à se désendetter par la croissance (option 1). L'option privilégiée de l'assainissement budgétaire (option 2) s'est heurtée à des réactions négatives, en particulier de la part des gouvernements locaux aux prises avec des problèmes immobiliers et financiers, entraînant un durcissement des procédures de recouvrement de l'impôt et des pressions économiques. Cette option a donc été abandonnée et la Chine se concentre sur la maîtrise du ralentissement de la croissance.

Avec la baisse de la croissance, les dépenses budgétaires et les déficits devraient augmenter. Pour éviter que le ratio dette/PIB ne s'envole, la Chine doit réduire la charge du service de la dette, en particulier les paiements d'intérêts. Une baisse des taux d'intérêt, notamment des taux réels, se révèle donc essentielle. Les marchés obligataires ont déjà réagi en abaissant les rendements à long terme, ce qui témoigne de la confiance qu'inspire cette évolution.

Si le taux directeur atteint 1 %, la BPC pourrait faire une pause à ce niveau historiquement bas. Toutefois, si la consommation intérieure et l'inflation ne s'améliorent pas comme prévu, les autorités pourraient envisager d'abaisser davantage les taux, ouvrant la voie à un assouplissement quantitatif.



MACROÉCONOMIE

OBSERVATOIRE DES BANQUES CENTRALES

Le dilemme de la Fed

Les chiffres récents de l'inflation vont dans le sens d'une courte pause dans la trajectoire vers l'objectif de la Fed, mais les rendements obligataires ont fortement augmenté depuis la forte baisse des taux d'intérêt de la Fed. Les anticipations d'inflation à moyen terme – y compris celles des membres du FOMC – ont augmenté (voir graphique), mais **l'essentiel de la hausse des rendements à dix ans depuis l'élection traduit une augmentation des taux réels.**

La Fed table sur une inflation en hausse d'environ 30 pb à la fin de 2025 (à 2,5 %), ce qui, implicitement, tient compte de certains changements de politique opérés par Trump, comme les surtaxes douanières et l'assouplissement budgétaire. Les prix du marché sont volatiles et sensibles aux chiffres mensuels de l'inflation. **Nous anticipons trois baisses de taux qui ramèneraient le taux directeur à 3,75 % d'ici la fin de l'année.** Nous pensons en effet que l'économie américaine va ralentir pour atteindre une croissance potentielle légèrement inférieure à 2 %, compte tenu des taux réels plus élevés et des tarifs douaniers qui pèsent sur la croissance.

Le marché du travail américain se rééquilibre progressivement et la croissance des salaires ne constitue pas un risque pour l'inflation. La demande de main-d'œuvre s'est affaiblie, avec moins de postes à pourvoir, des taux de démission plus faibles et une augmentation des emplois temporaires. Les indicateurs du coût de la main-d'œuvre (heures travaillées, salaires des nouvelles embauches) se modèrent également. Enfin, la croissance totale de 4 % des salaires est soutenue par la croissance de la productivité.

L'augmentation des rendements obligataires réels constituera un frein majeur à la croissance et aux prix des actifs. **Le déficit budgétaire – qui devrait atteindre 6 % du PIB cette année – et les émissions de dette qui y sont liées sont la raison la plus probable de la hausse des taux réels et des primes de terme,** ces compensations supplémentaires que les investisseurs exigent à la fois pour détenir davantage de dettes et pour faire face aux incertitudes accrues en matière d'inflation. Les points morts d'inflation n'ont que peu augmenté (les swaps d'inflation vont dans le même sens). En revanche, les taux réels et les primes de terme ont connu une évolution plus importante, ces dernières atteignant leur niveau le plus élevé en dix ans, ce qui est plus inquiétant.

RÉDACTEURS

MAHMOOD PRADHAN

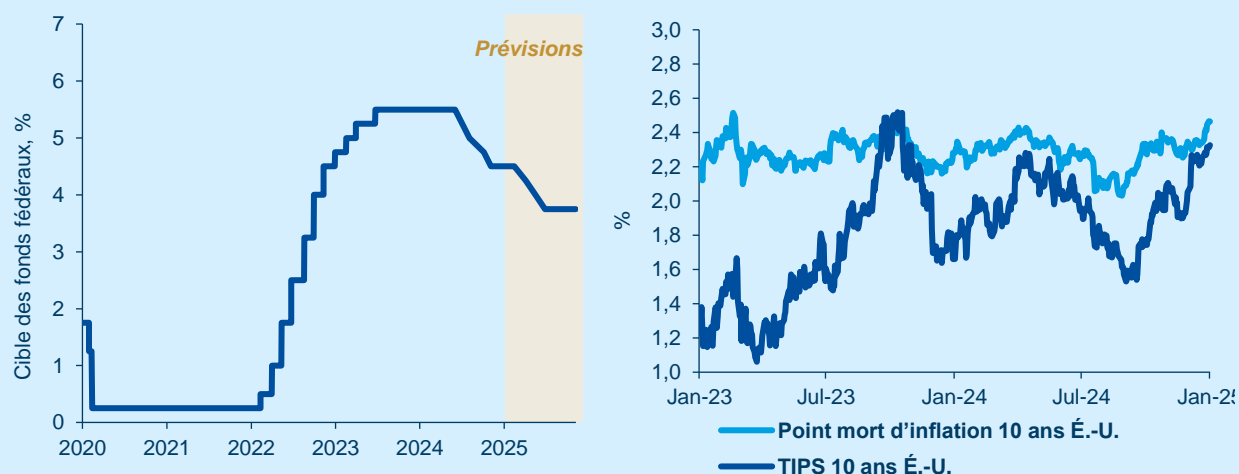
RESPONSABLE
MACROÉCONOMIE,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI, CFA

ÉCONOMISTE SENIOR,
RESPONSABLE DE LA
MODÉLISATION,
ÉCONOMIES
AVANCÉES – AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

« *Nous anticipons trois baisses de taux de 25 pb qui ramèneraient le taux directeur à 3,75 % d'ici la fin de l'année* »

GRAPHIQUES : Prévisions d'AII sur les Fed Funds ; TIPS à 10 ans et points morts d'inflation

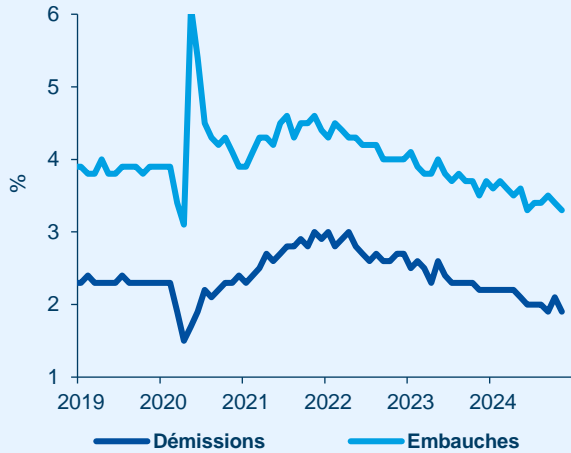


Source : Amundi Investment Institute (AII), Bloomberg. Données au 16 janvier 2025. Prévisions établies par AII et datées du 16 janvier 2025.

Ralentissement en perspective du processus de désinflation aux États-Unis



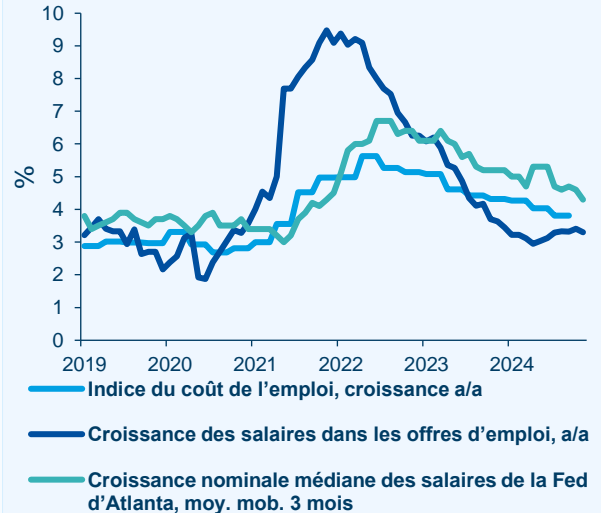
Refroidissement du marché du travail



- Malgré une hausse des offres d'emploi, la trajectoire des embauches reste orientée à la baisse.
- Les travailleurs ont de plus en plus de mal à changer d'emploi et, par conséquent, le taux de démission est en baisse.



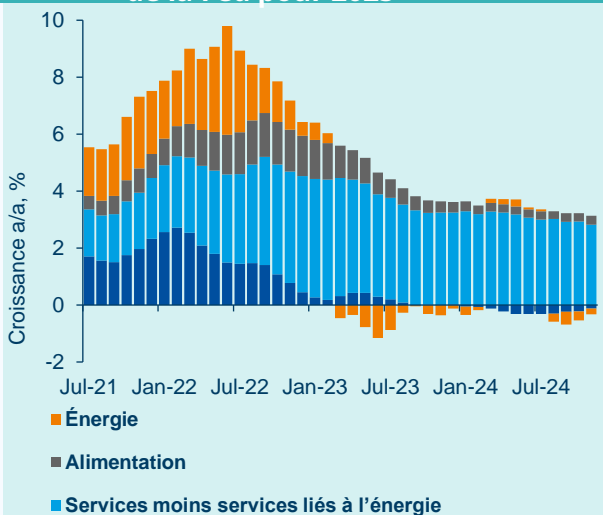
Ralentissement de la croissance des salaires et des coûts de main-d'œuvre



- Une baisse du taux de démission annonce une modération de la croissance des salaires.
- Les indicateurs de croissance des salaires sont orientés à la baisse et l'indice des postes à pourvoir montre qu'il existe une marge de modération, bien que sa stabilisation laisse présager un ralentissement du rythme de la baisse.



Les tendances de l'inflation sont un élément clé des perspectives de la Fed pour 2025



- **Mat. premières moins mat. premières alimentaires et énergétiques**
- La désinflation à venir sera principalement alimentée par l'inflation des services, qui est actuellement la composante la plus persistante.
- La désinflation future pourrait donc s'avérer plus lente que par le passé.
- La contribution désinflationniste des biens de base pourrait être remise en cause par de probables surtaxes douanières.



Tendance baissière des composantes persistantes de l'inflation



- La plupart des éléments persistants d'inflation sont liés aux services.
- Effet de base négatif sur l'inflation des services de base pour le T1 2025.

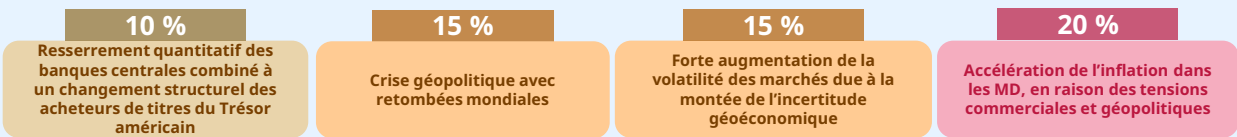
Source : Amundi Investment Institute à partir de données Bloomberg et Datastream. Données au 14 janvier 2025.

Scénario central et scénarios alternatifs

| | Probabilité 70 % | Probabilité 20 % | Probabilité 10 % |
|---|---|--|------------------|
| SCÉNARIO CENTRAL Croissance résiliente à plusieurs vitesses | SCÉNARIO BAISSIER Pression stagflationniste renouvelée | SCÉNARIO HAUSSIER Poursuite de la désinflation et gains de productivité | |
| GÉOPOLITIQUE | <ul style="list-style-type: none"> Nouvelles alliances autarciques défiant les démocraties à économie avancée : nouveaux conflits et escalade des conflits existants. Obligation pour les pays de choisir entre É.-U. et Chine. Début de déclin du commerce mondial. | <ul style="list-style-type: none"> Le risque géopolitique s'atténue à mesure que les conflits arrivent à leur terme. L'évolution de la dynamique des pouvoirs remodèle le commerce mondial, favorisant une croissance équilibrée et la prospérité. | |
| INFLATION ET DOSAGE POLITIQUE | <ul style="list-style-type: none"> Les tendances géopolitiques défavorables freinent les progrès en matière de lutte contre l'inflation et bloquent la baisse des taux. L'explosion des dettes budgétaires relève le coût. | <ul style="list-style-type: none"> Stabilisation de l'inflation autour des cibles des banques centrales (ce n'est pas un problème si l'inflation est légèrement supérieure, car les prévisions restent ancrées). | |
| TRAJECTOIRE DE CROISSANCE | <ul style="list-style-type: none"> Production plus faible et forte réduction des migrations vers les économies avancées : l'offre de main-d'œuvre diminue et la croissance aussi. Persistance des déséquilibres économiques, qui réduisent encore la croissance potentielle (Chine, UE...). | <ul style="list-style-type: none"> Potential de croissance à moyen terme relevé grâce à des réformes favorables. Investissements et activités stimulés par les politiques industrielles et commerciales. | |
| CHGMT. CLIM. | <ul style="list-style-type: none"> De nouveaux retards politiques impliquent davantage d'incidents climatiques défavorables qui entravent le dynamisme économique. | <ul style="list-style-type: none"> De zéro à héros dans la transition net zéro : géo-ingénierie, politiques coordonnées à l'échelle mondiale. | |

Risques pesant sur le scénario central

BASSE Probabilité ÉLEVÉE



| | | | | |
|-------------------------|--|---|---|---|
| IMPACT DE MARCHÉ | Positif pour le cash et l'or. | Positif pour les govies des MD, le cash, l'or, l'USD, la volatilité, les actifs défensifs et le pétrole. | Positif pour le cash et l'or. | Positif pour les TIPS, l'or, les devises liées aux matières premières et les actifs réels. |
| | Négatif pour les emprunts d'État et les actions chères. | Négatif pour le crédit, les actions et les ME. | Négatif pour les actifs risqués. | Négatif pour les obligations, les actions, les devises des MD et les actifs des ME. |

Source : Amundi Investment Institute, au 7 janvier 2025. MD : marchés développés. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. TIPS : emprunts d'État indexés sur l'inflation. FX : Marchés des changes.

PRÉVISIONS

Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques au 17 Janvier 2025

| Moyennes annuelles, % | Croissance du PIB réel, a/a, % | | | Inflation (IPC), a/a, % | | |
|------------------------|--------------------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Pays développés | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 2.6 | 2.2 | 2.1 |
| États-Unis | 2.7 | 2.1 | 2.0 | 2.9 | 2.3 | 2.2 |
| Zone euro | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| <i>Allemagne</i> | -0.1 | 0.6 | 0.9 | 2.4 | 1.9 | 1.9 |
| <i>France</i> | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 2.3 | 1.7 | 1.8 |
| <i>Italie</i> | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.8 | 1.7 |
| <i>Espagne</i> | 3.1 | 2.2 | 1.8 | 2.9 | 2.4 | 2.0 |
| Royaume-Uni | 1.1 | 1.6 | 1.4 | 2.5 | 2.1 | 2.2 |
| Japon | -0.2 | 1.4 | 0.7 | 2.6 | 2.3 | 2.4 |
| Pays émergents | 4.1 | 3.9 | 3.8 | 5.3 | 4.0 | 3.4 |
| Chine | 4.8 | 4.1 | 3.6 | 0.3 | 0.4 | 0.6 |
| Inde | 6.4 | 6.5 | 6.3 | 5.0 | 5.4 | 4.9 |
| Indonésie | 5.0 | 5.2 | 5.0 | 2.3 | 2.6 | 3.8 |
| Brésil | 3.1 | 2.3 | 2.4 | 4.4 | 4.9 | 4.1 |
| Mexique | 1.5 | 1.2 | 1.5 | 4.7 | 3.8 | 3.9 |
| Russie | 3.7 | 1.0 | 1.5 | 8.4 | 7.0 | 5.0 |
| Afrique du Sud | 0.5 | 1.2 | 1.3 | 4.5 | 3.8 | 4.7 |
| Turquie | 3.0 | 2.9 | 3.4 | 60.0 | 30.5 | 19.3 |
| Monde | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 4.3 | 3.3 | 2.9 |

Prévisions officielles de taux directeurs des banques centrales, %

| | Amundi | Consensus | Amundi | Consensus |
|--------------------|-----------------|-----------|---------|-----------|
| | 17 Janvier 2025 | T2 2025 | T2 2025 | T4 2025 |
| États-Unis* | 4.50 | 4.00 | 4.05 | 3.75 |
| Zone euro** | 3.00 | 2.00 | 2.15 | 1.75 |
| Royaume-Uni | 4.75 | 4.00 | 4.15 | 3.75 |
| Japon | 0.25 | 0.50 | 0.50 | 0.75 |
| Chine*** | 1.50 | 1.00 | 1.30 | 1.00 |
| Inde | 6.50 | 6.00 | 5.95 | 6.00 |
| Brésil | 12.25 | 14.75 | 14.62 | 14.75 |
| Russie | 21.00 | 19.00 | 21.35 | 16.00 |

Source : Amundi Investment Institute. Prévisions au 17 janvier 2025. IPC : indice des prix à la consommation. * Limite supérieure de la fourchette cible des Fed funds. ** : Taux de dépôt. ***Taux à 7 jours des bons de prise en pension de la Banque populaire de Chine. T2 2025 désigne fin juin 2025 ; T4 2025 désigne fin décembre 2025. Les taux actuels et le consensus proviennent de Bloomberg.



GÉOPOLITIQUE

GÉOPOLITIQUE

Risques extrêmes à surveiller en 2025

Nous anticipons une persistance des risques géopolitiques dans le scénario central pour 2025 (voir encadré). Nous présentons ci-dessous les principaux risques à la hausse et à la baisse de notre scénario de référence que les investisseurs doivent prendre en considération.

Risques extrêmes

Trump pourrait devenir plus « géopolitique ». Ce risque pourrait amener les États-Unis à utiliser des droits de douane et d'autres moyens pour réorganiser le monde en fonction de leurs intérêts. Les États-Unis pourraient obliger les pays à choisir entre eux et la Chine ou dissuader les candidats à l'adhésion aux BRICS. Poussée à l'extrême, cette logique aboutirait à un monde bipolaire, mais de nombreux pays chercheront à éviter de prendre parti le plus longtemps possible. Une tentative de dévaluation du dollar avec un nouvel accord de type « accords du Plaza » pourrait également s'inscrire dans cette logique « géopolitique », même si le contexte actuel rend cela difficile.

Le concept de « sphères d'influence » pourrait s'imposer, les États-Unis étendant leur influence au nord et au sud tout en laissant la Russie et la Chine dans leurs zones respectives. Ce scénario pourrait déboucher sur un grand marché avec la Chine, dans lequel les questions géopolitiques et économiques seraient réglées en confinant les puissances sur le plan géographique.

Une escalade des guerres hybrides est probable, avec davantage d'attaques contre les infrastructures et câbles sous-marins, notamment en Europe et en Asie, mais aussi dans l'espace, tandis que les attaques pourraient également se multiplier aux États-Unis. Un projectile russe pourrait atteindre le territoire de l'OTAN sans faire de victimes, la Russie déclarant qu'il s'agit d'une erreur, ce qui entraînerait une aggravation des tensions.

RÉDACTEURS

**ANNA
ROSENBERG**
RESPONSABLE
GÉOPOLITIQUE -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

« Un risque politique élevé s'apparente à un niveau d'endettement élevé : les deux créent de la fragilité et augmentent la probabilité de tensions. »

Prévisions géopolitiques de référence pour 2025

- **Les risques géopolitiques resteront élevés** en raison du réalignement des pouvoirs en cours et des perturbations économiques croissantes. Il faudra faire preuve d'adaptabilité et adopter des stratégies de couverture et de diversification.
- **La politique intérieure américaine** sera animée, la nouvelle administration ayant pour objectif de mettre en œuvre son projet de *Rendre sa grandeur à l'Amérique* ou « Make America Great Again ». Ceci est susceptible de **débranler certaines institutions et normes, mais il est peu probable que la démocratie américaine atteigne un point de rupture. Le gouvernement devra probablement faire des compromis et se heurter à des contraintes.**
- Les **relations entre les États-Unis et la Chine vont probablement continuer à se détériorer**, avec la mise en place progressive de surtaxes douanières et les représailles de la Chine à celles-ci. **Les ruptures économiques accentueront les tensions géopolitiques, mais en 2025, l'accent restera probablement sur l'économie.**
- **La Chine s'efforcera de s'adapter au nouvel environnement en soutenant son économie nationale et en diversifiant ses relations commerciales.** Le bras de fer géopolitique se poursuivra et **le risque en mer de Chine méridionale demeurera élevé.**
- **Les pourparlers entre la Russie et l'Ukraine commenceront au S1** ; un cessez-le-feu fragile est plus probable qu'un accord de paix, mais même cela reste difficile.
- **Les pourparlers à plusieurs niveaux domineront au Moyen-Orient.**
- Les **relations entre les États-Unis et l'Union européenne** seront marquées par un **mélange d'intimidation et de tolérance, mais il est probable que les États-Unis préféreront rester en bons termes avec leurs alliés.**
- **L'UE est confrontée à des dynamiques antagonistes** (assainissement budgétaire vs nécessité d'augmenter les dépenses de défense, par exemple). Les élections allemandes pourraient avoir des retombées positives sur le plan budgétaire et offrir un nouveau leadership au niveau de l'UE.
- **De nouveaux gagnants apparaîtront à mesure que le monde se diversifiera** pour s'adapter aux changements en matière de sanctions, de surtaxes douanières et de perturbations physiques.
- Tous ces éléments exerceront une **pression à la hausse sur les coûts**, ce qui aura des répercussions sur les attentes en matière d'inflation.

Au Moyen-Orient, les risques incluent d'éventuelles **frappes israélo-américaines sur les installations nucléaires iraniennes**, en réponse à l'augmentation significative des capacités nucléaires de l'Iran. Ceci pourrait conduire à une déstabilisation régionale affectant les infrastructures pétrolières des Émirats arabes unis et de l'Arabie saoudite. **Un changement de régime en Iran** pourrait conduire à une déstabilisation ou au contraire à une diminution de l'hostilité de l'Iran. En Israël et en Syrie, **des risques à la hausse pourraient résulter d'une stabilisation du Liban et de la nouvelle gouvernance de la Syrie**.

En Asie, plusieurs scénarios pourraient conduire à une **escalade en mer de Chine méridionale**, que ce soit parce que les tensions économiques entre les États-Unis et la Chine s'intensifient plus rapidement que prévu ou parce qu'un accident survient à la suite d'opérations navales plus risquées. **La Corée du Nord est toujours en mesure d'attaquer la Corée du Sud**, bien que la probabilité d'une telle éventualité ait diminué en raison des changements politiques intervenus en Corée du Sud.

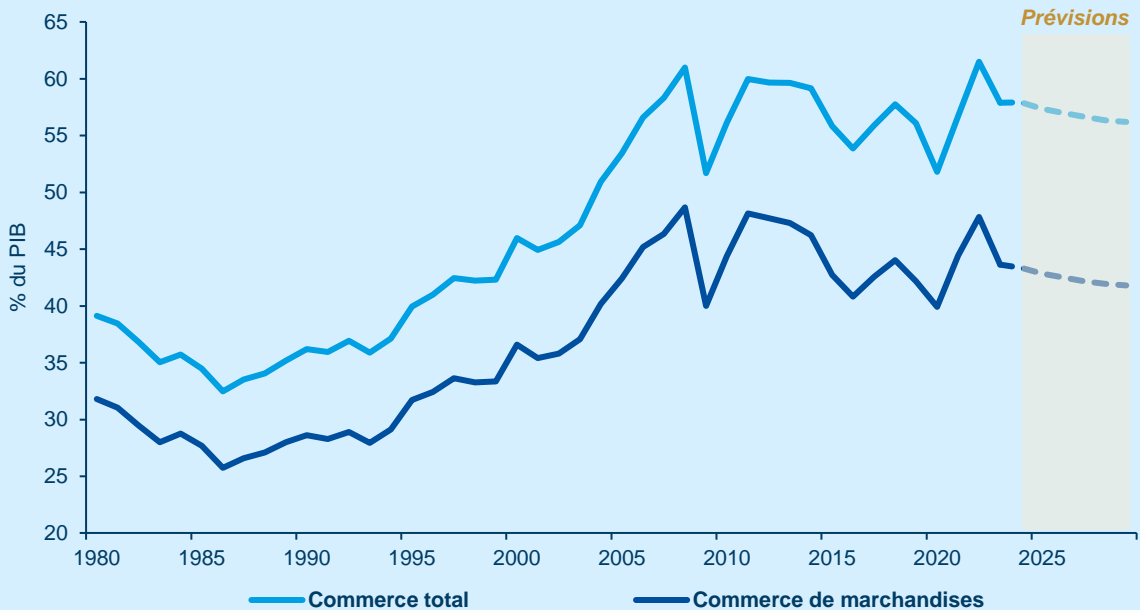
En Europe, la guerre entre la Russie et l'Ukraine pourrait s'intensifier si la Russie s'en prend à l'OTAN ou si les États-Unis augmentent leur soutien à l'Ukraine parce que la Russie refuse un règlement. En revanche, **un accord de paix global**, plutôt qu'un simple cessez-le-feu, pourrait permettre la reconstruction et l'amélioration des relations avec la Russie, y compris la reprise des flux d'énergie vers l'Europe. **Les élections allemandes pourraient déboucher sur un gouvernement d'extrême droite**. **Les pays de l'UE pourraient rompre avec les États-Unis** en réaction aux mesures économiques et politiques prises par ces derniers. Les relations transatlantiques se détérioreraient, entraînant soit des changements politiques radicaux, soit de nouvelles divisions au sein de l'Union.

Cet exercice de réflexion vise à aider les investisseurs à prendre conscience des scénarios possibles. En revanche, il ne s'agit pas d'une liste exhaustive de tous les risques (géo)politiques possibles*. Même si les marchés ne prêtent pas attention à certains de ces risques, ces vulnérabilités ou ces éventuelles surprises positives peuvent entraîner de fortes réactions à court terme sur les marchés et des tendances plus importantes affectant la dynamique des marchés, si elles se concrétisent.

« Les risques haussiers incluent un Liban plus stable, une évolution surprenante de la gouvernance en Syrie ou un accord de paix global dans le conflit russo-ukrainien susceptible de conduire à la reconstruction et à l'amélioration des relations avec la Russie. »

* * Les événements de type « cygne noir » ne sont pas pris en compte, ceux-ci, par définition, n'étant pas prévisibles.

GRAPHIQUE : Le commerce mondial reste vigoureux, mais les surtaxes douanières de Donald Trump, les mesures de rétorsion et les pressions sur le marché intérieur pourraient-elles entraîner un ralentissement du commerce mondial ?



Source : Amundi Investment Institute, FMI Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2024. Calculs du FMI en USD courants, le commerce correspond à la somme des importations et des exportations.

GLOBAL INVESTMENT
VIEWS



Scénario de conte de fées à la veille de l'investissement de Trump

En 2024, si les marchés ont tiré profit de certaines bonnes nouvelles que ce soit au sujet de l'économie, des résultats des entreprises ou de l'environnement politique, ils se sont laissé parfois prendre de court. À l'avenir, ils seront portés par la dynamique des bénéfiques, un scénario de ralentissement de la croissance américaine et des marchés du travail qui se rééquilibreront, sans s'affaiblir radicalement. En revanche, le durcissement de la politique de la Fed et l'approche de Trump en matière de commerce et ses répercussions à l'international pourraient créer de la volatilité. Hors des États-Unis, la croissance et la politique européenne, ainsi que la réponse de la Chine à ses problèmes intérieurs, seront les moteurs des marchés.

L'économie mondiale devrait être principalement déterminée par :

- **Une croissance américaine résiliente, mais toujours sur une trajectoire déclinante et tributaire des incertitudes liées à la politique de Trump.** Les données récentes signalent une amélioration des fondamentaux de l'économie, mais, dans l'ensemble, la trajectoire de croissance reste inchangée.
- **Une croissance européenne qui peine à maintenir le cap.** Les tentatives d'assainissement budgétaire des gouvernements (France, Allemagne) assombrissent les perspectives de croissance. En Allemagne, nous pourrions assister à un relâchement du frein à l'endettement, mais celui-ci ne serait que progressif et son impact économique ne se ferait sentir qu'à partir de 2026.
- **Incertitude autour de la Fed, alors que la BCE devrait se montrer plus accommodante** compte tenu de la baisse plus rapide de l'inflation. Nous avons réduit de 50 points de base nos prévisions sur le taux final de la BCE à 1,75 %, d'ici juillet 2025. La récente baisse « hawkish » de la Fed indique qu'elle surveille de près l'inflation.
- **Les annonces des autorités chinoises manifestent une volonté forte d'agir.** Même si les principaux points portent sur l'augmentation du déficit budgétaire et la stimulation de la demande intérieure, nous aimerions en savoir plus sur la manière dont le gouvernement entend procéder.

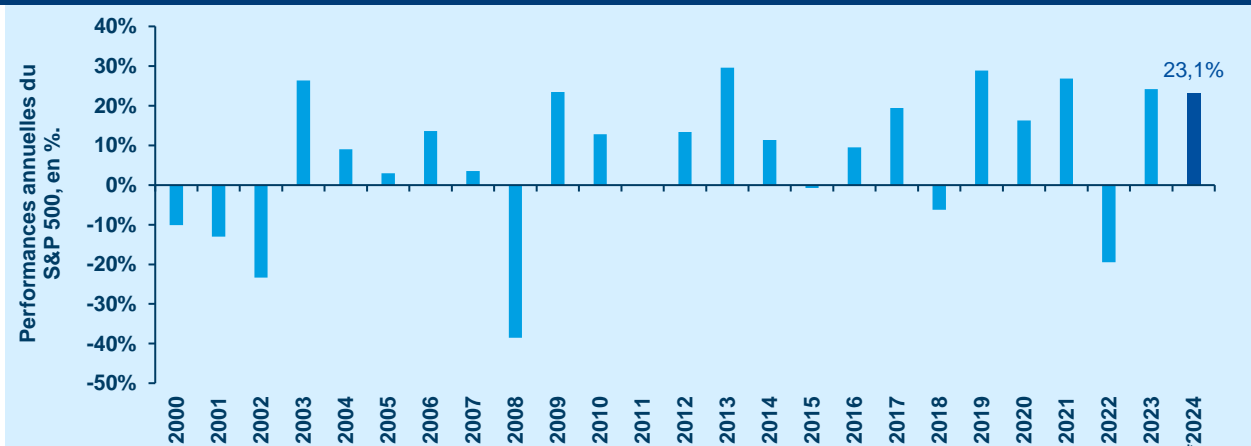


VINCENT MORTIER
CIO GROUPE



MONICA DEFEND
DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Actions américaines : 2024 a été solide, 2025 dépendra du « policy mix » et de son impact sur la croissance



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. *Les données pour 2024 sont celles de l'année en cours au 18 décembre 2024.

Nous pensons que la liquidité des marchés est abondante, que les conditions de crédit sont solides et que le contexte est favorable en matière de bénéfices. Toutefois, les principaux facteurs qui nous empêchent de relever sensiblement notre niveau de risque sont les valorisations et les risques de révision des bénéfices. Nous maintenons une vision légèrement constructive :

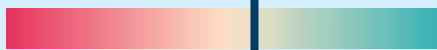
- **D'un point de vue cross asset, en ce début 2025, nous sommes prêts à prendre des risques mesurés tout en conservant les couvertures existantes.** La croissance économique aux États-Unis et en Europe est raisonnable et l'inflation ralentit offrant un cadre favorable aux actifs risqués. Nous avons renforcé notre position positive sur les actions américaines et sommes devenus constructifs sur l'Europe, tout en restant légèrement positif sur le Royaume-Uni et le Japon. Nous continuons également à rechercher des opportunités parmi les obligations des marchés émergents (ME), en particulier en République tchèque, en Afrique du Sud et en Indonésie. Pour équilibrer cette allocation globalement pro-risque, nous maintenons un biais positif sur la durée pour se couvrir contre une éventuelle dégradation des perspectives de croissance. Nous avons également ajouté quelques couvertures actions et conservons l'or comme instrument de diversification.
- **Les obligations seront de plus en plus affectées par l'incertitude liées aux politiques budgétaires et monétaires.** Nous maintenons donc une approche tactique de la durée aux États-Unis et en Europe, où nous continuons à rechercher des opportunités sur la pentification attendue des courbes de rendement. Au Royaume-Uni, nous sommes positifs, mais surveillons les données récentes sur l'inflation et la croissance des salaires et restons prudents sur les obligations japonaises. Sur le marché du crédit, nous privilégions toujours l'*investment grade*, en particulier en Europe, où les valorisations semblent plus attractives. Nous sommes, en revanche, prudents sur le haut rendement américain.
- **Pour ce qui est des actions, le mot d'ordre est « diversification », le risque de concentration demeurant la principale préoccupation.** Aux États-Unis, nous restons prudents sur les méga-capitalisations et explorons les opportunités offertes par des capitalisations plus petites, notamment les entreprises susceptibles de bénéficier d'une reprise de la demande industrielle et de la croissance économique, mais dont les valorisations ne reflètent pas encore cette évolution. Nous pensons aussi que le rallye qui s'élargit aux actions *value* et cycliques américaines bénéficiera d'une reprise de l'activité économique. En Europe, nous préférons les banques moins sensibles aux variations de taux et disposant de solides réserves de fonds propres par rapport à celles qui sont plus sensibles aux baisses de taux.
- **Tout renforcement du dollar et des risques géopolitiques créera probablement de la volatilité dans les ME, mais le potentiel de croissance de ces pays est fort et leurs banques centrales sont prudentes.** Nous cherchons à explorer les scénarios *bottom-up* résilients, portés par les thèmes de la consommation intérieure au sein des obligations et actions.

Compte tenu des risques susceptibles d'influer sur la confiance des marchés – révision des bénéfices, croissance plus faible, inflation plus forte que prévu et géopolitique – il est important d'équilibrer la vision positive des actions avec des couvertures suffisantes.

Sentiment de risque global

Aversion

Attrait



Dans un contexte de croissance globalement modérée, nous sommes légèrement plus positifs sur le risque, mais nous continuons à privilégier la qualité et à équilibrer notre prise de risque avec des couvertures sur les actions.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée à l'occasion de la réunion du comité d'investissement mondial qui s'est tenue le 18 décembre 2024. Cette appréciation reflète les vues sur un horizon d'un mois, entre deux réunions du comité. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

BCE = Banque centrale européenne, MD = marchés développés, ME = marchés émergents, BC = banque centrale, IG = investment grade, HY = high yield, BTP = obligations d'État italiennes, JBG = obligations d'État japonaises. Pour d'autres définitions, voir la dernière page du présent document.

Changements par rapport au mois dernier

- Gestion diversifiée : Amélioration de notre opinion sur les actions des marchés développés.
- Gestion diversifiée : Protection accrue sur les actions américaines.

Trois questions d'actualité

1

Avez-vous révisé vos attentes concernant la BCE et pourquoi ?

Nous avons réduit de 50 points de base nos prévisions de taux final de la BCE à 1,75 %, d'ici juillet 2025. Cette révision est motivée par : i) la désinflation plus rapide que prévu par la BCE (l'IPC global est actuellement de 2,2 % en glissement annuel contre 2,6 % prévu par la BCE ; l'IPC sous-jacent est actuellement à 2,7 % contre 2,9 % prévu) ; ii) des PMI bien plus faibles que prévu et un ralentissement du secteur des services ; et iii) une politique budgétaire peu susceptible de renforcer les mesures de relance en 2025. Le principal risque pour nos prévisions tient à la mise en œuvre intégrale de la politique de droits de douane de Donald Trump. D'après nos estimations, la mise en place de droits de douane de 10 à 20 % devrait réduire la croissance d'au moins 0,2 % sur l'ensemble de l'année, avec un impact modéré à court terme sur l'inflation. Dans un tel scénario, la BCE pourrait abaisser les taux en dessous de leur niveau neutre.

Conséquences en matière d'investissement

- Nous avons révisé nos prévisions pour l'EURUSD de 1,13 à 1,08 au T2 2025 et de 1,16 à 1,11 au T4 2025.

2

Que pensez-vous de la baisse des taux par la Fed en décembre ?

Lors de sa réunion de décembre, la Fed a abaissé, comme prévu, ses taux de 25 pb, mais son discours reste globalement restrictif. La Fed s'attend désormais à ce que l'inflation n'atteigne son objectif qu'en 2026 et indique que les taux d'intérêt actuels sont nettement plus proches du niveau neutre qu'on ne le pensait auparavant. Bien que la Fed n'intègre pas explicitement les changements de politique susceptibles d'intervenir sous la nouvelle administration, l'évaluation des risques suggère qu'elle tient compte de perspectives plus incertaines. Les taux devraient rester élevés plus longtemps, la prévision médiane pour les Fed Funds en 2025 passant de 3,4 % en septembre à 3,9 %.

Conséquences pour les investisseurs

- Compte tenu des incertitudes quant aux politiques de la nouvelle administration et à leur impact, la flexibilité sera déterminante en termes d'exposition à la courbe des bons du Trésor américain.

3

Que pensez-vous de l'impact des éventuels droits de douane américains sur les différents pays ?

S'ils sont appliqués, les droits de douane américains risquent de frapper divers pays de différentes manières. La zone euro est très dépendante des exportations, qui représentent environ 50 % du PIB en moyenne, mais cette proportion varie d'un pays à l'autre. La Chine devrait être durement touchée et, pour compenser l'impact probable des droits de douane américains, la conférence économique qui s'est tenue récemment adopte un ton favorable à la croissance et à la relance pour 2025, avec probablement des dépenses budgétaires supplémentaires, essentiellement dédiées au soutien de la consommation intérieure. Le Congrès national du peuple, qui se tiendra en mars, devrait en dévoiler les détails.

Conséquences pour les investisseurs

- Nous sommes proches de la neutralité sur les actions chinoises, mais compte tenu de la fluidité de la situation, cela pourrait changer. En ce qui concerne le crédit, nous privilégions l'IG par rapport au HY.

Les dirigeants chinois devraient adopter une approche pragmatique pour gérer les probables droits de douane américains, en mettant l'accent sur l'augmentation des dépenses budgétaires pour soutenir la consommation privée et traiter les problèmes du secteur immobilier

MULTI-ASSET

Rester constructif avec des protections adaptées

Les perspectives mondiales pour 2025 devraient rester favorables dans un contexte de croissance économique modérée aux États-Unis et de reprise en Europe. La baisse de l'inflation devrait soutenir la consommation dans la région. Toutefois, les politiques monétaires, budgétaires et commerciales internationales pourraient assombrir ces perspectives. Par exemple, la Fed devrait être désormais plus prudente au sujet des baisses de taux et vigilante vis-à-vis de l'inflation. Des précisions quant aux politiques commerciales de Donald Trump et à la réponse de l'Europe à ces politiques sont également nécessaires. D'ici là, les investisseurs devraient conserver des garde-fous et d'autres sources de stabilité, tout en cherchant à tirer profit du climat du marché, des zones de valorisations attractives et de la résilience de l'économie américaine.

Nos vues sur les actions des marchés développés (MD) ont été revues à la hausse en renforçant notre position sur les États-Unis et en devenant constructifs sur l'Europe. Les actions américaines devraient être soutenues par la vigueur de l'économie et par les politiques du nouveau gouvernement, tout en étant moins vulnérables à la faiblesse de la demande mondiale. L'Europe est attractive en tant que pari « value » et les problèmes liés à une détérioration du contexte commercial ont déjà été intégrés. Nous restons positifs sur le Royaume-Uni et le Japon et conservons notre position constructive sur la Chine, les valorisations étant attractives. La récente conférence économique confirme la détermination des décideurs politiques à s'attaquer aux problèmes intérieurs.

En matière d'obligations, nous restons positifs sur les États-Unis en tant que protection contre une éventuelle détérioration des perspectives économiques. Nous sommes également positifs sur la durée des pays du cœur de l'Europe et du Royaume-Uni, ainsi que sur les BTP italiens par rapport aux bunds allemands. Nous sommes légèrement défensifs sur les obligations japonaises. Nous restons positifs sur les obligations des ME et sommes devenus constructifs sur la dette d'un panier de pays sélectionnés dont la République tchèque, l'Indonésie et l'Afrique du Sud en maintenant des couvertures adaptées. La prime de risque des taux tchèques par rapport aux taux de référence (États-Unis, Europe) semble attractive. Nous surveillons les éventuels facteurs défavorables liés au dollar. Au sein du crédit, l'IG de l'UE présente des fondamentaux solides.

Côté devises, nous maintenons notre position positive sur l'USD face au CHF et sur le JPY face au CHF. Le franc suisse compte parmi les monnaies les plus chères du G10. Nous restons prudents sur l'EUR face au JPY et à la NOK, sur fond de BCE accommodante. Parmi les devises cycliques, nous préférons l'AUD compte tenu de sa valorisation et de son potentiel à bénéficier d'éventuelles surprises haussières en Chine. Enfin, nous maintenons également notre opinion positive sur l'INR.

RÉDACTEURS

FRANCESCO SANDRINI

 RESPONSABLE DES
STRATÉGIES MULTI-
ASSET

JOHN O'TOOLE

 RESPONSABLE DES
SOLUTIONS
D'INVESTISSEMENT
MULTI-ASSET

Nous restons légèrement constructifs sur les actions en misant sur la qualité et le maintien des protections du portefeuille.

Convictions cross-asset d'Amundi

| | | -- | - | = | + | ++ | |
|----------|----|----|---|---|---|----|--|
| Actions | MD | | | | → | ◆ | |
| | ME | | | | ◆ | | |
| Crédit | | | | ◆ | | | |
| Duration | MD | | | | | ◆ | |
| | ME | | | | ◆ | | |
| Pétrole | | | | ◆ | | | |
| Or | | | | | ◆ | | |

◆ Position actuelle
→ Changement par rapport au mois dernier

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 18 décembre 2024. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. FX = devises, BTP = obligations d'État italiennes, BoJ = Banque du Japon, JGB = obligations d'État japonaises, BoE = Banque d'Angleterre, NIRP = politique de taux d'intérêt négatifs, MD = marchés développés, ME = marchés émergents. Pour d'autres définitions et abréviations de devises, veuillez consulter la dernière page.

OBLIGATIONS

Le contexte politique ambigu exige de l'agilité sur la durée

Les politiques budgétaires et de commerce extérieur de D. Trump pourraient affecter les attentes des marchés en matière d'inflation et de volatilité des rendements, en particulier sur le segment long terme de la courbe. Ceci permet à la Fed de rester vigilante quant aux risques qui pèsent sur son propre objectif d'inflation. En Europe, les contre-mesures de l'UE aux politiques américaines compliquent davantage un contexte de croissance divergente au sein de la région (par ex., entre l'Allemagne et l'Espagne). La tâche de la BCE, devant surveiller également la croissance, ne sera pas facile. L'inflation devant diminuer plus rapidement que prévu par la banque centrale, soutenant les revenus réels, est une bonne nouvelle. Ces éléments suggèrent de rester flexible sur la durée. De plus, il existe des opportunités de revenu dans les obligations d'entreprises d'Europe, des États-Unis et des marchés émergents.

Obligations mondiales et européennes

- Nous restons globalement tactiques sur la durée, proche de la neutralité sur l'Europe core et positif sur le Royaume-Uni. Au Japon, nous sommes défensifs, mais nous regardons dans le détail pour identifier les échéances qui offrent de la valeur.
- L'IG de l'UE, où nous sommes légèrement plus positifs, présente des opportunités idiosyncrasiques de qualité, notamment parmi les banques.
- Nous sommes neutres sur le HY et attentifs au risque de liquidité. Toutefois, les segments tels que la dette notée B offrent un bon équilibre entre rendement et qualité.

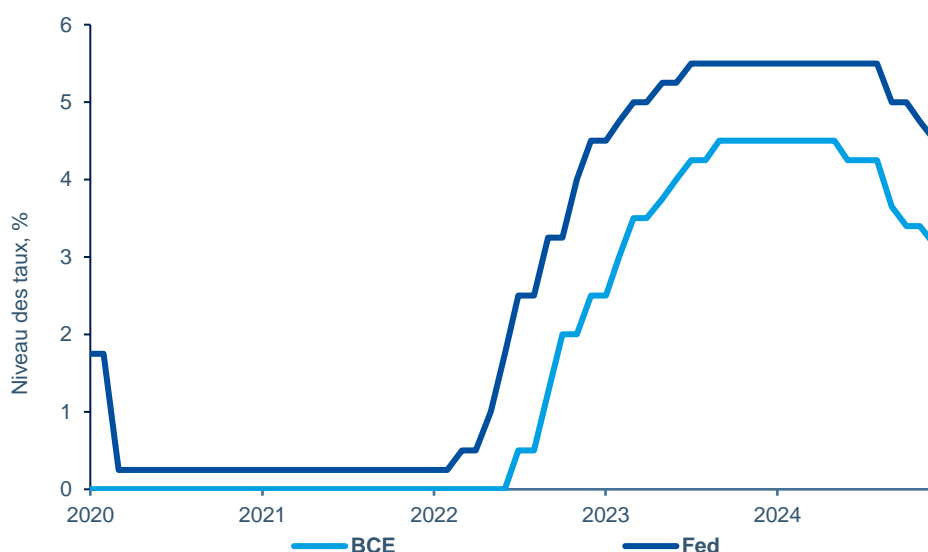
Obligations américaines

- Nous restons tactiques sur la durée avec une préférence pour le segment intermédiaire de la courbe. Les TIPS sont aussi attractifs pour les investisseurs à long terme.
- Au sein du crédit, nous cherchons les secteurs où les spreads de crédit sont plus importants ou compensent mieux le risque de liquidité. Nous privilégions les titres de qualité supérieure et les échéances courtes. Nous préférons aussi les prêts à effet de levier au HY
- Les MBS d'agences devraient bénéficier d'un éventuel assouplissement de la réglementation.

Obligations des ME

- La croissance des ME reste solide, mais les risques de vigueur du dollar ou de droits de douane sont des facteurs défavorables.
- Nous restons sélectifs sur la dette en devises locales, en privilégiant certains pays comme l'Afrique du Sud ou les pays d'Amérique latine.
- Les valorisations des obligations d'entreprise sont raisonnables et nous percevons des opportunités dans le HY.
- Nous restons vigilants sur les prix du pétrole, toute faiblesse de leur part pouvant mettre sous pression les exportateurs du Moyen-Orient et nous pourrions assister à des révisions à la baisse si les prix chutaient.

Les banques centrales anticipent de plus en plus d'incertitude



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, au 20 décembre 2024. Taux des opérations principales de refinancement de la BCE, Taux cible des Fed funds – Limite supérieure.

RÉDACTEURS

**AMAURY
D'ORSAY**

RESPONSABLE DE
LA PLATEFORME DE
GESTION OBLIGATAIRE

**YERLAN
SYZDYKOV**
RESPONSABLE
MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

**MARCO
PIRONDINI**
DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS AUX
ÉTATS-UNIS

ACTIONS

Les valorisations en retard sur les bénéfices à long terme

Le rallye procyclique de ces derniers mois aux États-Unis et en Europe s'inscrit dans le prolongement d'un scénario d'absence de récession. Pour les marchés, ce scénario est positif, à condition que les bénéfices des entreprises continuent de répondre aux attentes. Toutefois, ce scénario pourrait entraîner de la spéculation et des excès dans certains segments et, in fine, toute déception sur le front des bénéfices pourrait avoir des répercussions brutales sur les valorisations. La baisse de l'inflation européenne pourrait stimuler les revenus réels et, à terme, la consommation. Ceci est modérément constructif pour les actions européennes, où la plupart des mauvaises nouvelles semblent déjà intégrées dans les cours. Nous essayons d'équilibrer cela avec une approche fondée sur les fondamentaux, qui donne la priorité à la solidité des bilans, au pouvoir de fixation des prix et à la rentabilité aux États-Unis, en Europe, au Japon et dans les marchés émergents.

Actions européennes

- La baisse des taux et le ralentissement de l'inflation favorisent une reprise en Europe, mais les valorisations anticipent un scénario économique faible.
- Dans le cadre d'une approche globale de type « *barbell* », nous préférons les secteurs de la consommation de base et de la santé qui disposent d'un bon pouvoir de fixation des prix. Nous apprécions également les banques qui manifestent une sensibilité limitée aux variations des taux d'intérêt.
- Nous sommes prudents sur les valeurs technologiques et industrielles, mais percevons des opportunités parmi les industrielles liées au thème de l'électrification à long terme.

Actions mondiales et américaines

- Dans un marché caractérisé par des valorisations extrêmes, nous nous concentrons sur les valeurs à prix attractifs susceptibles de bénéficier d'une augmentation de la demande industrielle et de l'activité économique.
- Nous privilégions les actions *value*, de qualité et défensives au-delà des enseignes traditionnelles.
- Sur le plan sectoriel, nous préférons les matériaux et les grandes banques qui sont des gagnants structurels et qui pourraient bénéficier de changements réglementaires favorables et d'une baisse des impôts.

Actions émergentes

- Nous sommes optimistes quant aux actions des ME, même si nous observons des divergences.
- En Chine, par exemple, les récentes annonces ont confirmé que le pays disposait d'une marge de manœuvre budgétaire. Reste à savoir si le pays est prêt à l'utiliser. Certains segments affichent des prix attractifs, mais nous restons neutres.
- En dehors de la Chine, nous sommes positifs sur l'Indonésie, le Mexique et le Brésil, mais prudents sur Taïwan et l'Arabie Saoudite.

Les bénéfices européens laissent une marge de rattrapage des valorisations



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg, 16 décembre 2024.

RÉDACTEURS

BARRY GLAVIN

RESPONSABLE DE LA
PLATEFORME DE
GESTION ACTIONS

YERLAN SYZDYKOV

RESPONSABLE
MONDIAL DES
MARCHÉS ÉMERGENTS

MARCO PIRODINI

DIRECTEUR DES
INVESTISSEMENTS AUX
ÉTATS-UNIS

OPINIONS

Allocation d'actifs Amundi

Focus ce mois-ci

- **Actions américaines** : une classe d'actifs hétérogène, avec des grandes capitalisations chères, mais d'autres segments à des prix raisonnables, qui pourraient bénéficier des politiques de Trump et d'un climat positif. Dans ce domaine, des couvertures appropriées s'imposent.
- **Crédit IG de l'UE** : fondamentaux d'entreprise solides, valorisations raisonnables et portage attractif.

Actions et facteurs mondiaux

| Régions | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ | Facteurs mondiaux | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ |
|-----------------------------|------------------|----|---|---|---|----|-------------------------|------------------|----|---|---|---|----|
| États-Unis (équipondéré) | | | | ◆ | | | Growth | | | ◆ | | | |
| Europe | ▲ | | | | ◆ | | Value | | | | | ◆ | |
| Japon | | | | | ◆ | | Petites capitalisations | | | | | ◆ | |
| ME | | | | | ◆ | | Qualité | | | | | ◆ | |
| Chine | | | | ◆ | | | Low Vol. | | | | | ◆ | |
| ME hors Chine | | | | | ◆ | | Momentum | | | | | ◆ | |
| Inde | | | | | ◆ | | Dividendes élevés | | | | | ◆ | |

Obligations et devises

| Emprunts d'État | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ | Crédit | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ |
|---------------------------|------------------|----|---|---|---|----|----------|------------------|----|---|---|---|----|
| É.-U. | | | | ◆ | | | IG É.-U. | | | | ◆ | | |
| Cœur de l'UE | | | | ◆ | | | HY É.-U. | | | ◆ | | | |
| UE périph. | | | | ◆ | | | IG UE | | | | | ◆ | |
| R.-U. | | | | | ◆ | | HY UE | | | | ◆ | | |
| Japon | | | ◆ | | | | | | | | | | |
| Dette ME | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ | Devises | Évolution vs m-1 | -- | - | = | + | ++ |
| Oblig. d'État chinoises | | | | ◆ | | | USD | | | | | ◆ | |
| Oblig. d'État indiennes | | | | | ◆ | | EUR | | | ◆ | | | |
| Dette ME en devise forte | | | | | ◆ | | GBP | | | | | ◆ | |
| Dette ME en devise locale | | | | ◆ | | | JPY | | | | | ◆ | |
| Oblig. d'entreprises ME | | | | | ◆ | | CNY | | | ◆ | | | |

Source : Résumé des opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial du 18 décembre 2024. Opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Les opinions vont de double négatif à double positif, = correspond à une position neutre. Ce document présente une évaluation du marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le détail, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. Le tableau des devises présente les opinions absolues du Comité d'investissement mondial en matière de taux de change.

CONTRIBUTEURS AII*

SERGIO BERTONCINI

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

POL CARULLA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

UJJWAL DHINGRA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

SILVIA DI SILVIO

STRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

PATRYK DROZDIK

STRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

KARINE HERVÉ

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

SOSI VARTANESYAN

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT, AII*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

CONCEPTION ET VISUALISATION

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIES, AII*

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

* 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 figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 17 janvier 2025. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être interprétées comme une indication ou garantie d'une quelconque analyse ou prévision, ou d'un quelconque pronostic de performances futures. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles 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 sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation : 20 janvier 2025

Document ID: 4171381.

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 – PonyWang.

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont besoin 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 économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs au sein d'une même entité: 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.

Découvrez les dernières mises à jour sur :



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Perspectives ESG
- Hypothèses sur les marchés de capitaux
- Recherche Cross Asset
- Actifs réels et alternatifs

[Visitez notre Centre de recherche](#)

Retrouvez-nous sur



Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned