

Institute

#05

Mai
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Des divergences et une grande réévaluation des actifs

AMUNDI INSTITUTE

T2 2022 : fin de cycle avec une attention
plus marquée pour l'inflation

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#05 - Mai 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Des divergences et une grande réévaluation des actifs p. 3

Les perspectives économiques divergentes en Europe, aux États-Unis et en Chine, ainsi que les risques géopolitiques persistants, soulignent la nécessité d'explorer les opportunités de valeur relative dans toutes les classes d'actifs. En ce qui concerne la duration, nous pensons que les investisseurs doivent être flexibles mais plus aussi courts que par le passé. En ce qui concerne le crédit des marchés développés (IG et HY), il est nécessaire de s'orienter vers des secteurs moins risqués et de rechercher de manière sélective du rendement dans les obligations des marchés émergents. Les actions justifient une position neutre, mais les investisseurs devraient exploiter des secteurs décotés de haute qualité qui sont moins cycliques et devraient privilégier tactiquement les États-Unis plutôt que l'Europe. Une approche bien diversifiée avec des couvertures améliorées et une optique de « rendement réel » est privilégiée.

Amundi Institute

La Fed laisse-t-elle filer l'inflation ? p. 5

À mesure que la Fed s'efforce d'équilibrer l'inflation et la croissance, il convient de garder à l'esprit qu'une réévaluation des taux aura des répercussions à la fois sur les portefeuilles d'obligations et d'actions

Resserrement quantitatif de la Fed (QT) et valorisations cross-asset p. 6

Gestion diversifiée

Jouer la valeur relative de la dette des ME et des actions US vs UE p. 7

Dans un contexte de ralentissement de la dynamique économique, nous restons neutres sur le risque et attendons que la situation se clarifie avant de renforcer la directionnalité

Marchés obligataires

Durcissement des conditions financières: vigilance sur le crédit p. 9

Les conditions financières ne se sont pas encore resserrées, mais les choses se corseront pour les actifs risqués lorsque l'augmentation des rendements réels s'accompagnera de pressions sur les bénéfices des entreprises

Actions

Fortunes disparates sur fond de réévaluation des bénéfices p. 11

Il convient, tout en tenant compte des valorisations, de surpondérer les « durations courtes » (actions value, banques) qui peuvent rémunérer les actionnaires par le biais de dividendes en sous-pondérant les secteurs à « duration longue » comme les technologies de l'information

Thématique Global views

Élection présidentielle française: la victoire de Macron garantit la continuité mais manque de soutien politique p. 13

La réélection du président sortant évite à la France une période politique imprévisible. Bien qu'Emmanuel Macron garantisse la stabilité d'un point de vue économique et géopolitique, sa base électorale plus restreinte pourrait être un problème pour mettre en œuvre son programme de réforme.

Le thème du mois

T2 2022 : fin de cycle avec une attention plus marquée pour l'inflation p. 14

- Le glissement vers une fin de cycle inflationniste se précise avec une attention marquée pour la hausse de l'inflation (et des taux). La dynamique économique continue de ralentir au niveau mondial, avec toutefois quelques signes timides de stabilisation.
- Cela se traduit par un positionnement prudent sur les actions, avec un biais marqué en faveur des classes d'actifs résilientes durant les régimes inflationnistes avec une croissance décente. Les incertitudes à court terme qui pèsent sur l'économie européenne en raison de la guerre en Ukraine, poussent à privilégier les actions de style value, les facteurs de qualité et les secteurs résistants à l'inflation, les obligations indexées sur l'inflation pouvant servir de couverture. Les métaux de base sont les matières premières préférées.

Thématiques

Les pressions à la hausse sur l'inflation sont le principal moteur du marché p. 19

Nous pensons que le durcissement de ton des banques centrales se poursuivra tant que les anticipations d'inflation resteront à la hausse : les banques centrales craignent de perdre leur crédibilité. Cependant, la Fed et la BCE sont dans des positions différentes. La Fed veut resserrer les conditions de financement pour ralentir la demande alors que l'économie américaine est en pleine effervescence. En revanche, la BCE est coincée dans une situation impossible : l'inflation dans la zone euro est principalement due à la hausse des coûts de l'énergie et la banque centrale dispose de peu d'« outils » pour lutter contre l'inflation liée aux coûts sans nuire à la croissance.

Maintien ferme du choc de demande en Chine: plus de confiance que de peur p. 22

Suite à la pire épidémie depuis mars 2020, la Chine est revenue à sa politique du zéro Covid. Nous anticipons une récession transitoire au second trimestre, mais des soutiens politiques plus solides devraient suivre.

Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 25
- > Principaux risques p. 27
- > Diagramme de la crise ukrainienne p. 28
- > Analyse cross asset : p. 29
Identification du point de retournement des marchés
- > Points clés de la Recherche p. 31
- > Allocation d'actifs Amundi p. 32

Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 34
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 36
Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 38
- > Publications récentes p. 39

VUES DES CIO

Des divergences et une grande réévaluation des actifs



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Nous constatons des divergences importantes dans les perspectives économiques et dans les performances des marchés (nous avons revu à la baisse les perspectives économiques pour l'Union européenne et la Chine par rapport à celles de l'économie américaine, plus résiliente). En particulier :

(1) Anticipations d'inflation - pic à court terme vs hausse à long terme : l'inflation à court terme pourrait commencer à décroître, mais les perspectives à plus long terme font état d'une inflation persistante (notamment, l'inflation liée au logement) qui reste élevée (plus difficile à inverser), compte tenu des risques géopolitiques et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement dans le contexte du confinement de Shanghai.

(2) Risques de récession : l'économie des États-Unis reste solide, alors que la zone euro est la plus exposée au risque de stagflation. A minima, nous traverserons très probablement une récession de courte durée au second semestre, celle-ci étant déclenchée par l'Allemagne et l'Italie, tandis que la France et l'Espagne pourraient faire preuve d'une certaine résilience. Pour ce qui est de la Chine, nous pensons que l'objectif officiel de 5,5 % de croissance pour 2022 sera difficile à atteindre.

(3) Trajectoires divergentes pour les banques centrales : la Fed pourrait rejoindre le club des banques centrales qui relèvent leurs taux par tranches de 50 points de base afin de passer le plus rapidement possible à une politique neutre, tandis que la BCE restera plus dépendante des données. La BoJ maintient son positionnement accommodant pendant qu'en Chine, la PBoC reste prête à abaisser son taux directeur.

(4) Bénéfices - les anticipations restent soutenues (malgré des disparités régionales) tandis que le sentiment des consommateurs est faible. L'actuelle saison de publication des résultats devra être surveillée de près, car tout signal fort de la part des entreprises annonçant une nouvelle poussée inflationniste pourrait pousser la Fed à intervenir. En Europe, durant cette saison de publication des résultats, il sera essentiel de se concentrer sur les orientations prospectives, car une récession des bénéfices causée par les répercussions de la guerre est de plus en plus probable, bien que celle-ci ne soit probablement pas encore perceptible dans les chiffres.

Du point de vue des investissements, il convient de conserver une position neutre sur le risque, pour autant il est possible de miser sur certaines divergences entre les classes d'actifs :

- **En ce qui concerne les obligations, le marché a rapidement intégré le durcissement de position de la Fed.** Les ajustements ont d'abord concerné le segment à court terme de la courbe, mais plus récemment, le segment à 10 ans a lui aussi amorcé une nouvelle hausse, le rendement à 10 ans atteignant 2,9 %. **À long terme, la trajectoire des taux reste haussière, mais compte tenu des derniers mouvements du marché, maintenir un positionnement aussi court, comme nous avons pu le faire dernièrement n'a plus de sens,** en particulier sur le segment court terme de la courbe. C'est pourquoi nous ajustons tactiquement notre positionnement sur la duration. Il y a encore moyen de jouer les opportunités tactiques de valeur relative et les opportunités de courbe en Australie, au Canada, ainsi qu'en France, où l'incertitude entourant les résultats de l'élection présidentielle a fait grimper les *spreads*.
- **Sur le marché des changes, la hausse des prix des matières premières devrait profiter au réal brésilien face au dollar américain,** tandis que le conflit Russie-Ukraine continue de profiter au franc suisse face à l'euro. Nous privilégions également le dollar face à l'euro.
- **Les actions conservent leur avantage vis-à-vis du crédit à ce stade, mais la sélection reste néanmoins primordiale sur les marchés d'actions.** La saison de publication des résultats qui se profile s'annonce plus délicate en Europe, où nous conservons un biais relatif court par rapport aux États-Unis, qui devraient se montrer plus résistants. Nous continuons de penser qu'une combinaison de titres value et de qualité (avec un biais moins cyclique et davantage axé sur les financières et les actions value plus défensives) est le meilleur moyen de trouver des opportunités dans des entreprises dont les bénéfices pourraient s'avérer moins volatils et moins sensibles à la hausse des taux. Le réajustement à la baisse des valeurs de croissance, en particulier des titres les plus chers, n'est, selon nous, pas encore terminé.
- **Dans le domaine du crédit, nous restons prudents en nous orientant davantage vers des titres moins risqués dans nos allocations obligataires. Dans notre quête de revenu, nous**

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Chercher la valeur relative entre les actifs, privilégier les zones plus résilientes, mais sans augmenter le risque, car la directionnalité des marchés est faible.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Vers un positionnement plus neutre sur la duration.
- ▶ Optimisme accru sur les obligations des ME.
- ▶ Position tactique positive sur l'USD vs EUR.
- ▶ Couvertures renforcées sur le crédit et les actions.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

VUES DES CIO

voyons l'indice EM bonds d'un œil de plus en plus favorable, car celui-ci, avec la hausse récente des rendements, devrait être soutenu par la stabilisation du 10 ans américain, la baisse progressive du pétrole et l'amélioration de l'écart entre marchés émergents (ME) et marchés développés (MD). La composition de l'indice EM Bonds, qui privilégie l'Amérique latine et les exportateurs de matières premières, est également un facteur positif.

- **La diversification reste primordiale.** Nous pensons que renforcer l'exposition aux actifs réels dans des segments de marché plus résistants à l'inflation (infrastructures, prêts à taux variable et immobilier) et le recours à des stratégies peu corrélées aux classes d'actifs traditionnelles pourrait aider à faire face à cet environnement de marché hostile.

Pour conclure, à mesure que la grande réévaluation des actifs se poursuit, il faudra se tenir prêt à ajuster ses allocations pour composer avec l'inflation. Jusqu'à présent, l'essentiel de la réévaluation a concerné les obligations. **Mais nous nous attendons à ce que celle-ci s'étende au segment à plus long terme de la courbe et aux marchés d'actions les plus fragiles, ceux où les risques de récession sont en hausse (notamment les actions européennes). Pour autant, les disparités au sein des marchés offriront des opportunités de calibrage tactique du risque vers les zones les plus résilientes.**



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

À mesure que la Fed s'efforce d'équilibrer l'inflation et la croissance, il convient de garder à l'esprit qu'une réévaluation des taux aura des répercussions à la fois sur les portefeuilles d'obligations et d'actions

La Fed laisse-t-elle filer l'inflation ?

À en juger par le contexte actuel aux États-Unis, selon toute mesure raisonnable de l'inflation, la Fed a pris « du retard dans la normalisation de sa politique monétaire ». L'inflation galopante se situe bien au-delà de l'objectif de 2 % de sorte que le FOMC (Comité de politique monétaire) devrait relever ses taux plus rapidement afin d'enrayer la hausse des prix. Concernant la notion selon laquelle la Fed aurait pris « du retard dans la normalisation de sa politique monétaire », le président de la Fed de Saint-Louis, James Bullard, propose deux interprétations :

- Dans le cadre d'une politique monétaire en conformité avec la Règle de Taylor, la Fed serait en retard d'environ 300 points de base.
- D'un autre côté, le rendement des bons du Trésor à deux ans est à 2,47 %, ce qui indique que l'écart n'est pas si important. Pour autant, la banque centrale doit encore relever ses taux pour rester en phase avec ses orientations prospectives.

Depuis les années 1960, l'inflation sous-jacente (core PCE) n'a été aussi élevée qu'aujourd'hui qu'à deux reprises. La première fois en 1974. À l'époque, la Fed avait minimisé les facteurs monétaires qui contribuaient à la hausse des prix et avait maintenu son taux directeur à un niveau relativement bas. C'est ainsi qu'elle prit du retard, provoquant de la volatilité dans l'économie réelle, une inflation plus élevée et de multiples récessions.

En 1983, elle ne voulut pas répéter son erreur et maintint ses taux élevés en dépit de la baisse de l'inflation, ce qui conduisit finalement à la récession de 1990-1991. Le scénario actuel ressemble davantage à celui de 1974, qui se caractérise par une inflation élevée, persistante et auto-entretenu, un taux directeur réel ex post faible et des taux nominaux orientés à la hausse, sans aucun moyen de stabiliser la volatilité de l'économie réelle. On notera que la normalisation de la politique monétaire comporte également un risque élevé de récession. **La Fed doit choisir entre juguler l'inflation au risque de déclencher une récession maintenant, ou gagner du temps pour que la croissance nominale augmente, moyennant un prix élevé à payer plus tard. Il est probable qu'elle penche vers la seconde option.**

Convictions

Pour ce qui est des répercussions en matière d'investissement, on assiste actuellement à une réévaluation mondiale du risque. Bien que celle-ci ait commencé sur le segment court terme, la dernière étape impactera le segment long terme, avec une pentification de la courbe des taux, marquant un point d'inflexion pour les actifs risqués. Les performances des actions et des obligations se détérioreront, voire s'inverseront, provoquant une sous-performance généralisée. **Le point de réévaluation des actions devrait être marqué par un biais pour les titres value et la qualité, ce qui laisse entrevoir une surperformance de ces secteurs.**

La poursuite de la réévaluation des actions et du crédit, signalée par un plafonnement du segment à 10 ans de la courbe, donnerait le top départ d'une reprise du risque.

AMUNDI INSTITUTE

Resserrement quantitatif de la Fed (QT) et valorisations cross-asset



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche Cross Asset

Le premier trimestre a radicalement modifié la politique monétaire et les orientations prospectives de la Fed. Les données macroéconomiques montrent que la demande reste très forte. Dans ce contexte, la Banque centrale a été contrainte de durcir le ton sur les hausses de taux et la réduction de son bilan. À l'avenir, les prix à la consommation forceront la Fed à agir et, éventuellement, à contenir l'atterrissage en douceur induit par la demande afin de prévenir les anticipations d'inflation structurellement plus élevée à long terme. L'effet secondaire de cette nouvelle politique sera l'assèchement des liquidités dans le régime actuel de reflation des actifs, ce qui créera un environnement moins favorable pour les marchés financiers.

La conséquence logique se traduira par un réajustement du niveau des marchés financiers au nouveau cadre, ce qui entraînera une réévaluation des multiples et des indicateurs de valorisation à des niveaux inférieurs. Auparavant, l'expansion du bilan de la Fed à 9 000 milliards de dollars avait comprimé la partie longue de la courbe et poussé les PER à la hausse. Les 3 400 milliards de dollars injectés pendant le confinement et la reprise post-Covid n'étaient que la dernière étape d'un processus pluriannuel.

Anticipation des répercussions sur les marchés (voir également le tableau ci-dessous)

- La normalisation de la politique monétaire (retour du bilan de la Fed à son niveau d'avant la crise) entraînera une contraction des multiples de valorisation et portera le 10 ans américain au-dessus de 3 %.
- Vu sous l'angle des différents indicateurs et outils, l'environnement financier poussera les actions et les titres obligataires à des niveaux de prix élevés, avec des corrections probables dans les deux classes d'actifs.
- En définitive, la réaction des marchés dépendra du degré de réussite de la Fed dans la gestion du ralentissement de la croissance et du cycle des bénéfices. En tout état de cause, les perspectives actuelles ne sont pas propices à une réévaluation des ratios cours/bénéfices.

Horizon du QT	Réduction annuelle du bilan (1 000 milliards de dollars)	Réduction cumulée du bilan (1 000 milliards de dollars)	Contraction des PER ¹	Bilan de la Fed/ dette publique US	10 ans US ²
Dans 1 an	1,14	1,14	5,1 %	25,8 %	2,90 %
Dans 2 ans	1,14	2,28	18,9 %	22,1 %	3,11 %
Dans 3 ans	1,14	3,42	32,7 %	18,3 %	3,40 %

Source: Amundi Institute, 19 avril 2022.

¹ Cours/bénéfices ajustés en fonction de l'expansion du bilan: distance par rapport à la moyenne en tenant compte du retour à la moyenne.

² Objectif de cours pour le 10 ans US en fonction du modèle Macro Nelson-Siegel d'Amundi et des niveaux d'endettement actuels.

**GESTION
DIVERSIFIÉE**

Jouer la valeur relative de la dette des ME et des actions US vs UE



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies Multi-Asset



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

Dans un contexte de ralentissement de la dynamique économique, nous restons neutres sur le risque et attendons que la situation se clarifie avant de renforcer la directionnalité

Les révisions à la hausse de l'inflation poussent les banques centrales à accélérer leurs programmes de resserrement. La BCE se montre prudente en raison du niveau élevé des incertitudes en matière de croissance, tandis que la Fed semble vouloir atteindre au plus vite un taux directeur neutre. La géopolitique ajoute une nouvelle couche d'incertitude sur les marchés qui ressentent déjà l'impact de la stagflation causée par la pression à la hausse sur les matières premières.

Les disparités de l'action politique découlant des particularités de chaque région permettent aux investisseurs d'exploiter des opportunités de valeur relative sur la durée et les devises. Ceci implique également qu'il est important de ne pas augmenter le risque et d'être attentif aux valorisations pour identifier les paris intéressants, y compris dans les pays émergents. Il convient enfin de chercher à renforcer les couvertures sur le crédit et les actions et de maintenir un positionnement bien diversifié.

Des idées à conviction forte

Notre positionnement est neutre sur les actions, mais nous recherchons les opportunités de valeur relative en privilégiant les États-Unis par rapport à l'Europe en raison de la résilience de la demande des consommateurs et de la solidité des marchés du travail outre-Atlantique. De plus, en Europe, à mesure que la saison de publication des résultats progresse, nous constatons un risque accru lié à la hausse des prix à la production et aux pressions sur les marges. La volatilité ayant diminué récemment, nous pensons que les investisseurs pourraient exploiter cette opportunité de valeur relative au moyen d'options. En ce qui concerne les

marchés émergents, nous sommes neutres, mais nous évaluons attentivement la capacité du positionnement plus accommodant du gouvernement chinois à compenser les effets des nouveaux confinements liés au Covid.

Concernant la durée, nous sommes prudents sur les bons du Trésor américain (UST), car nous continuons de croire en la tendance haussière des rendements malgré la récente hausse. Notre approche flexible et active nous permet également d'explorer des opportunités sur les courbes de rendement d'autres régions. Nous sommes notamment constructifs en ce moment sur le 10 ans français (OAT) par rapport aux obligations d'État allemandes (Bund) en raison du portage attractif et des valorisations bon marché des OAT d'un point de vue historique. De même, nous restons optimistes sur les BTP italiens par rapport aux Bunds, mais estimons que les échéances plus longues présentent désormais une plus grande marge de resserrement des *spreads*. Nous sommes également positifs sur le 10 ans australien vis-à-vis du 10 ans britannique, car l'inflation australienne a jusqu'à présent été contenue par rapport à celle du Royaume-Uni, ce qui limite la pression sur la Banque de réserve d'Australie pour qu'elle relève ses taux directeurs. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, nous pensons qu'à court terme le CNY est confronté aux vents contraires résultant des tensions géopolitiques avec les États-Unis (qui provoquent des sorties de capitaux) et de la détérioration des perspectives économiques. C'est pourquoi nous ne voyons plus d'un bon œil la dette des administrations locales. Nous sommes en revanche optimistes quant au reste de l'indice EM Bonds, en raison de son portage élevé, de ses valorisations attractives et de son biais pour l'Amérique latine et les exportateurs de matières premières. Nous

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions					■			
Crédit	↗					■		
Duration				■				
Pétrole					■			
Or					■			

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. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds. QT = resserrement quantitatif.

GESTION
DIVERSIFIÉE

continuons néanmoins de surveiller le risque lié aux taux de défaut dans les pays à haut rendement. Le crédit d'entreprises, tant aux États-Unis qu'en Europe, sera probablement affecté par la hausse des principaux taux et leur impact sur les bénéficiaires. Nous restons globalement neutres pour l'instant, avec une perspective légèrement positive sur l'IG par rapport au HY, compte tenu des préoccupations relatives aux valorisations du HY, notamment aux États-Unis. **Notre opinion sur les devises est le reflet de nos projections économiques** et de leur impact sur les devises respectives. Nous sommes actuellement prudents sur l'EUR face à l'USD et au JPY. Le différentiel de taux d'intérêt US/UE et les pressions inflationnistes en Europe pourraient peser sur l'euro. Deuxièmement, nous sommes positifs sur l'USD par rapport au CAD et au NZD, puisque le billet vert devrait

bénéficier d'une hausse des rendements réels américains. Enfin, nous maintenons notre avis sur la paire CHF/EUR en raison du statut de valeur refuge du franc et restons prudents sur la paire GBP/EUR. Dans les marchés émergents, nous sommes maintenant positifs sur la paire BRL/USD, car le réal devrait être soutenu par la vigueur des matières premières.

Risques et couvertures

Les tensions économiques et les risques géopolitiques invitent à renforcer les couvertures. Nous pensons qu'il convient de maintenir les couvertures sur le HY américain et de renforcer celles sur le crédit européen. Une protection des expositions aux actions européennes et américaines pourrait également se justifier, compte tenu des risques liés au durcissement de ton de la Fed.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les conditions financières ne se sont pas encore resserrées, mais les choses se corseront pour les actifs risqués lorsque l'augmentation des rendements réels s'accompagnera de pressions sur les bénéfices des entreprises

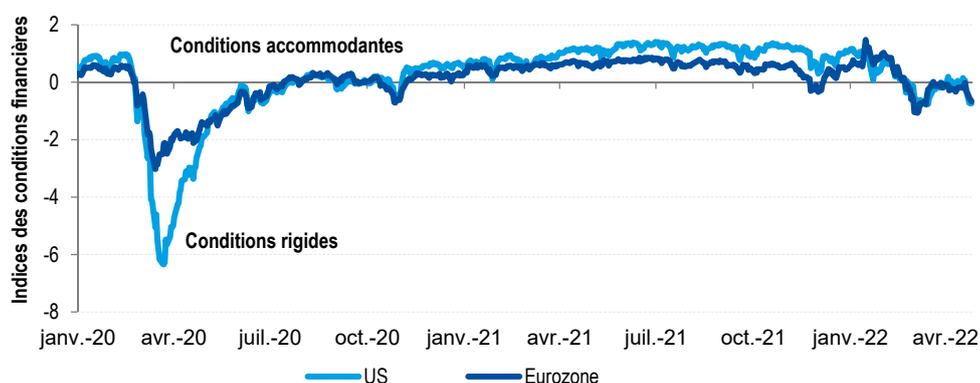
Durcissement des conditions financières : vigilance sur le crédit

L'inflation actuelle, particulièrement élevée est la conséquence de facteurs multiples, dont des années de sous-investissement dans le capital physique (infrastructures, capacités de production, etc.), le phénomène mondial de relocalisation et la répression financière dans le monde développé. Les banques centrales réagissent aux pressions inflationnistes, mais la Fed et la BCE semblent toutes deux avoir pris du retard dans la normalisation de leur politique monétaire, malgré leur orientation plus restrictive. À ce jour, les conditions financières ne se sont pas resserrées de manière significative, mais cela pourrait arriver si les banques centrales sont suffisamment agressives pour juguler l'inflation. **Une approche bottom-up vigilante sur le crédit est donc nécessaire pour se préparer aux disparités à venir. En ce qui concerne les emprunts d'État, les investisseurs doivent rester agiles, car ils apportent un soutien en période de stress, bien que l'orientation à long terme des taux soit à la hausse.**

Obligations mondiales et européennes

Nous avons adopté un positionnement moins prudent sur la durée dans les pays du cœur de la zone euro et aux États-Unis, car l'environnement économique incertain crée un afflux vers les actifs refuges. En outre, **nous recherchons les opportunités tactiques sur l'ensemble des courbes et des zones géographiques**, ce qui nous permet aujourd'hui d'être positifs sur la Belgique, neutres sur la dette périphérique et défensifs sur la durée britannique. Dans une perspective de long terme, nous privilégions une diversification de l'exposition

Indices des conditions financières



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 22 avril 2022. Les valeurs positives correspondent à des conditions financières accommodantes.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Nous recherchons également des opportunités sélectionnées dans l'immobilier non résidentiel et commercial. Les valorisations du crédit d'entreprise se situent dans leurs moyennes à long terme, mais nous préférons les risques idiosyncrasiques et pensons qu'il n'y a pas lieu d'être trop pessimiste, car les fondamentaux des émetteurs sont encore solides. En revanche, nous maintenons des couvertures et sommes attentifs au risque de liquidité.

Obligations des marchés émergents

L'inflation élevée augmente la probabilité de poursuite du durcissement des politiques monétaires dans les marchés émergents, la dispersion élevée entre les pays renforçant le besoin de sélection. Nous restons défensifs sur la duration, mais sommes un peu moins prudents. Nous anticipons un certain resserrement des *spreads* sur les émissions en

devises fortes, principalement sur le segment HY. En ce qui concerne la dette en devises locales, nous privilégions les exportateurs de matières premières, qu'il s'agisse de titres d'entreprises ou souverains, d'Amérique latine et d'Afrique du Sud, qui pourraient bénéficier de la tendance haussière actuelle des matières premières, mais nous restons sélectifs.

FX

Le repli du marché sur les valeurs de qualité nous incite à être positifs sur le dollar, mais prudents sur l'euro. Les prévisions actuelles du marché, qui tablent sur deux ou trois hausses des taux en EUR cette année, semblent excessives. En ce qui concerne les marchés émergents, nous sommes constructifs sur certaines devises sélectionnées d'Amérique latine (MXN, CLP) et d'Asie (THB), mais prudents sur le HUF.

ACTIONS

Fortunes disparates sur fond de réévaluation des bénéfiques



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Il convient, tout en tenant compte des valorisations, de surpondérer les « durations courtes » (actions value, banques) qui peuvent rémunérer les actionnaires par le biais de dividendes en sous-pondérant les secteurs à « duration longue » comme les technologies de l'information

Évaluation globale

La hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance économique (invasion russe, perturbations de l'offre chinoise) sont susceptibles de peser sur les bénéfiques des entreprises. Par conséquent, durant cette saison de publication des résultats, **nous accorderons une attention particulière au pilotage des anticipations sur les tendances de la demande et le pouvoir de fixation des prix.** À l'heure actuelle, nous considérons le pouvoir de fixation des prix, la résilience des modèles économiques et la solidité des bilans comme des éléments essentiels. Le pouvoir de fixation des prix peut découler des marques, de la propriété intellectuelle et d'autres formes de différenciation des produits. Le risque concerne toujours les valorisations et, à cet égard, une approche de valeur relative est essentielle. **De manière générale, nous privilégions les titres value (moins cycliques) par rapport aux titres de croissance et, au niveau régional, les titres américains par rapport aux titres européens, en raison du faible impact sur les bénéfices des premiers.**

Actions européennes

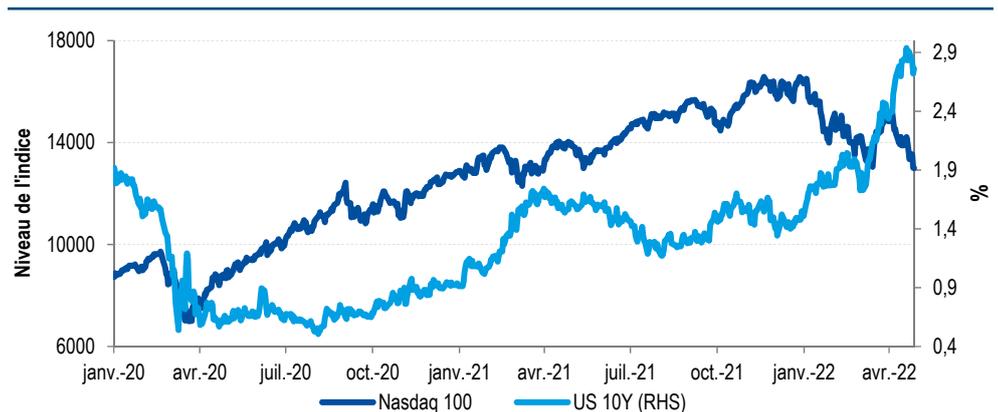
La dispersion actuelle des valorisations est élevée, ce qui nous incite à être sélectifs tout en restant équilibrés compte tenu des perspectives de risque. **Certains segments de marché, comme les actions value restent attractifs, même si nous nous concentrons désormais davantage sur les segments moins cycliques et défensifs en raison du ralentissement manifeste de l'économie.** Le secteur des banques, qui est cyclique, mais

qu'à ce stade nous continuons d'apprécier, constitue une exception. Nous apprécions également les valeurs défensives attractives des secteurs de la santé et des biens de consommation non-cyclique. De manière générale, il convient de délaissier les secteurs défensifs de faible qualité au profit de segments de haute qualité. Les technologies de l'information restent globalement moins attractives, compte tenu des difficultés importantes en matière de valorisation, en raison notamment des perspectives de hausse des taux d'intérêt. Nous craignons, en outre, que certains risques fondamentaux tels que les contraintes réglementaires et les marges bénéficiaires très élevées ne soient pas suffisamment pris en compte par le marché. De manière générale, nous restons très sélectifs en nous appuyant sur une approche bottom-up pour identifier les entreprises susceptibles de générer des rendements durables à long terme.

Actions américaines

La reprise américaine devrait être portée par la vigueur du marché du travail et la solidité de la situation financière des ménages, mais l'inflation pourrait affecter les revenus disponibles. On notera que les bénéfiques sont susceptibles d'augmenter avec l'inflation, mais qu'en cas de hausse des taux, ces bénéfiques seront actualisés pour tenir compte du coût plus élevé du capital. Nous anticipons donc une certaine pression sur les multiples de valorisation. Dès lors, **dans le cadre de notre biais pour la qualité et le style value, nous nous intéressons aux sociétés présentant une forte efficacité opérationnelle et des modèles économiques résistants aux**

La hausse des rendements impacte les valorisations des technologies de l'information



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au 26 avril 2022

ACTIONS

risques géopolitiques, ainsi que celles qui ont tendance à rémunérer les actionnaires en leur restituant leur surplus de liquidités (dividendes, rachats). Il faudra toutefois éviter les entreprises présentant un bilan fragile. En termes sectoriels, nous sommes constructifs sur l'énergie, les matériaux, les banques et la santé. Les banques américaines affichent une rentabilité élevée et stable de leurs fonds propres et investissent dans des technologies qui devraient leur permettre de gagner des parts de marché à long terme, un aspect que, selon nous, les marchés ne valorisent pas correctement. Par ailleurs, certaines entreprises du secteur de la santé se montrent très innovantes, ce qui rend certains segments de ce secteur particulièrement attractifs. Un processus de sélection rigoureux permettant de repérer les valeurs les plus intéressantes reste toutefois une priorité pour nous.

Actions émergentes

Bien que la visibilité soit faible en ce moment, les valorisations des marchés émergents laissent entrevoir un potentiel haussier sur les 12 prochains mois, mais les disparités entre pays sont fortes et nous sommes sélectifs. Nous pensons que les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU) et les pays portés par leur consommation intérieure (Inde) pourraient tirer leur épingle du jeu. En Chine, nous observons le renforcement des mesures de relance prises par les autorités et gardons un positionnement plus prudent à court terme, étant donné que les restrictions sanitaires récentes sont susceptibles d'avoir un impact sur l'activité économique. Pour autant, le scénario de croissance à long terme reste intact. Au niveau sectoriel nous privilégions la consommation discrétionnaire, l'immobilier et le style value.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Pierre BLANCHET,
Responsible Investment
Intelligence

Le résultat de l'élection présidentielle française est un succès pour l'Europe et un gage de stabilité pour la zone euro

Élection présidentielle française : la victoire de Macron garantit la continuité mais manque de soutien politique

La réélection du président sortant évite à la France une période politique imprévisible. Bien qu'Emmanuel Macron garantisse la stabilité d'un point de vue économique et géopolitique, sa base électorale plus restreinte pourrait être un problème pour mettre en œuvre son programme de réforme.

Emmanuel Macron a remporté les élections présidentielles françaises contre le leader d'extrême droite Marine Le Pen avec un score de 58,5 % contre 41,5 %, confirmant ainsi son leadership après 5 ans au pouvoir. Il est devenu le premier président sortant à être réélu depuis que le mandat présidentiel et le mandat parlementaire sont alignés sur 5 ans. Cependant, le résultat au second tour a été beaucoup plus serré qu'en 2017 et le taux de participation a été le plus faible depuis 1969. **Le paysage politique français est de plus en plus fragmenté**, plus de la moitié des voix étant allée aux candidats populistes au premier tour. **Toutefois, la force des institutions de la Ve République est souvent sous-estimée**, et elles ont montré leur capacité à assurer un gouvernement stable dans de nombreuses circonstances difficiles par le passé.

Durant la seconde partie de la campagne, Emmanuel Macron a dû faire plusieurs concessions avec son aile gauche, notamment sur la réforme du système des retraites, et appuyer des mesures sociales pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, plusieurs leaders de l'opposition de chaque bord de l'échiquier politique ont apporté leur soutien à Emmanuel Macron mais ont clairement indiqué que l'objectif était de s'opposer à Marine Le Pen sans pour autant adhérer au programme d'Emmanuel Macron. Ceci, ainsi que le faible taux de participation, signifient que **sa base électorale n'est pas aussi large que le suggèrent les résultats du second tour** et que sa liberté d'action sera limitée, notamment sur les réformes les plus difficiles. Dans ce contexte, il y a un risque qu'un mouvement social semblable à celui des Gilets jaunes voie le jour à mesure que de nouvelles réformes sont lancées.

Le débat entre Emmanuel Macron et Marine Le Pen a clairement montré que cette élection était un référendum sur l'Europe. Le résultat de l'élection présidentielle française est donc un succès pour l'Europe et un gage de stabilité pour la zone euro. Le manifeste pro-européen d'Emmanuel Macron a clairement montré son soutien à une plus grande intégration européenne, à une autonomie européenne renforcée dans un contexte géopolitique en mutation. La continuité politique rassurera également les pays de l'OTAN sur la politique étrangère de la France. Macron veut « assurer la puissance de l'Europe » en mettant l'accent sur l'énergie, la technologie et la défense. Il s'agit notamment d'accélérer la décarbonisation et le déploiement des énergies propres afin de réduire la dépendance à l'égard des importations de charbon, de gaz et de pétrole. L'autonomie technologique de l'Europe a souvent été mentionnée au cours de sa campagne. Il appelle à plus d'investissements pour soutenir les champions européens et à plus de protection dans les domaines les plus stratégiques. Macron soutiendra également un renforcement des capacités des armées européennes et leur coordination. Au niveau de l'Union européenne, le Président Macron a souligné que plusieurs réformes étaient prioritaires, notamment de nouvelles règles budgétaires, un marché commun de l'énergie renouvelé et une nouvelle gouvernance de l'UE.

Le prochain défi pour Emmanuel Macron est d'obtenir une majorité à l'Assemblée nationale lors des élections locales à deux tours, qui auront lieu les 12 et 19 juin. Les partis populistes de gauche et de droite veulent profiter de la dynamique de l'élection présidentielle et obtenir un grand nombre de sièges. **Cependant, le mode de scrutin rend difficile le succès de ces candidats au second tour.** De plus, la prime électorale donnée par l'élection présidentielle a toujours été suffisante pour assurer un grand nombre de sièges au parti présidentiel. Il est probable que la majorité de Macron sera constituée d'une coalition comprenant des députés de centre gauche et de centre droit, comme c'était le cas lors de la précédente législature. Mais cette majorité risque d'être plus difficile à trouver puisque les partis politiques traditionnels ont perdu leur part de voix et sont profondément minés par leurs mauvais résultats au premier tour de l'élection présidentielle (en dessous de 5 % des suffrages pour le Parti socialiste et Les Républicains). Bien qu'un Parlement sans majorité semble peu probable, **une forte opposition populiste pourrait bloquer toute réforme significative et en particulier les réformes constitutionnelles**, qui nécessitent une majorité de 3/5 de l'Assemblée nationale et du Sénat.

Malgré une base électorale plus restreinte et probablement une majorité plus faible au Parlement, **Emmanuel Macron sera toujours en mesure de poursuivre une partie de ses projets pour transformer l'économie française et améliorer la gouvernance de l'UE.**

Achévé de rédiger le 26 avril 2022

LE THÈME DU MOIS

T2 2022 : fin de cycle avec une attention plus marquée pour l'inflation



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche
Cross Asset



Silvia DI SILVIO,
Macrostratège, Recherche
Cross Asset



Annalisa USARDI,
CFA, Macrostratège Senior,
Recherche Cross Asset

- Le glissement vers une fin de cycle inflationniste se précise avec une attention marquée pour la hausse de l'inflation (et des taux). La dynamique économique continue de ralentir au niveau mondial, avec toutefois quelques signes timides de stabilisation.
- Cela se traduit par un positionnement prudent sur les actions, avec un biais marqué en faveur des classes d'actifs résilientes durant les régimes inflationnistes avec une croissance décente. Les incertitudes à court terme qui pèsent sur l'économie européenne en raison de la guerre en Ukraine, poussent à privilégier les actions de style value, les facteurs de qualité et les secteurs résistants à l'inflation, les obligations indexées sur l'inflation pouvant servir de couverture. Les métaux de base sont les matières premières préférées.

Mise à jour de l'Inflation Phazer

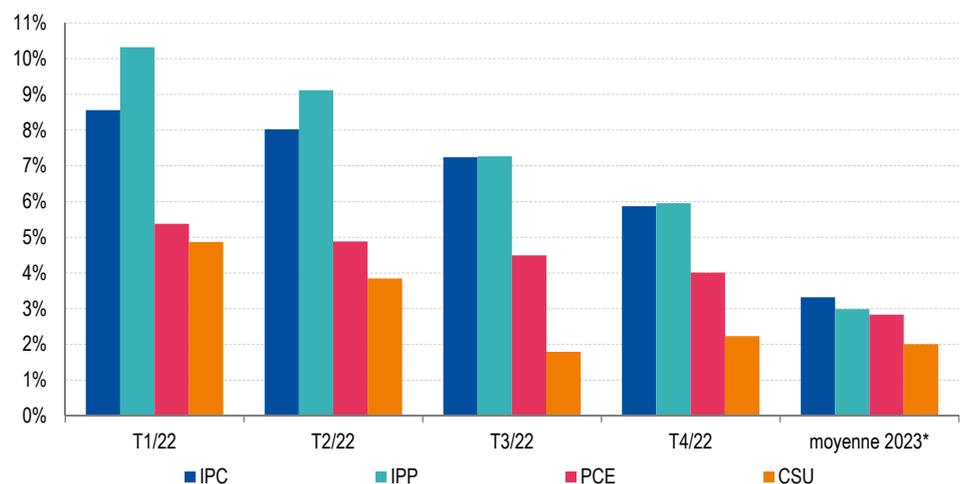
L'inflation s'est aggravée durant le premier trimestre 2022. Avant le début du conflit ukrainien, les pressions sur les prix étaient censées atteindre un pic à la fin du premier trimestre, avec une normalisation du pétrole (WTI) dans une fourchette de 65 à 75 dollars/baril d'ici la fin de l'année et une détente des prix des biens grâce à une résorption partielle des pressions résultant des goulets d'étranglement de l'offre au deuxième semestre 2022.

Au lieu de cela, au cours du trimestre, certains facteurs ont exercé une pression supplémentaire sur les prix, ce qui a exacerbé les contraintes et les goulets d'étranglement persistants liés à la pandémie et a propulsé les chiffres et les attentes en matière d'inflation à de nouveaux sommets. Le principal événement a certainement été le début du conflit en Ukraine, qui a relancé les pénuries d'approvisionnement, notamment dans le secteur alimentaire (l'Ukraine est l'un des principaux exportateurs mondiaux de blé et d'huile végétale), déclenchant également

une forte hausse des prix du pétrole et du gaz naturel, en raison de l'aggravation du risque géopolitique et des sanctions contre la Russie. En outre, l'augmentation du nombre des cas de Covid et les nouvelles restrictions sanitaires en Chine menacent d'aggraver la situation. Il est donc peu probable que le timide début de concrétisation des signes d'amélioration des indicateurs de pénurie se poursuive.

Au cours des 12 à 18 prochains mois, l'évolution des prix des matières premières sera un facteur clé pour évaluer la trajectoire de l'inflation. Nous estimons que le pétrole (WTI) devrait se maintenir autour de son niveau actuel (110 dollars/baril) jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2022, avant de redescendre progressivement pour atteindre 75 dollars/baril au premier trimestre 2023. De manière générale, les prix de l'énergie devraient rester soutenus, au moins jusqu'à la fin du conflit ukrainien. Aux États-Unis, les pressions inflationnistes devraient atteindre un pic au début du deuxième trimestre 2022 avant de s'atténuer progressivement au cours

1/ Prévisions d'inflation d'Amundi pour les États-Unis en glissement annuel trimestriel



* 2023 : moyenne des projections trimestrielles en glissement annuel.
Source : Amundi Institute. Données à avril 2022.

LE THÈME DU MOIS

Prolongement du régime hyperinflationniste actuel au deuxième trimestre 2022

des trimestres suivants sous l'effet d'une correction modérée des prix des matières premières, d'une contribution négative des effets de base et d'une activité économique plus faible (à cet égard, la normalisation de la politique monétaire de la Fed jouera un rôle crucial). Le niveau moyen des indices

d'inflation à l'issue de cette phase sera toutefois supérieur à la fois aux prévisions antérieures et aux normes d'avant la pandémie. Plus précisément, les projections d'inflation toujours élevées sont un corollaire de la dynamique toujours forte de l'IPP, qui devrait se répercuter en douceur sur l'IPC.

Prévisions d'inflation d'Amundi pour les États-Unis en 2022 :

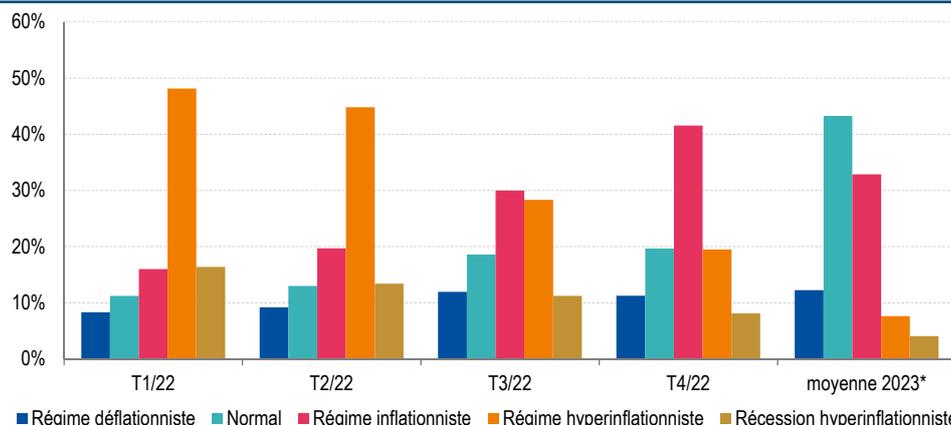
- **L'IPC global** devrait se maintenir à une moyenne d'environ 8 % au deuxième trimestre, mais en suivant une courbe descendante par rapport au pic.
- **Indice des prix à la production (IPP)** : les pressions sur les intrants devraient rester élevées à court terme et commencer à s'atténuer progressivement au second semestre 2022.
- **Inflation sous-jacente (PCE sous-jacent)** : nous allons assister à une transition de 5,4 % actuellement à 4 % d'ici la fin de l'année.
- La tendance des **coûts unitaires de main-d'œuvre** devrait se stabiliser autour des niveaux d'avant la crise (environ 2 %), mais

en restant sur une moyenne légèrement supérieure au cours de l'année.

En 2023, les mesures susmentionnées des prix américains devraient se stabiliser dans une fourchette de 2 à 3 % (moyenne trimestrielle en glissement annuel), à l'exception de l'IPC, qui diminuera en moyenne pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 3 %.

- Partant des projections d'inflation pour les principaux indices de prix américains (voir le graphique ci-dessus), l'**Inflation Phazer d'Amundi** propose une distribution des probabilités pour chacun des cinq régimes d'inflation pertinents sur l'horizon de prévision.

2/ Inflation Phazer : probabilités trimestrielles 2022-202



* Les probabilités pour 2023 sont basées sur la moyenne des prévisions trimestrielles en glissement annuel. Source: Amundi Institute. Données à avril 2022.

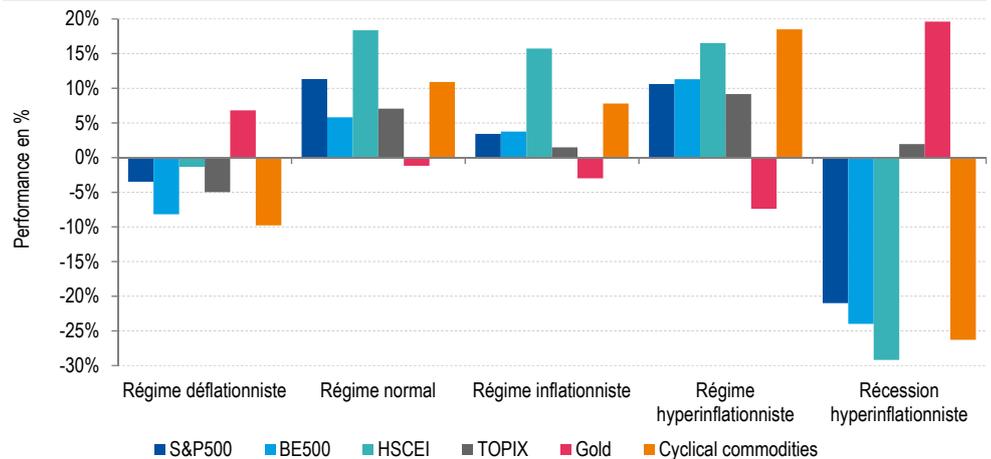
*L'Inflation Phazer est un outil propriétaire d'Amundi, dont l'objectif est de servir de boussole pour identifier le régime d'inflation le plus probable à court et moyen terme, ainsi que l'impact d'un tel régime sur les principales classes d'actifs. L'outil permet d'identifier cinq régimes d'inflation en utilisant les indices américains suivants comme facteurs discriminants : l'indice des prix à la consommation (IPC), l'indice des prix à la production (IPP), l'indice des dépenses de consommation des ménages et les coûts unitaires de main-d'œuvre. Les données historiques sont mensuelles en glissement annuel depuis 1959. <https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

D'après notre outil, la phase d'**hyperinflation** du premier trimestre (et qui se poursuit en fait depuis le second semestre 2021) se prolongera au deuxième trimestre, où les données sur l'inflation devraient atteindre un pic. En effet, ce type de régime se caractérise par des niveaux d'inflation compris entre 6 et 10 %, ce qui correspond à nos prévisions pour l'IPC et l'IPP au deuxième trimestre. Après le pic des chiffres de l'inflation, le régime deviendra **inflationniste**, avec des niveaux de prix en glissement annuel se rapprochant d'une fourchette de 3 à 6 % d'ici la fin de l'année. Il convient toutefois de noter qu'au troisième trimestre, les risques d'**hyperinflation**

resteront élevés (la probabilité d'un régime hyperinflationniste n'est inférieure que de 3 % à celle d'un régime inflationniste). Pour 2023, la stabilisation des indices d'inflation dans une fourchette de 2 à 3 % (à l'exception de l'IPC) plaidera en faveur d'une nouvelle évolution vers un régime d'inflation plus modéré, dit **normal**. Malgré ces prévisions de retour de l'inflation à des niveaux plus équilibrés et plus soutenables, la probabilité de voir un régime inflationniste en 2023 reste très élevée (33 %, contre 43 % pour le régime normal) et doit donc être prise en compte dans les décisions d'allocation d'actifs.

LE THÈME DU MOIS

3/ Amundi US Inflation forecasts YoY Quarterly



Source : Amundi Institute. Données à avril 2022. Les performances des actions sont exprimées en fonction du prix des indices en devises locales. Pour l'indice HSCEI, les performances dans le cadre des scénarios de reprise hyperinflationniste et de récession hyperinflationniste sont basées sur des simulations effectuées par Amundi Institute à partir de l'indice EM equity élargi.

Au deuxième semestre 2022, le cycle économique passera de la phase de reprise à la phase de fin de cycle

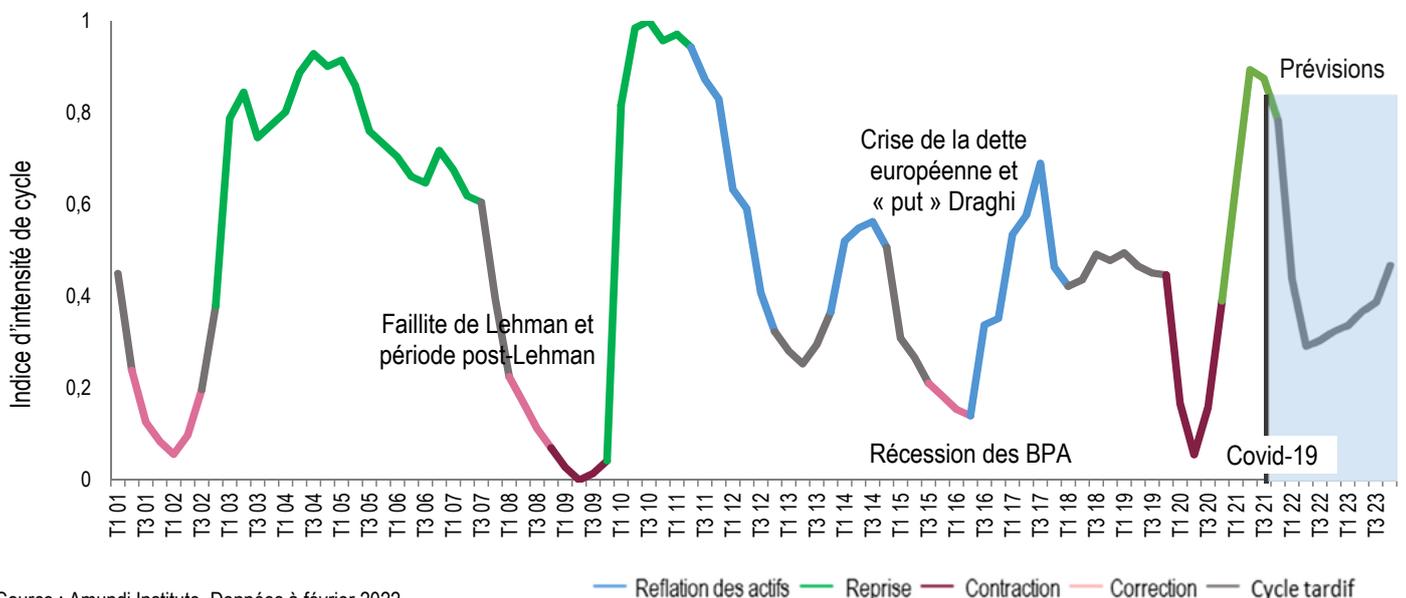
En termes de répercussions sur les investissements, la répétition de la séquence de surprises positives pour l'inflation depuis le second semestre 2021 et les nouvelles menaces qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement mondiales en raison du conflit ukrainien, qui pourrait déboucher sur un nouvel ordre géopolitique, renforcent les arguments pour une allocation axée sur les actifs susceptibles de profiter d'un régime de pression élevée sur les prix, dans un contexte de croissance économique encore correcte (comme dans le régime de **reprise hyperinflationniste**).

Sur les marchés d'actions, les investisseurs peuvent envisager un renforcement de leur exposition aux secteurs qui bénéficient de la hausse des prix des matières premières et qui disposent d'un bon pouvoir de fixation des prix, tels que l'énergie, les matériaux et les services financiers et de jouer leur valeur

relative par rapport aux secteurs qui sont plus vulnérables aux augmentations des taux d'intérêt (par exemple, la technologie et les secteurs de « croissance » en général). Du point de vue géographique, les actions européennes sont généralement bien placées dans un tel environnement, mais les incertitudes liées au conflit en Ukraine invitent à la prudence.

Le contexte actuel de forts déséquilibres entre l'offre et la demande est favorable aux matières premières cycliques, en particulier les métaux de base, qui devraient conserver un certain potentiel d'appréciation, compte tenu de la faiblesse des stocks et de la forte demande future liée à la transition verte. Enfin, nous pensons que les obligations indexées sur l'inflation offrent toujours une couverture intéressante pour protéger les portefeuilles contre un scénario d'inflation élevée.

4/ Advanced Investment Phazer : occurrence des régimes depuis 2001



Source : Amundi Institute. Données à février 2022.

LE THÈME DU MOIS

Pression sur les bénéfices en raison de l'augmentation des coûts

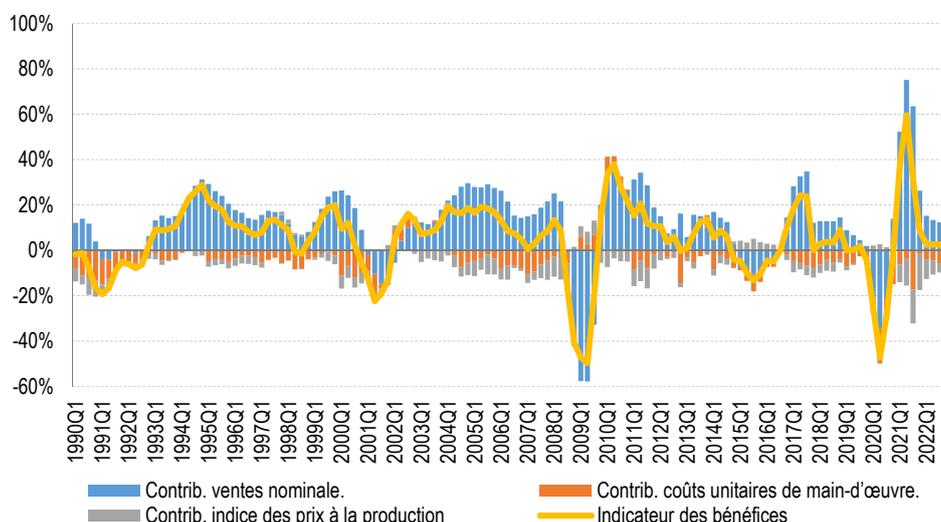
Cycle économique à moyen terme

Les événements géopolitiques qui influencent les prix des matières premières et les anticipations d'inflation contribuent également à la **détérioration des perspectives de croissance mondiale et régionale**. Amundi a revu ses prévisions de PIB mondial à la baisse (3,2 % en 2022 et 2023, contre 4 % et 3,4 %, respectivement), avec une inflation mondiale plus élevée (6,9 % en 2022 et 4 % en 2023, contre 5,3 % et 3,4 %, respectivement). Cette accélération supplémentaire des prix a encore renforcé les prévisions de **durcissement des politiques monétaires** au cours des 12 à 18 prochains mois, pour tenter de rétablir la stabilité des prix et d'empêcher que les anticipations d'inflation à long terme ne perdent leur ancrage. Un **resserrement des conditions financières** sera le principal canal de transmission de ce durcissement du positionnement des banques centrales, avec un ralentissement général du rythme actuel de l'activité économique. La détérioration attendue des perspectives macro-financières est visible dans l'évolution

de la distribution des probabilités entre les régimes de **l'Advanced Investment Phazer d'Amundi**. Au deuxième trimestre de 2022, la phase de **fin de cycle** prendra le pas sur la phase de **reprise**, qui dure depuis le quatrième trimestre de 2020, et se prolongera jusqu'en 2023. Dans ce contexte, la croissance des BPA a peu de potentiel et devrait se situer dans une fourchette de 0 à 10 %. Sur le plan de l'allocation d'actifs, le passage d'une phase de reprise à une phase de fin de cycle exige une réallocation des marchés à bêta élevé vers des actifs plus défensifs et de meilleure qualité.

Pour l'année prochaine, alors que le cycle économique continue de mûrir et que l'activité économique se rapproche à nouveau de la tendance ou se stabilise en dessous, la **correction** devient le deuxième régime le plus probable, ce qui implique une allocation d'actifs encore plus prudente, avec un recentrage sur les actifs défensifs (emprunts d'État et or).

5/ **cette fois, les marges bénéficiaires sont vulnérables à la hausse des coûts de production et aux perturbations de l'offre**
CA et résultats nets : contributions en variation annuelle



Source : Bloomberg, Amundi Institute, données à avril 2022

Note méthodologique : L'indicateur des bénéfices est calculé comme suit : chiffre d'affaires (contribution des ventes nominales en glissement annuel) - résultat net (contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre et des prix à la consommation en glissement annuel).

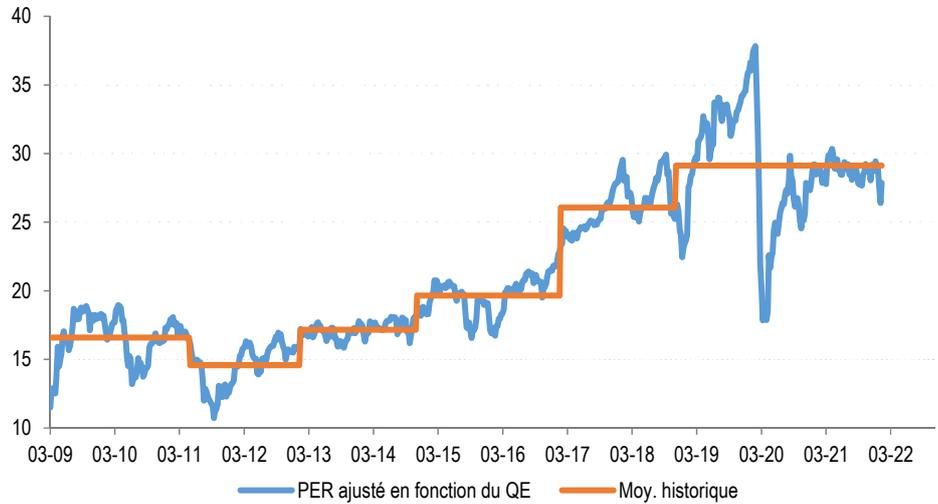
Resserrement quantitatif (QT) et ralentissement des bénéfices peu propices à une expansion des multiples

La politique monétaire et les outils non conventionnels de la Fed ont injecté des quantités extraordinaires de liquidités dans les marchés, apportant un soutien considérable à la reprise des actions en 2021, outre le fort rebond des bénéfices et de la croissance économique. Pour l'heure, les indicateurs de valorisation ajustés de la liquidité sont,

à quelques exceptions près, restés bon marché. La Fed devrait rester accommodante, soutenant l'économie par des augmentations de la base monétaire, mais le processus de QT devrait réduire les apports de liquidités aux marchés, tandis que le ralentissement des BPA devrait tempérer la complaisance des investisseurs. Par conséquent, le passage d'une

LE THÈME DU MOIS

6/ **Hausse peu probable des multiples à partir des niveaux actuels, même sur base ajustée de la liquidité
PER du S&P 500 tenant compte de l'expansion du bilan de la Fed**



Source : Bloomberg, calculs Amundi Institute. Données à avril 2022.

Note méthodologique : Le PER du S&P500 est la moyenne pondérée dans le temps des PER de l'année en cours et des PER de l'année prochaine. Ces PER sont ensuite ajustés (ratio) en fonction d'un multiplicateur de liquidité : Bilan des actifs totaux de la FED (en base 1 au début du QE en mars 2009). Cette moyenne historique est dynamique et tient compte des ruptures historiques pour refléter les changements de régimes monétaires et économiques.

politique monétaire non conventionnelle à une politique plus classique sera plus favorable aux investissements en immobilisations qu'aux marchés, ce qui limitera l'expansion des multiples à l'avenir. Les bénéfices seront

mis sous pression en raison de la compression des marges due à l'augmentation des coûts du travail (salaires), du capital (taux) et des coûts réels (matières premières).

Achévé de rédiger le 27/01/2022

THÉMATIQUE



Valentine AINOUIZ,
CFA, Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Nous pensons que le durcissement de ton des banques centrales se poursuivra tant que les anticipations d'inflation resteront à la hausse

Les pressions à la hausse sur l'inflation sont le principal moteur du marché

Nous pensons que le durcissement de ton des banques centrales se poursuivra tant que les anticipations d'inflation resteront à la hausse : les banques centrales craignent de perdre leur crédibilité. Cependant, la Fed et la BCE sont dans des positions différentes. La Fed veut resserrer les conditions de financement pour ralentir la demande alors que l'économie américaine est en pleine effervescence. En revanche, la BCE est coincée dans une situation impossible : l'inflation dans la zone euro est principalement due à la hausse des coûts de l'énergie et la banque centrale dispose de peu d' « outils » pour lutter contre l'inflation liée aux coûts sans nuire à la croissance.

L'inflation sous-jacente pourrait exercer une pression sur les banques centrales dans les mois à venir

L'inflation grimpe en flèche. Nous pensons que l'inflation se rapproche du pic et qu'elle va commencer à baisser au cours du deuxième semestre cette année, mais l'inflation sous-jacente pourrait demeurer élevée et surprendre à la hausse. En mars, l'inflation globale a atteint 8,5 % aux États-Unis et 7,4 % dans la zone euro. En effet, l'inflation s'est d'abord accélérée en raison des prix de l'énergie, des prix des matières premières et des goulets d'étranglement de l'offre. La guerre en Ukraine et les mesures de confinement en cours en Chine ont amplifié ces pressions inflationnistes. Les goulets d'étranglement de l'offre persistent beaucoup plus longtemps que prévu. Désormais, l'inflation sous-jacente

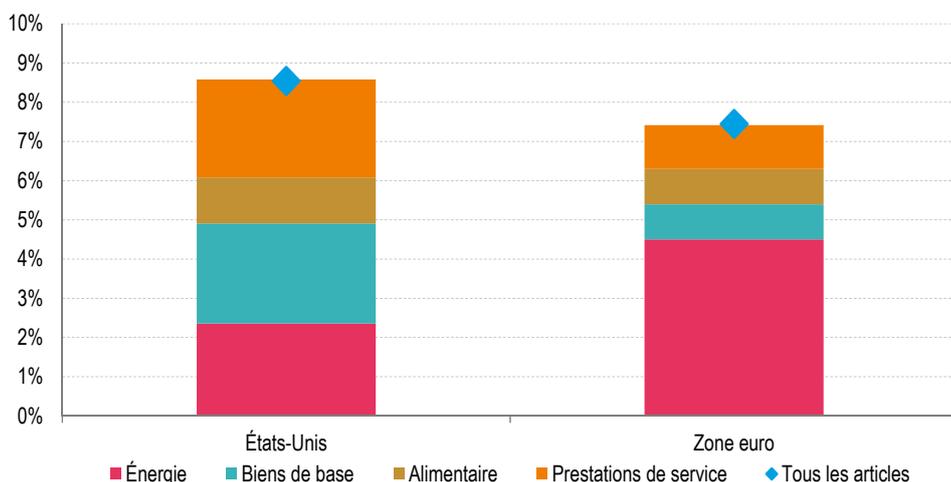
sera au centre de toutes les attentions. Le risque est que l'inflation soit de plus en plus alimentée par les effets de second tour. D'une part, de plus en plus d'entreprises devraient continuer à augmenter leurs prix pour compenser la hausse brutale des coûts de production. D'autre part, la demande pourrait être soutenue par un marché du travail vigoureux (États-Unis) et des aides gouvernementales ciblées (zone euro). « Plus les chiffres de l'inflation se maintiennent au niveau élevé où ils sont, plus il est probable que les négociations salariales, les niveaux d'entrée des salaires et les renégociations des accords existants auront effectivement lieu. » (Christine Lagarde)

La Fed veut ralentir la demande

Nous prévoyons que la Fed reste fermement engagée dans la lutte contre l'inflation. La Fed veut adopter une politique neutre le plus rapidement possible pour passer à des niveaux plus restrictifs si c'est ce qui est nécessaire pour rétablir la stabilité des prix. Le président

de la Fed, Jerome Powell, a été clair sur sa détermination à faire tout ce qu'il faut pour faire baisser l'inflation quand il a déclaré que le FOMC aimerait ralentir la demande afin qu'elle soit mieux alignée sur l'offre et que l'objectif est d'avoir des conditions financières moins

1/ Inflation : différences fondamentales entre les États-Unis et la zone euro



Source : Datastream, Amundi Institute, données au 27 avril 2022

THÉMATIQUE

L'économie américaine est en plein essor

La BCE est restée beaucoup plus focalisée sur le risque de désancrage des anticipations d'inflation que sur les risques baissiers pesant sur la croissance

La BCE dispose de peu d'« outils » pour lutter contre l'inflation liée aux coûts sans nuire à la croissance

accommodantes. L'économie américaine est en plein essor :

- Les pressions inflationnistes restent élevées et continuent de s'élargir. Le rythme de croissance des prix de base à la consommation a ralenti en mars, mais cela est dû en grande partie à une forte baisse des prix de l'automobile, et les autres prix ont continué d'augmenter.
- Le marché du travail américain est extrêmement tendu et pousse les salaires à augmenter à un rythme qui n'avait pas été observé depuis des décennies. La demande de travailleurs est « trop forte, vous savez, elle n'est pas durable. » (Powell).

Nous nous attendons à ce que la Fed relève ses taux à chaque réunion cette année. Deux à trois hausses de 50 points de base sont envisagées cette année. Les déclarations de Powell montraient un durcissement de ton, confirmant les prévisions du marché d'une hausse de 50 points de base lors des réunions

La BCE maintient la normalisation des taux malgré le risque baissier qui pèse sur la croissance

Après les annonces inattendues de durcissement de ton lors des réunions précédentes, la BCE s'est abstenue en avril d'annoncer une nouvelle accélération du retrait des mesures de relance, confirmant ainsi pleinement ses orientations précédentes concernant l'assouplissement quantitatif, qui devrait prendre fin au troisième trimestre, et la séquence des politiques, les taux d'intérêt devant probablement augmenter, mais pas nécessairement, après la fin de l'assouplissement quantitatif. Dans le même temps, l'accent a été mis sur la flexibilité en tant que moyen précieux de préserver la transmission de la politique monétaire et d'éviter la fragmentation, mais elle doit surtout être utilisée en cas de besoin et non de

de mai, juin et juillet. Nous ne croyons pas à une récession imminente aux États-Unis.

Nous pensons que l'économie américaine est bien placée pour absorber les prochaines hausses de taux :

- Pour le secteur privé : des liquidités plus importantes, une durée de la dette plus élevée et un coût effectif de la dette plus faible qu'avant la crise de la Covid.
- Pour les ménages : des bilans sains, une épargne accumulée très importante et un effet de richesse constructif, les prix de l'immobilier et les actions ayant fortement augmenté par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.
- L'augmentation des coûts d'emprunt pourrait affaiblir la demande de logements, mais comme l'inventaire des logements à vendre n'a jamais été aussi bas, il pourrait s'écouler un certain temps avant que ce changement ait une incidence sur les prix de l'immobilier.

manière proactive. En juin, lorsque la nouvelle série de projections macroéconomiques sera disponible, la BCE annoncera probablement le mois exact où l'assouplissement quantitatif prendra fin. À cet égard, les dernières déclarations faites après la réunion par certains membres de la BCE, comme le vice-président De Guindos, ont laissé entendre que l'assouplissement quantitatif pourrait prendre fin en juillet.

Bien que nous ayons perçu une attitude plus prudente lors de sa dernière réunion, nous restons d'avis que le Conseil des gouverneurs semble toujours plus sensible au risque d'inflation record qu'à un ralentissement de la croissance : l'inflation est la priorité

2/ Les taux nominaux européens sont restés inchangés lors de la dernière correction sur les marchés



Source : Bloomberg, Amundi Institute, données au 27 avril 2022

THÉMATIQUE

« Nous sommes toujours dans une situation où nous sommes favorables en termes de politique monétaire. Les taux réels sont aujourd'hui très, très négatifs. Ainsi, le début du processus de normalisation devrait être relativement indépendant de l'économie réelle. »

(Pierre Wunsch)

absolue de la BCE et la banque centrale surveillera attentivement tout signe éventuel de désancrage des anticipations d'inflation. Selon notre scénario de référence actuel, nous pensons que la normalisation des taux les fera sortir du territoire négatif au cours des prochains mois, avec deux hausses avant la fin de l'année, suivies d'une autre au premier trimestre 2023. Ensuite, nous nous attendons à ce que la BCE marque une pause, compte tenu de la combinaison d'un ralentissement de

Conclusion

Les marchés ont revu à la hausse leurs anticipations de hausses de taux au cours des derniers mois. Les investisseurs anticipent plus de 50 points de base pour mai et juin et un taux terminal à 3,2 % atteint mi-2023. Malgré une augmentation significative des hausses de taux anticipées et des rendements réels plus élevés, les anticipations d'inflations ont continué de se dégrader sur l'ensemble de la courbe. Le point mort d'inflation à 10 ans aux États-Unis a dépassé les 3 %. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Fed reste hawkish et nous continuons de voir des arguments convaincants en faveur de taux réels plus élevés.

la croissance et d'une inflation susceptible de baisser par rapport aux sommets. Par rapport aux anticipations actuelles des marchés, qui impliquent cinq hausses complètes de 25 pb au cours des 12 prochains mois, nous restons dans le camp de la prudence, car nos projections macroéconomiques attachent une plus grande probabilité à une récession technique, du moins dans des pays comme l'Allemagne et l'Italie, plus dépendants de l'approvisionnement en énergie et des prix de l'énergie.

Dans la zone euro, nous pensons que le marché anticipe trop de hausses de taux, mais nous ne nous attendons pas à un changement dans la communication de la BCE de sitôt. Nous restons prudents sur la dette périphérique car les niveaux d'inflation élevés limitent la marge de manœuvre de la BCE et les risques pèsent sur la croissance. Les conditions de financement resteront surveillées de près par la BCE, non seulement en termes de spreads mais aussi en termes de rendements. Enfin, une attitude prudente sur les marchés du crédit est de mise ; les entreprises américaines semblent cependant plus résilientes en termes de perspectives macroéconomiques et techniques.

Achévé de rédiger le 26 avril 2022

THÉMATIQUE



Claire HUANG,
Macrostratège Senior, Marchés émergents

Les chiffres du PIB du T1 surestiment probablement la croissance économique réelle

Maintien ferme du choc de demande en Chine : plus de confiance que de peur

Le confinement prolongé à Shanghai et dans d'autres villes a ébranlé la confiance des marchés, entraînant une nouvelle fois la baisse du marché des actions en Chine au cours du mois. Compte tenu des dommages causés à l'économie chinoise par sa politique zéro-Covid, nous anticipons une récession au second trimestre et une croissance annuelle largement inférieure à l'objectif du gouvernement (prévisions d'Amundi 3,5 % contre 5,5 % pour l'objectif officiel).

Néanmoins, une extrapolation simpliste du cas de Shanghai serait erronée. Malgré le fait qu'un quart à un tiers de l'économie est soumis à différents niveaux de restrictions, les activités en dehors de Shanghai ont commencé à se redresser depuis début avril, annonçant un ajustement de l'exécution des politiques et une réouverture progressive en mai/juin.

Plus important encore, l'hésitation à l'égard de l'assouplissement général des politiques a diminué. Le 26 avril, le Comité central des finances et de l'économie a appelé à ouvrir des chantiers d'infrastructures globales, ouvrant la voie à un regain d'optimisme. Trois jours plus tard, le Politburo a rassuré les marchés en réaffirmant ses objectifs économiques annuels et en demandant la fin des mesures de répression réglementaires sur l'économie de plate-forme.

Le casse-tête de la croissance - quelle décote doit-on faire à la baisse ?

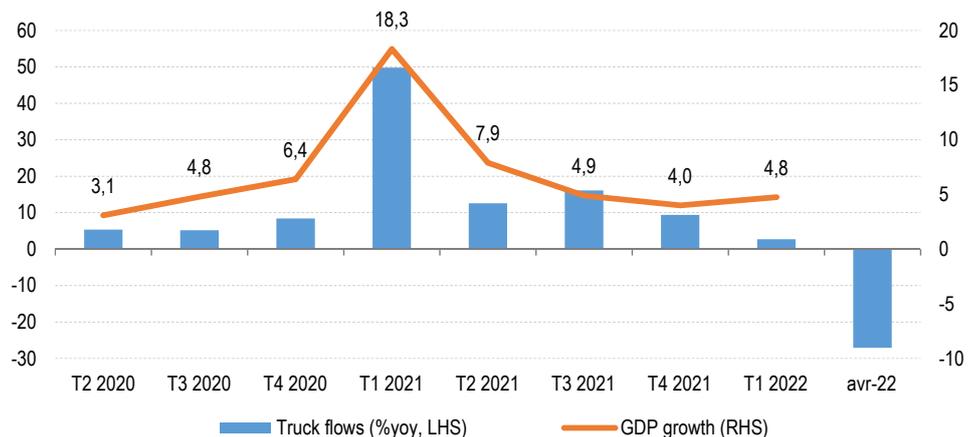
La croissance a été plus forte que prévu, à 4,8 % en glissement annuel au premier trimestre, malgré de forts effets de base négatifs. Un examen plus approfondi des chiffres révèle une divergence statistique accrue entre les données officielles et les données alternatives, en particulier dans les secteurs de l'industrie et du logement. Selon nous, ces chiffres optimistes surestiment probablement la croissance économique réelle.

Au 2^e trimestre, la prolongation du confinement à Shanghai et l'élargissement des restrictions dans d'autres régions entraîneront la Chine dans une récession transitoire. Les faits sont éloquentes. Le trafic national de marchandises, un indicateur qui suit de près la croissance chinoise, a reculé de 27 % en glissement

annuel en avril (graphique 1). Shanghai et Jilin ont montré que le coût économique de la politique zéro-Covid est élevé et qu'il ne fera qu'augmenter avec des variantes plus transmissibles, car une ville a besoin de réduire davantage la mobilité lors d'une épidémie d'Omicron que pour des épidémies de variants non-Omicron.

À partir des données sur les flux de camionnage, les économistes universitaires Chen et al., 2022 ont estimé qu'un confinement durant un mois complet à Shanghai, Pékin et Shenzhen réduirait respectivement le PIB national de 4 %, 3,6 % et 2,8 %. Actuellement, le confinement à grande échelle de Shanghai s'est prolongé au début du mois de mai et le ministère des Transports prévoit une baisse de 60 % en glissement annuel des déplacements

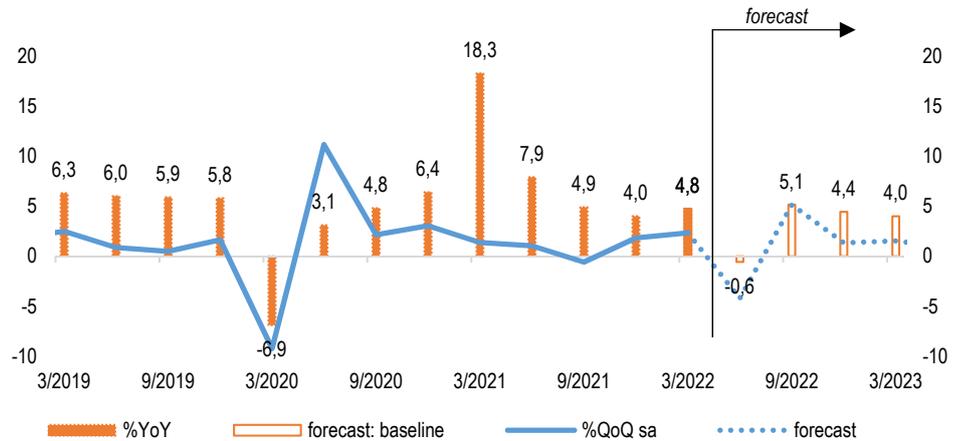
1/ Flux de camionnage en Chine et croissance du PIB



Source : Wind, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

THÉMATIQUE

2/ Prévisions de croissance du PIB en Chine



Source : CEIC, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

Le lissage statistique nous amènera à rattraper les chiffres officiels durant le trimestre à venir

nationaux durant la Semaine d'or du jour du travail. Même si l'économie du confinement (p.ex. production d'équipements médicaux et achats en ligne) pourrait se développer à nouveau, selon nous une récession est inévitable au second trimestre, dans l'hypothèse d'une réouverture prudente en mai et juin (voir graphique 2 pour plus de détails sur les prévisions).

Néanmoins, nous ne pouvons exclure de bonnes surprises par rapport à nos prévisions. D'une part, le lissage statistique nous amènera

à rattraper les chiffres officiels durant le trimestre à venir. Au cours de la dernière semaine d'avril, un représentant de la Banque Populaire de Chine a appelé à maintenir une croissance supérieure à 5 % au 2^e trimestre, ce qui témoigne combien atteindre l'objectif de croissance annuel est important. Une autre source de hausse importante est l'investissement dans les infrastructures, qui pourrait aller au-delà de notre fourchette de prévisions et finir à un taux supérieur à 10 % sur l'ensemble de l'année.

Le casse-tête du Covid : combien de temps la politique zéro-Covid pourra-t-elle durer ?

La politique zéro-Covid reste le principal catalyseur de nos perspectives de croissance, et sa mauvaise exécution pourrait contrecarrer d'autres mesures de relance. La réunion du Politburo d'avril a clairement indiqué son intention de s'en tenir à une approche dynamique zéro-Covid. Avec un calendrier politique chargé à l'horizon, y compris des remaniements de leadership locaux dans

dix-sept provinces au deuxième trimestre et les élections du Politburo et du Comité central en novembre, on peut s'attendre à ce que les responsables adhèrent à la politique zéro-Covid tout au long de l'année.

Cependant, il serait faux d'extrapoler l'impact de Shanghai à d'autres villes. Au niveau de l'exécution, un ajustement est en cours pour répondre à la demande de logistique, par

3/ Impulsion du crédit en Chine



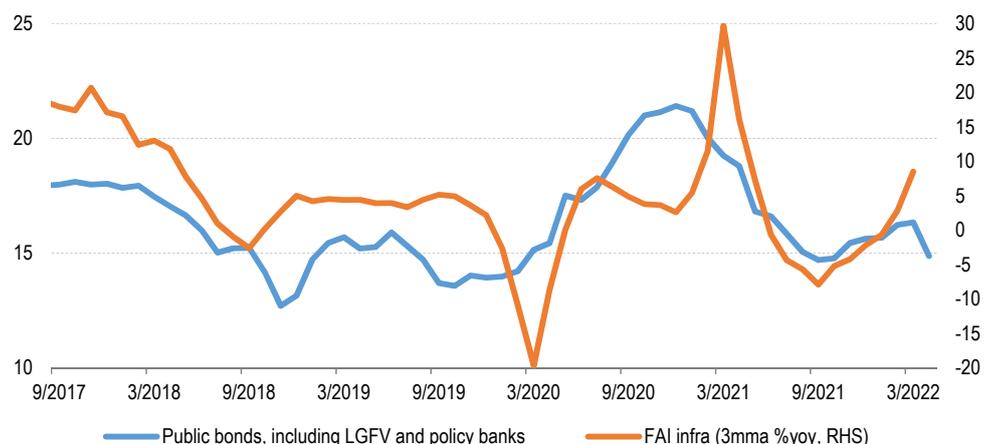
Source : CEIC, Amundi Institute, données au 29 avril 2022

THÉMATIQUE

L'impulsion de crédit devrait redevenir positive en avril et continuer à progresser tout au long du mois de septembre

À l'issue de la réunion du Politburo en avril, nous devrions assister à un suivi plus rapide des mesures de soutien

4/ Croissance de la dette publique et investissements en infrastructures



Source : CEIC, Amundi Institute, data as of 29 avril 2022

exemple un processus de demande simplifié pour les conducteurs de camions pour obtenir leur passeport-santé. En conséquence, nous avons observé une reprise régulière

des activités en dehors de Shanghai et au niveau national, ouvrant la voie à une reprise économique en mai/juin et au troisième trimestre.

Le casse-tête politique - les responsables politiques manqueront-ils à leurs engagements ?

Les marchés ont été déçus par le manque de continuité suite aux promesses des politiques, en particulier en matière d'assouplissement monétaire. En effet, la Banque Populaire de Chine a de nouveau déçu en avril en maintenant ses taux directeurs inchangés pour le quatrième mois consécutif et en réduisant moins que prévu les RRR (taux de réserves bancaires obligatoires). Les conditions de liquidité interbancaire se sont encore assouplies, avec une chute des ratios prêt-revenu. Dans le même temps, la Banque Populaire de Chine s'est tournée vers la transmission, incitant les banques à accorder des prêts et à assouplir leurs exigences de crédit. Compte tenu de la montée des pressions à la baisse sur la croissance, nous pensons qu'il faut procéder à de nouvelles baisses des taux et nous anticipons une nouvelle baisse des taux de 10 pb dans les mois à venir.

Bien que la Banque Populaire de Chine soit en retard sur la courbe des taux dans l'univers traditionnel de l'assouplissement monétaire, ses directives d'encadrement semblent fonctionner. La croissance du crédit a regagné le terrain perdu et s'est redressée en mars. D'après nous, l'impulsion de crédit devrait redevenir positive en avril et continuer à progresser tout au long du mois de septembre (graphique 3).

En revanche, les mesures de relance budgétaire se font davantage sous la forme de baisses des impôts et des commissions, ce qui explique probablement l'écart entre les marchés et les autorités. En outre, avec l'accélération de la croissance de la dette publique, les dépenses d'infrastructure devraient également augmenter. La croissance des investissements en infrastructures s'oriente désormais vers un taux plus élevé de 5 à 10 % en 2022, contre notre prévision précédente de 0 à 5 %. Cette croissance sera supportée par l'assouplissement des exigences en matière de qualité des projets d'infrastructure et des émissions d'obligations publiques. Les versements en espèces ou les subventions aux consommateurs, le cas échéant, constitueraient des surprises positives par rapport à nos prévisions.

À l'issue de la réunion du Politburo en avril, nous devrions assister à un suivi plus rapide des mesures de soutien. Ces mesures de soutien, bien qu'elles répondent directement aux principales inquiétudes du marché, ne suffiront pas à annuler les dommages causés par les restrictions liées au Covid. Toutefois, étant donné que le ralentissement de la croissance chinoise nous apparaît de manière claire, nous pensons que les politiques ne seront que plus souples au lieu d'être plus strictes, confortant ainsi un regain d'optimisme.

Achevé de rédiger le 29 avril 2022

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. La guerre en Ukraine peut toutefois évoluer de plusieurs façons (voir notre page « Diagramme de la crise ukrainienne ») avec des enjeux significatifs sur les perspectives économiques et les marchés financiers. La nouvelle vague de Covid-19 en Chine est une autre source d'incertitude à court terme.

SCÉNARIO BAISSIER 30 %

Nouvel effondrement vers la stagflation

Analyse

- 🌐 Une **guerre** de longue durée en **Ukraine** nuit à la confiance et à l'activité, pousse les prix des produits de base et de l'énergie à la hausse pendant plus longtemps et perturbe l'approvisionnement.
- 🌸 La résurgence du variant Omicron (ou d'un autre variant) du **Covid-19** entraîne de nouvelles restrictions de mobilité et des goulets d'étranglement à travers le monde.
- ✨ Ces deux éléments déclencheurs conduisent à une **récession économique** alors que **l'inflation** reste élevée et incontrôlée.
- 🕒 Pour soutenir l'économie, les **politiques monétaire et budgétaire accommodantes** sont **renouvelées**, avec probablement une nouvelle étape dans la répression financière.
- 🕒 Dans un contexte de ralentissement de la croissance, l'inflation oblige les **BC**, et la BCE en particulier, à **s'écarter de leurs orientations** et à perdre potentiellement leur crédibilité.
- ✨ Les politiques et les investissements destinés à lutter contre le **changement climatique** sont reportés et/ou les politiques nationales sont mises en œuvre de manière désordonnée.

SCÉNARIO CENTRAL 60 %

Parcours chaotique, divergences régionales

Analyse

- 🌐 La **guerre en Ukraine** ébranle la confiance et pousse le prix des matières premières et de l'énergie à la hausse, mais de manière temporaire.
- 🌸 Le **Covid-19** devient une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires.
- ✨ **L'activité mondiale** se maintient mieux face aux vagues, mais les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement subsistent jusqu'à la fin de 2022.
- ✨ La **croissance mondiale** diminue progressivement vers la tendance en 2022, exposant 2023 à un risque de baisse. Passage à vide au S1 2022 en raison de la contraction du PIB chinois au 2e trim. (blocages) et de la croissance plus faible de la zone euro (Ukraine).
- ✨ Des **pressions inflationnistes** persistantes pendant toute l'année 2022 en raison des prix élevés de l'énergie et des matières premières, des goulets d'étranglement de l'offre, et des pressions sur les salaires, et qui s'atténuent en 2023. L'inflation devient un problème politique.
- 🕒 **Asynchronie des politiques monétaires**: La Fed passe rapidement du *tapering* à un QT et à un cycle abrupt de hausses ; cycle de hausse modérée pour la BoE ; la BCE recalibre le QE et va probablement relever ses taux en 2022 ; assouplissement pour la PBoC. Les taux vont monter mais devraient rester bas plus longtemps.

SCÉNARIO HAUSSIER 10 %

Croissance inclusive et durable

Analyse

- 🌐 La **guerre en Ukraine** se termine rapidement (perturbation limitée du marché de l'énergie et des matières premières).
- 🌸 **L'endémie recule** plus rapidement que prévu malgré les variants.
- Les excédents d'épargne et les hausses de salaire dopent la **consommation** avec une faible érosion des marges des entreprises.
- Des **gains de productivité** grâce à la transition numérique et énergétique et aux réformes structurelles.
- ✨ **L'inflation** reste sous contrôle.
- 🕒 Une **hausse des taux d'intérêt** du fait du renforcement de l'investissement et de la diminution de l'épargne.
- 🕒 Les politiques de normalisation des **banques centrales** sont accueillies favorablement par les marchés financiers.
- La **dette est soutenable** grâce à une croissance forte et à un retour progressif à la discipline budgétaire.
- ✨ **Croissance inclusive** et lutte efficace contre les inégalités.
- **Les déclencheurs possibles** de ce scénario sont : la fin de la guerre en Ukraine, le succès des réformes structurelles, les médicaments et campagnes de vaccination efficaces et la finance inclusive décentralisée.

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

SCÉNARIO BAISSIER 30 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 10 %
Nouvel effondrement vers la stagflation	Parcours chaotique, divergences régionales	Croissance inclusive et durable

⊙ **Politique budgétaire**: retrait de certaines aides, mais un soutien public ainsi que des subventions sont nécessaires pour lisser l'impact de la transition énergétique sur les ménages.

✪ Le **changement climatique** pèse sur la croissance et pousse à la hausse les prix des matières premières et de l'énergie, en renforçant les tendances stagflationnistes.

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire, l'USD et les bons du Trésor américain
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum
- Or
- Matières premières et énergie

Répercussions sur les marchés

- Rendements réels prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor aux États-Unis, mais aussi en zone euro et dans les ME
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation et les actions
- ME : prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

Répercussions sur les marchés

- Pentification baissière de la courbe des bons du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation et les actions comme couverture contre l'inflation

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons la probabilité du risque économique et géopolitique à 30 % pour prendre en compte la guerre en Ukraine et ses impacts potentiels sur les risques économiques et financiers. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (y compris les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

- **Récession mondiale** provoquée par un choc pétrolier et gazier et détérioration du sentiment alors que la guerre en Ukraine stagne
- **Crise économique en Europe de l'Est** suite à un effondrement de l'économie russe, une hausse des prix de l'énergie, une inflation incontrôlée et une crise des migrants
- **Pandémie 3.0**
 - Après Omicron (2.0) un variant encore plus dangereux et résistant au vaccin provoque une nouvelle vague
 - De nouveaux confinements ou restrictions de mobilité pourraient fragiliser la reprise économique
- **Les perturbations des chaînes d'approvisionnement** perdurent (nouveaux confinements en Chine) et les pressions sur le coût des intrants entraînent une récession des bénéfices des entreprises
- **La politique zéro Covid de la Chine conjuguée à la répression réglementaire et à l'effondrement du marché immobilier chinois** se traduit par une baisse des perspectives de croissance
- **Erreur de politique monétaire**
 - Erreurs de communication des banques centrales dans un contexte de forte incertitude géopolitique
 - Les BC sous-estiment la vigueur de l'inflation induite par l'offre et en perdent le contrôle
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance

+ Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, qualité vs croissance, défensives vs cycliques, pétrole

- Actifs risqués, AUD, CAD ou NZD, dette émergente en devise locale

RISQUE FINANCIER 20 %

- **Crise de la dette souveraine**
 - Une guerre prolongée en Ukraine pourrait nuire aux finances publiques vulnérables des pays développés, la dette publique en pourcentage du PIB atteignant déjà des niveaux historiquement élevés
 - Le désancrage des anticipations d'inflation conduit à une dislocation du marché obligataire et à un durcissement de la politique monétaire
 - La plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt
 - Les marchés émergents fragiles pourraient être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut
- Malgré de solides fondamentaux, **le risque d'insolvabilité des entreprises augmente** alors que l'incertitude s'accroît et que les marges des entreprises sont sous pression (coût élevé des intrants, doubles commandes entraînant des avertissements sur les bénéfices)
- **L'éco-blanchiment généralisé et la bulle de l'investissement ESG** compromettent le financement de la transition énergétique
- **L'instabilité du dollar** et la perte progressive de son statut de monnaie de réserve conduisent à une instabilité du marché des changes

+ CHF, JPY, or, CDS, optionnalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

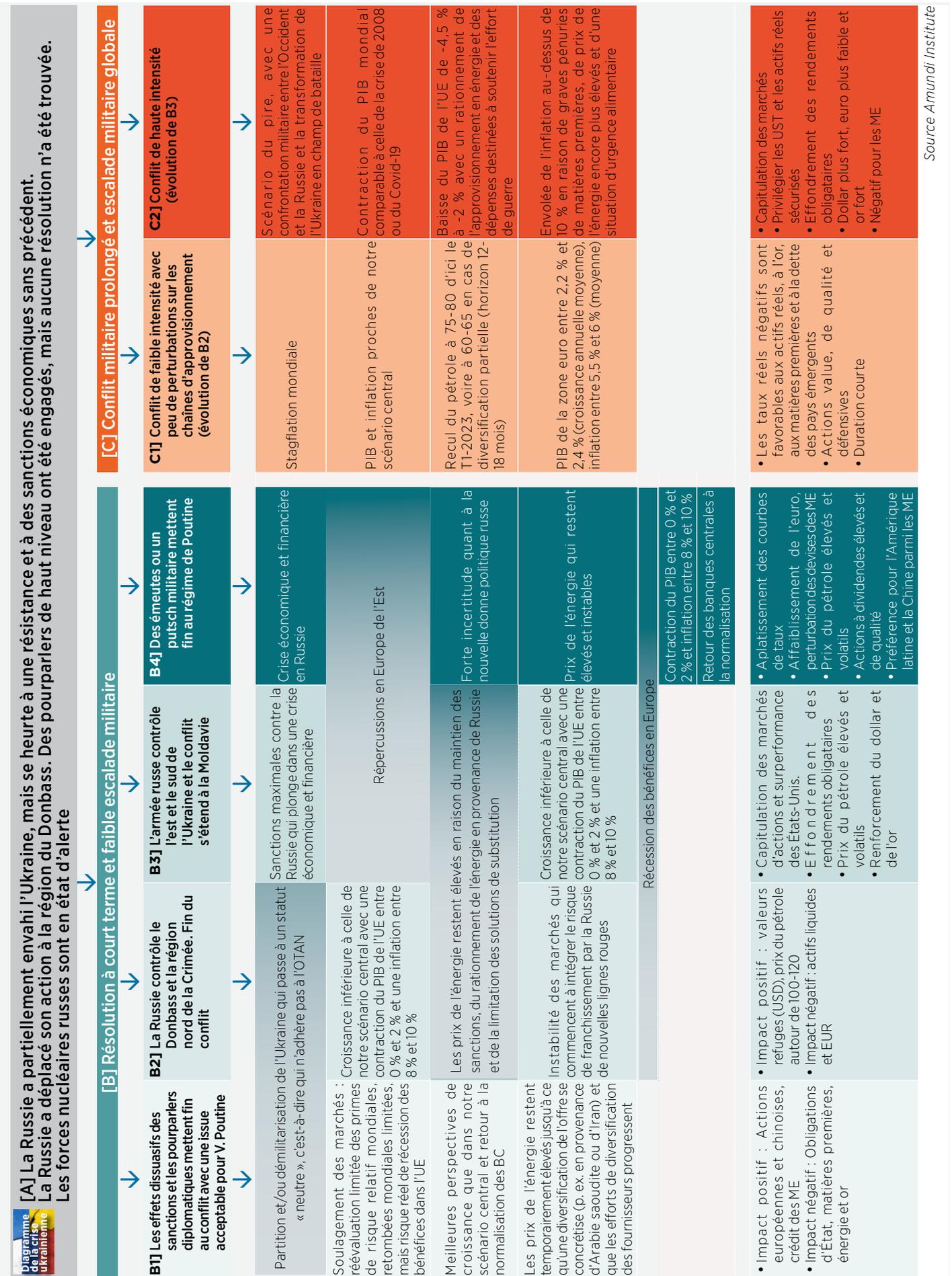
RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine***
 - Résolution à court terme suite au succès militaire de la Russie : l'instabilité des marchés persiste, les investisseurs évaluent le franchissement de nouvelles lignes rouges par Poutine
 - Lutte militaire prolongée menant à un conflit de haute intensité et à une confrontation militaire occidentale
 - **La fragmentation politique de l'UE** ou le vote populiste conduisent à un désaccord sur la manière de gérer les relations avec la Russie
- **Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine** afin de bloquer toute tentative d'envahir Taïwan. Risques d'affrontements en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
 - à la gestion chaotique des crises épidémiques
 - à la hausse des prix alimentaires et de l'énergie provoquant un mouvement de contestation similaire à celui des Printemps Arabes
- Les programmes nucléaires iranien ou coréen suscitent de nouvelles inquiétudes et sanctions
- **Les États-Unis et la Chine perdent leur crédibilité** en matière de transition énergétique et compromettent l'accord de Paris
- **Le réchauffement climatique** entraîne un risque accru de conflits (pénuries d'eau, mouvements migratoires)
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

**Pour plus en détail, voir la page 28 « Diagramme de la crise ukrainienne »*

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, USD, volatilité, défensives, pétrole

- Crédit et actions, EMBI



Source Amundi Institute

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Retournement effectué

Retournement imminent

Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- L'incertitude macroéconomique sur le front de la croissance et de l'inflation s'est progressivement accrue avec le prolongement de la guerre en Ukraine, la mise en place de nouvelles sanctions, les nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement et les confinements récents liés à la politique zéro COVID de la Chine.
- Les révisions de l'inflation et de la croissance prennent des directions différentes, car l'inflation devrait continuer à augmenter pendant quelques mois encore, en raison de la hausse des prix de l'énergie, des denrées alimentaires et des matières premières, tandis que la croissance subit l'impact négatif à la fois de l'offre et de la demande. La dynamique stagflationniste est particulièrement évidente dans la zone euro.
- Les statistiques ne reflètent pas encore l'impact de la guerre, mais les indicateurs de confiance ont commencé à se détériorer mettant en évidence des risques baissiers importants pour les perspectives de croissance.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- L'annonce du resserrement quantitatif (QT) devrait avoir un impact sur les valorisations et les multiples, avec la possibilité d'un réajustement des prix si l'économie faiblit plus que prévu.
- La hausse de l'inflation représente un autre obstacle pour l'expansion des multiples, alors que les prévisions restent très optimistes, du moins en Europe, compte tenu des risques de pénurie de matières premières.
- De manière générale, les valorisations et les niveaux actuels sont exposés à d'éventuelles surprises négatives sur les fondamentaux ou une hausse inattendue des taux. Pour l'heure, la saison des publications de résultats se déroule bien aux États-Unis, ce qui apporte un peu de soutien aux marchés.



FACTEURS TECHNIQUES

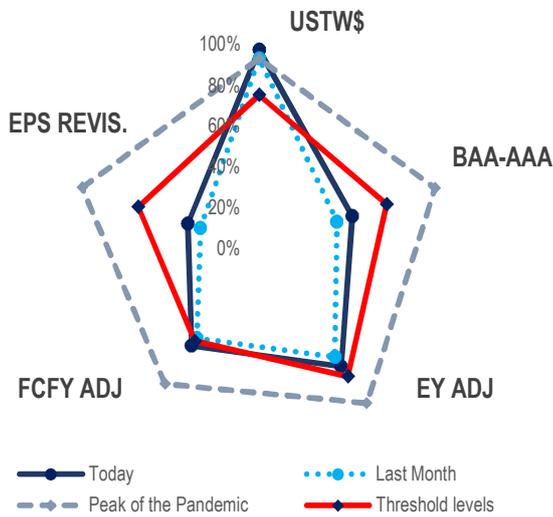
- Aucun changement des signaux des indicateurs techniques des actifs risqués par rapport au mois dernier.
- Malgré les prévisions de ralentissement mondial, les indicateurs de suivi de tendance ne sont pas encore suffisamment forts pour justifier un positionnement court sur le risque. Le problème aujourd'hui est que les signaux « contrarians » sont encore loin des niveaux de survente (la plupart des indices actions ne présentent pas de décote nette par rapport aux niveaux du début de l'année) - ce qui empêche de miser avec confiance sur des rebonds durables.
- L'environnement de marché actuel continue d'absorber rapidement les opportunités de dislocation, sans laisser d'espace suffisant aux indicateurs techniques pour guider les décisions de budgétisation des risques.

SENTIMENT

- Le mois d'avril a été intéressant en termes de sentiment. Tandis que la plupart des indicateurs basés sur les enquêtes révèlent un excès de pessimisme quant à la situation d'ensemble, les indicateurs de sentiment n'ont pas réussi à entraîner de réduction sensible de l'exposition au risque.
- Nos indicateurs du sentiment de risque sont quasi neutres à l'heure où nous parlons, mais flirtent avec les seuils d'alerte durant la plupart des séances de trading. Les conditions financières font preuve d'une résilience supérieure aux attentes en avril, malgré la hausse des taux enregistrée au niveau mondial.
- L'indicateur CAST continue de signaler que la résilience des fondamentaux devrait être déterminante pour décider s'il faut laisser passer ou acheter le récent rebond du risque. Le fort rebond de l'USD et la baisse des révisions des BPA sont toujours contrebalancés par la résilience des primes de risque de crédit (le spread Baa-Aaa de Moody's est toujours inférieur à notre seuil d'alerte estimé).

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) reste positif



Source : Amundi Institute, Données au 19 avril 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque au premier trimestre. Les révisions des BPA ont commencé à faire apparaître des perspectives mondiales moins favorables et le dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à la prise de risque. Pourtant, les primes de risque de crédit ne sont pas passées au-dessus de notre seuil d'alerte (c'est-à-dire 100 points de base) et équilibrent quelque peu l'évaluation globale.

Méthodologie : nous tenons compte de cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

MÉTHODOLOGIE

— Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

— Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épicentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

POINTS CLÉS

1 Révision à la baisse de la croissance mondiale - Révision à la hausse de l'inflation

- Durcissement des politiques monétaires pour lutter contre l'inflation : taux des Fed funds à 2,50 % d'ici la fin de l'année. La BCE devrait faire passer son taux de dépôt au-dessus de zéro en 2022, sur fond de risques sérieux de récession en Allemagne et en Italie au cours des prochains trimestres.
- Le prolongement de la hausse des prix des matières premières (énergie, métaux industriels, denrées alimentaires) en raison de la guerre en Ukraine a de lourdes conséquences sur l'inflation et la croissance mondiale : 1) impact négatif sur la consommation (en raison de la baisse du revenu réel disponible), 2) hausse des coûts des intrants qui limite la production.
- Révision à la hausse des objectifs de rendement à 12 mois : 10 ans américain à 2,90/3,10 % (contre 2,50/2,70 %) et 10 ans allemand à 0,80/1 % (contre 0,40/0,60 %).

Conséquences en matière d'investissement

- Réduction de l'exposition au risque, légère sous-pondération des actions.
- Recalibrage obligataire, du crédit vers les emprunts d'État et le monétaire.
- Focus sur l'inflation via les instruments indexés sur l'inflation et les matières premières.

2 Correction attendue pour l'EUR/USD, sur fond de poursuite de la dégradation de l'IPC/IPP due au conflit ukrainien

- Les États-Unis affichent une plus grande souplesse que leurs pairs internationaux pour répercuter la hausse du coût des intrants sur les consommateurs.
- La guerre en Ukraine devrait renforcer cette tendance et entraîner une dégradation de la productivité de l'euro par rapport à ses pairs (le CHF, l'USD et la GBP sont tous bien mieux positionnés), car l'indice des prix à la production de la zone euro pourrait continuer à augmenter en raison de l'impact de la guerre en Ukraine sur les prix de l'énergie.

Conséquences en matière d'investissement

- L'EUR/USD devra absorber le choc et la valorisation de la devise devrait baisser en conséquence, avec un potentiel de faiblesse supplémentaire par rapport aux niveaux actuels sur le marché des changes

3 Matières premières : maintien de notre opinion constructive

- Tous les moteurs historiques des prix des matières premières sont actuellement favorables :
 - **Facteurs cycliques et fondamentaux** : l'écart de sous-évaluation par rapport à la croissance mondiale est désormais comblé grâce à la reprise économique tirée par les fondamentaux (augmentation de l'activité économique, infrastructures, demande cyclique).
 - **Facteurs géopolitiques** : élément plus critique en raison de la guerre en Ukraine, qui a engendré des problèmes de sous-alimentation en gaz naturel et une pénurie généralisée dans un large éventail de matières premières, des céréales à l'acier (la Russie et l'Ukraine représentent 30 % des exportations mondiales de blé).
 - **Facteurs structurels** : la transition verte et le risque de déséquilibre durable entre l'offre et la demande de métaux de base essentiels sont au cœur de notre vision constructive. Compte tenu des stocks toujours historiquement bas, les valorisations des matières premières ajustées en fonction de la croissance et des stocks semblent bon marché en termes absolus et relatifs.
- La reprise observée au cours des 24 derniers mois (hausse de 83 % de l'indice CRB depuis fin avril 2020) a permis de combler l'écart avec la croissance. Néanmoins, les valorisations restent bon marché lorsqu'elles sont ajustées en fonction du niveau des stocks.

Conséquences en matière d'investissement

- Les matières premières sont un facteur clé de diversification des portefeuilles et offrent des opportunités dans toutes les phases du cycle économique lorsqu'elles sont gérées de manière dynamique.
- Elles conserveront un soutien structurel, car la demande de matières premières « vertes » va augmenter, portée par le passage à l'électrique.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La vigueur des dépenses de consommation et du marché du travail soutiendra la demande globale, ce qui nous permet de penser qu'une récession est peu probable, même si la croissance économique pourrait subir quelques pressions. Les rendements réels étant presque positifs et les rendements nominaux en hausse, nous surveillons leur impact sur les marchés d'actions. Nous restons sélectifs, en privilégiant les entreprises (notamment les banques) qui rémunèrent les actionnaires par des rachats et celles qui peuvent maintenir une efficacité opérationnelle élevée.
	Actions US Value	+		L'incertitude entourant la hausse des coûts implique qu'il faut se concentrer sur les entreprises value de haute qualité, moins cycliques et capables d'assurer une croissance durable des bénéfices. La dynamique privilégiant le style value pourrait subir des revers à court terme, mais la rotation vers ce style devrait se poursuivre à long terme. Le point essentiel ici est de privilégier la sélection par rapport à la direction du marché.
	Actions US Croissance	-		Malgré la sous-performance récente des valeurs de croissance par rapport aux titres value, la valorisation à long terme de la croissance en tant que secteur reste élevée. Nous constatons également que certains segments deviennent attractifs, mais nous pensons que la hausse des taux pourrait peser sur les valorisations.
	Europe	-/=		Le ralentissement de la croissance économique et la persistance des pressions sur les coûts sont susceptibles de freiner les dépenses de consommation et partant, les bénéfices des entreprises. Nous sommes à l'affût de signes montrant que les entreprises sont capables de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs et cherchons à comprendre comment cela pourrait affecter l'inflation globale. Nous conservons donc une position équilibrée et notre biais pour la qualité, le style value et les dividendes, en nous appuyant sur une sélection rigoureuse.
	Japon	=		Une légère dégradation de la dynamique économique nous incite à rester vigilants sur les bénéfiques. La bonne gouvernance d'entreprise, les mesures de relance et les gains de productivité devraient être favorables aux marchés.
	Chine	=		La politique du zéro Covid risque de peser sur la croissance économique (et les chaînes d'approvisionnement) et nous pensons que l'objectif de 5,5 % sera difficile à atteindre, ce qui nous incite à un peu plus de prudence à court terme. Toutefois, les opportunités sélectives à long terme subsistent dans un contexte de soutien politique (monétaire et budgétaire) à mesure que le pays passe à un modèle de croissance économique plus équilibré.
	Marchés émergents	=		La guerre en Ukraine n'est pas de bon augure pour la croissance et l'inflation mondiales et les marchés émergents seront donc affectés. Toutefois, les divergences entre pays émergents sont profondes, ce qui rend la sélection importante. Nous sommes positifs sur les pays exportateurs de matières premières, tels que le Brésil et les Émirats arabes unis et sur les pays portés par une demande intérieure vigoureuse, comme l'Inde. Nous restons en revanche prudents à l'égard des pays plus proches de la crise (Hongrie).
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-/=	▲	La Fed continuant de muscler son discours et l'inflation se montrant tenace (en particulier la partie plus persistante de l'inflation) nous sommes prudents sur la durée, mais gérons notre exposition de manière tactique en tenant compte de la fuite vers la qualité et des récents mouvements du marché. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est minimale.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Compte tenu des fondamentaux encore solides des entreprises, nous conservons une position stable sur le risque IG, mais nous préférons les risques idiosyncrasiques et maintenons des couvertures étendues. Nous évaluons également la façon dont le secteur réagit au resserrement quantitatif de la Fed et à la hausse des rendements core. À cet égard, nous percevons des opportunités de valeur relative dans les actifs titrisés tels que les MBS d'agences.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous restons neutres et sélectifs sur le HY. D'une part, le secteur est soutenu par les prix élevés de l'énergie, mais d'autre part, les valorisations doivent être surveillées, d'autant que la diminution des liquidités résultant du QT pourrait provoquer un durcissement des conditions financières.
	Govies Europe	-/=		Si l'évolution à long terme vers des taux de référence plus élevés reste d'actualité, les tensions géopolitiques et le stress du marché exercent une pression baissière sur les rendements. Ceci, associé à l'approche de la BCE qui repose sur les données et selon laquelle les taux d'intérêt augmenteront « quelque temps » après la fin de l'assouplissement quantitatif, souligne l'importance d'une approche agile sur la durée. Nous sommes un peu moins défensifs sur la durée dans les pays du cœur de la zone euro et recherchons activement des opportunités sur l'ensemble des courbes et des régions de la zone, comme en Belgique.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Nous surveillons les effets de la fin du programme d'achat d'actifs de la BCE et les risques de récession sur les spreads IG, malgré la solidité des bilans des entreprises et les prix à la production élevés (qui entraînent des pressions sur les marges). Nous pensons qu'il convient d'envisager de passer des segments/titres à bêta élevé aux segments/titres à bêta faible en adoptant une approche reposant sur l'analyse fondamentale.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les inquiétudes concernant la croissance économique et l'inflation en Europe pourraient peser sur les bénéfices des entreprises, bien que les spreads soient inférieurs aux niveaux observés début mars, ce qui témoigne de la vigueur des fondamentaux des entreprises. Pour l'avenir, les marchés différencieront les titres de crédit en fonction de la qualité et des risques de liquidité, ce qui nous amènera à être très sélectifs sur le marché.
	Govies Chine	=/+		Les valorisations des titres de dette des administrations locales chinoises, les confinements en lien avec le Covid-19 et les tensions géopolitiques avec les États-Unis (pressions sur les devises) constituent autant de préoccupations à court terme. À moyen terme, en revanche, la classe d'actifs offre un sérieux atout de diversification.
	Émergents Dette en devise forte	+	▲	Nous sommes légèrement constructifs sur la dette en devise forte, notamment sur les cas idiosyncrasiques à bêta élevé ce qui justifie notre important biais bottom-up. Dans ce cadre, nous privilégions le HY à l'IG compte tenu des anticipations de resserrement des spreads du HY.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons constructifs sur la durée de la dette émergente en devises locales et pensons qu'une réallocation vers les devises exportatrices de matières premières est à envisager, même si nous restons réservés sur les devises émergentes en tant que classe d'actifs. La forte fragmentation des pays émergents nous permet d'être très sélectifs.
AUTRES	Matières premières			La poursuite de la guerre en Ukraine (problèmes de sous-appvisionnement, notamment en gaz naturel), la transition verte et les déséquilibres structurels entre l'offre et la demande de certains métaux de base essentiels nous permettent de rester constructifs sur les matières premières.
	Devises			Le ralentissement du contexte économique en Europe devrait peser sur l'EUR/USD et nous estimons que les prévisions du consensus sont trop optimistes. Nous avons donc revu à la baisse notre objectif à six mois, à 1,02. Nous restons positifs sur le CHF compte tenu de son statut de valeur refuge.

LÉGENDE


Source : Amundi, au mardi 26 avril 2022, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de 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 contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 27/04/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0
Pays développés	5,1	2,8	1,7	3,1	6,0	2,6
États-Unis	5,8	3,1	1,7	4,7	7,3	3,3
Japon	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Royaume-Uni	7,4	3,8	1,3	2,6	7,1	3,3
Zone euro	5,3	2,3	1,8	2,6	7,0	2,7
Allemagne	2,9	1,7	1,9	3,2	7,4	3,0
France	7,0	3,0	1,6	2,1	5,3	3,3
Italie	6,6	2,6	1,5	1,9	6,9	2,3
Espagne	5,1	4,0	2,1	3,1	8,8	2,5

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** la flambée de l'inflation à un niveau qui n'avait pas été observé depuis plusieurs décennies contracte les revenus réels et pourrait avoir une incidence négative sur la confiance, les dépenses et le comportement d'épargne des consommateurs, comme certains sondages semblent l'anticiper. Parallèlement, les projets de dépenses d'investissement des entreprises restent élevés, ce qui donne à penser que, même si la consommation aux États-Unis ralentit, les dépenses d'investissement devraient rester soutenues au moins au premier semestre. Nous nous attendons à ce que le PIB atteigne son potentiel vers la fin de l'année, alors que l'inflation globale atteint actuellement un pic et devrait commencer à ralentir, tout en restant bien au-dessus de l'objectif de la Fed pour l'ensemble de l'année.
- Zone euro :** la hausse des prix de l'énergie et des matières premières continue de peser sur les ménages et les entreprises à mesure que la guerre en Ukraine se prolonge, ce qui retarde la reprise de la demande intérieure et accroît les risques de récession technique dans certains pays ; dans le même temps, les perturbations des chaînes d'approvisionnement ressurgissent tandis que les risques de rationnement du gaz et de l'énergie renforcent les inquiétudes des producteurs ; l'inflation liée à l'offre et à l'énergie augmentera encore pendant quelques mois avant de commencer à ralentir progressivement dans l'hypothèse d'une baisse des prix de l'énergie et des matières premières au second semestre.
- Royaume-Uni :** la hausse des prix de l'énergie, la perte de confiance, la prolongation de la guerre ont une fois de plus poussé nos prévisions d'inflation à la hausse et de croissance à la baisse ; comme l'inflation réduit le pouvoir d'achat et les marges des entreprises, la croissance devrait rester assez faible pendant au moins deux trimestres. Compte tenu des perspectives de croissance plus faibles, les craintes d'un resserrement du marché du travail pourraient s'atténuer, bien que l'offre de main-d'œuvre puisse être structurellement plus faible qu'auparavant. L'inflation devrait atteindre un pic en avril, puis commencer à ralentir, même si elle devait rester très élevée par rapport aux normes historiques.
- Japon :** Le Japon demeure la seule exception à avoir enregistré une légère inflation des prix à la consommation dans un contexte de hausse des prix mondiaux de l'alimentation et de l'énergie. Cette absence de forte inflation s'explique à la fois par des facteurs techniques temporaires et par la faible demande. Les facteurs techniques – réduction des frais de téléphonie mobile en avril 2020 et changement de l'année de base en août – commenceront à s'estomper et à ajouter environ 1 pp à l'IPC. Pendant ce temps, l'économie a connu une reprise difficile après le double choc de la hausse de la taxe à la consommation (fin 2019), puis la Covid. Le PIB n'est pas encore revenu à son niveau d'avant la Covid, et les arguments en faveur d'une forte reprise restent faibles.

Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	03-05 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,33	2/2,25	2,59	3/3,25	3,33
Zone euro	-0,5	-0,25	0,13	0,25	1,03
Japon	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,05
RU	0,75	1,25	2,10	1,50	2,63

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	4 mai
BCE Conseil des gouverneurs	9 juin
Banque d'Angleterre MPC	16 juin
Banque du Japon MPM	17 juin

Source : Amundi Institute

- Fed** : le compte rendu du FOMC de mars révèle certains paramètres clés du processus de réduction du bilan : 1) le plafond mensuel sera probablement fixé à 95 milliards de dollars (60 milliards de dollars pour les bons du trésor et -35 milliards de dollars pour les MBS) 2) les plafonds seront introduits progressivement sur une période d'environ trois mois. Le compte rendu indique également un fort soutien à de nouvelles hausses de 50 pb du taux directeur lors des prochaines réunions si les pressions inflationnistes restent élevées. Cela conforte notre opinion selon laquelle le FOMC relèvera les taux de 50 pb en mai et en juin. Il y a également une forte probabilité que le FOMC continue de relever le taux de 50 pb lors des réunions suivante jusqu'à ce qu'il atteigne le niveau de 2,5 %, considéré comme neutre. La Fed devrait ensuite adopter une position restrictive, pour atteindre un taux final de 3 % - 3,25 %.
- BCE** : en avril, la BCE n'a pas fait de nouvelles annonces inattendues dans le sens d'un resserrement, après celles des réunions précédentes. La fin de l'assouplissement quantitatif a été confirmée pour le T3, de même que les orientations de la BCE en matière de taux et la séquence entre la fin de l'assouplissement quantitatif et la normalisation des taux. La BCE est déterminée à remplir son mandat de stabilité des prix, mais elle reconnaît le niveau élevé d'incertitude qui rend la trajectoire de la politique monétaire plus dépendante encore des données. Notre scénario de référence prévoit la fin probable de l'assouplissement quantitatif en juillet, suivie de deux hausses de taux avant la fin de l'année et d'une troisième au premier trimestre.
- BoJ** : à la différence de ses pairs, la BoJ reste résolument accommodante et ne tient pas compte de la forte variation du yen. Avant la réunion d'avril, les spéculations allaient bon train, certains arguant que la BoJ pourrait commencer à ajuster sa communication en ajustant ses orientations prospectives. Au lieu de cela, la BoJ a maintenu ses orientations prospectives et a entrepris des achats quotidiens à taux fixe pour défendre le contrôle de la courbe de rendement. L'introduction d'une nouvelle prévision de l'inflation sous-jacente dans le rapport sur les perspectives suggère que la BoJ s'attend à ce que l'inflation sous-jacente reste modérée tout au long de l'exercice 2022-2023 et qu'elle n'est pas pressée de modifier l'objectif de sa politique de contrôle de la courbe de taux .
- BoE** : avec une large majorité de 8 membres contre 1, la BoE a augmenté son taux d'escompte de 25 pb à 0,75 % en mars, sa troisième hausse consécutive, ce qui ramène le taux directeur aux niveaux d'avant la pandémie. Nous nous attendons à ce que la BoE relève ses taux à 1,0 % lors de la prochaine réunion, afin de commencer un resserrement quantitatif actif. En parallèle, le ton plus accommodant adopté récemment suggère que le Comité de politique monétaire s'attend à un exercice d'équilibre plus délicat pour trouver un compromis entre inflation élevée et risques pour la croissance. Par la suite, une pause pourrait intervenir après le prochain relèvement.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 27/04/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0
Pays émergents	6,8	3,3	4,5	4,4	7,7	5,0
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,0	2,0
Brésil	4,6	0,6	1,4	8,3	10,1	5,2
Mexique	4,8	1,8	1,8	5,7	7,3	5,1
Russie	4,7	-10,0	2,5	6,7	16,9	7,5
Inde	9,2	7,3	6,6	5,1	6,6	5,9
Indonésie	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,9
Afrique de Sud	5,5	1,5	1,8	4,6	5,7	4,4
Turquie	11,4	3,3	3,2	19,4	60,1	19,8

Source : Amundi Institute

- Chine :** la croissance a été plus forte que prévu, à 4,8 % en glissement annuel au premier trimestre, malgré de forts effets de base négatifs. Cependant, le ralentissement général des activités économiques depuis mars, le confinement prolongé à Shanghai et l'élargissement des restrictions à d'autres régions devraient faire entrer la Chine dans une récession transitoire au T2. Nous maintenons nos prévisions de croissance en deçà du consensus à 3,5 % pour 2022, et nous nous attendons à un rebond en 2023, à 5,4 %. L'inflation mesurée par l'IPC devrait se maintenir sous la barre des 3 %, compte tenu de la pression exercée par les politiques strictes relatives à la Covid-19 sur le marché de l'emploi et la demande des consommateurs.
- Mexique :** bien qu'elle reste inférieure au niveau d'avant la pandémie, l'activité économique s'est quelque peu accélérée au premier trimestre grâce à une demande extérieure plus forte, mais aussi à la consommation intérieure. Entre-temps, les pressions inflationnistes ne s'atténuent pas et, avec la Fed plus expéditive, obligent Banxico à prendre des mesures plus énergiques – nous pensons qu'elle imitera la Fed malgré une exposition externe et financière moindre. Sur le plan politique, l'(anti) réforme de l'électricité d'AMLO n'a pas été adoptée et la Cour suprême a voté contre le projet de loi sur l'électricité (sans toutefois l'annuler pour cause d'inconstitutionnalité), ce qui suggère que l'équilibre des pouvoirs fonctionne plus ou moins.
- Indonésie :** fin avril, le président Jokowi a imposé une interdiction des exportations d'huile de palme afin de satisfaire la demande intérieure (dans un contexte de flambée des prix de l'huile de cuisson) plutôt que les exportations. L'interdiction devrait rester en vigueur jusqu'à ce que le prix de l'huile de cuisson non emballée atteigne 14 000 IDR/litre, ce qui modérerait la pression inflationniste. Au-delà de l'impact national, une hausse de la demande de produits de substitution (huile de soja) pourrait contribuer à augmenter l'inflation à l'échelle mondiale. Au-delà d'un léger impact positif sur l'inflation, l'accélération de la tendance négative de la balance courante (en raison de l'importance de l'huile de palme dans les exportations) remettra en question la position de croissance de la BI et éventuellement la stabilité de l'IDR.
- Brésil :** le choc géopolitique aura probablement un impact moins dommageable sur le Brésil (et l'Amérique latine en général) en raison de sa situation géographique, de sa moindre exposition commerciale et financière à la région et de son statut de producteur net de matières premières. Mais si la croissance est mieux protégée, l'inflation est durement touchée malgré les efforts des décideurs pour amortir le choc et son impact sur le revenu disponible. La BCB sera à son tour sous pression pour prolonger un peu plus le cycle de hausse. La crise présente toutefois des opportunités à long terme pour le Brésil et la région, car la sécurité alimentaire et énergétique et la délocalisation dans un pays proche deviennent stratégiquement importantes.

Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

	02-05 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Inde	4,00	4,50	5,00	5,15	6,00
Brésil	11,75	13,3	12,75	11,40	11,75
Russie	14,00	12,00	13,85	11,00	10,70

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
BCB (Brésil)	4 mai
PBoC (Chine)	20 mai
RBI (Inde)	8 juin
CBR (Russie)	10 juin

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** la banque centrale a de nouveau déçu en avril, laissant les taux directeurs inchangés et baissant moins que prévu le taux de réserves obligatoires. Les conditions de liquidité interbancaire se sont encore assouplies, avec une chute des taux courts. La Banque a mis l'accent sur la transmission, en parlant de soutiens structurels aux PME et de stabilisation de la croissance du crédit. Les pressions à la baisse sur la croissance étant de plus en plus fortes, de nouvelles baisses de taux seront nécessaires et nous prévoyons une nouvelle baisse de 10 pb dans les prochains mois. Nous nous attendons à ce que l'impulsion du crédit devienne positive en avril et continue de s'améliorer.
- RBI (Inde) :** après avoir suivi une politique monétaire très accommodante sur une longue période, la RBI a adopté lors de sa dernière réunion début avril une position de facto plus neutre, en introduisant un nouvel instrument (SDF, facilité de dépôt permanente) pour recalibrer le corridor symétrique autour des taux directeurs à 4,0 %, avec le taux MSF à 4,25 % et le taux SDF à 3,75 %. Certaines pressions, dues à une inflation plus élevée que prévu, augmentent (7 % au-dessus de l'objectif de la RBI en glissement annuel en mars). Nous confirmons nos prévisions d'un premier relèvement du taux directeur en juin de 25 pb (50 pb est une probabilité non négligeable) et d'un resserrement plus important sur un horizon d'un an (150 pb - 200 pb).
- BCB (Brésil) :** dépend actuellement des données de façon « structurelle ». Le COPOM a ralenti le rythme du resserrement et a relevé le SELIC de 100 pb en mars (à 11,75 %), comme cela avait été annoncé. La BCB souhaite procéder à une nouvelle hausse de la même ampleur en mai, mais a également laissé entendre que le cycle de hausse pourrait s'arrêter là (à 12,75 %) en raison du stade avancé du cycle de resserrement, à moins que l'inflation ne change la donne. Bien que le choc sur l'offre induit par la crise en Ukraine frappe durement la dynamique des prix, le gouverneur Campos souhaite évaluer les dégâts d'un point de vue structurel et via des effets de 2^e tour principalement. Quoi qu'il en soit, le taux terminal est proche.
- BCR (Russie) :** La Banque centrale de Russie a de nouveau réduit le taux directeur le 29 avril, de 17 % à 14 %, après la baisse surprise de 3 % du 8 avril. Ces baisses font suite à la hausse surprise du 28 février, qui a porté le taux directeur de 9,5 % à 20 %. Les dernières baisses de taux ont été motivées par le ralentissement de l'activité économique et l'appréciation du rouble, associés à une inflation élevée, mais qui devrait s'atténuer. La BCR a laissé la porte ouverte à d'autres réductions. En mars, l'inflation a bondi à 16,7 % en glissement annuel, contre 9,2 % en février. Les pressions inflationnistes devraient s'atténuer vers la fin de l'année, l'inflation restant toutefois supérieure à l'objectif de 4 %. Une dynamique d'inflation plus douce pourrait permettre à la BCR de procéder à de nouvelles réductions dans les mois à venir.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(27 avril 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	3,1	1,7	4,7	7,3	3,3
Japon	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Zone euro	5,3	2,3	1,8	2,6	7,0	2,7
Allemagne	2,9	1,7	1,9	3,2	7,4	3,0
France	7,0	3,0	1,6	2,1	5,3	3,3
Italie	6,6	2,6	1,5	1,9	6,9	2,3
Espagne	5,1	4,0	2,1	3,1	8,8	2,5
Royaume-Uni	7,4	3,8	1,3	2,6	7,1	3,3
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,0	2,0
Brésil	4,6	0,6	1,4	8,3	10,1	5,2
Mexique	4,8	1,8	1,8	5,7	7,3	5,1
Russie	4,7	-10,0	2,5	6,7	16,9	7,5
Inde	9,2	7,3	6,6	5,1	6,6	5,9
Indonésie	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,9
Afrique du Sud	5,5	1,5	1,8	4,6	5,7	4,4
Turquie	11,4	3,3	3,2	19,4	60,1	19,8
Pays développés	5,1	2,8	1,7	3,1	6,0	2,6
Pays émergents	6,8	3,3	4,5	4,4	7,7	5,0
Monde	6,1	3,1	3,4	3,8	7,0	4,0

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	03/05 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	0,33	2/2,25	2,59	3/3,25	3,33
Zone euro	-0,5	-0,25	0,13	0,25	1,03
Japon	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,05
Royaume-Uni	0,75	1,25	2,10	1,50	2,63

Pays émergents

	02/05 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Inde	4,00	4,50	5,00	5,15	6,00
Brésil	11,75	13,3	12,75	11,40	11,75
Russie	14,00	12,00	13,85	11,00	10,70

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	03/05 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,75	2,9/3,1	3,28	3,1/3,3	3,41
Allemagne	0,28	0,3/0,5	0,68	0,5/0,7	0,87
Japon	-0,05	-0,10/0	-0,03	-0,10/0	-0,02
Royaume-Uni	1,66	1,5/1,6	1,77	1,5/1,6	1,78

Taux 10 ans

	03/05 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,98	2,9/3,1	3,13	2,9/3,1	3,17
Allemagne	0,98	0,8/1,0	1,10	0,8/1,0	1,17
Japon	0,23	0,1/0,3	0,30	0,1/0,3	0,35
Royaume-Uni	2,00	1,7/1,9	2,08	1,7/1,9	2,13

Prévisions de change

	29/04/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023		29/04/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023
EUR/USD	1,05	1,02	1,11	1,11	1,13	EUR/SEK	10,36	10,32	10,30	10,13	10,20
USD/JPY	130	131	123	124	121	USD/CAD	1,28	1,31	1,25	1,23	1,24
EUR/GBP	0,84	0,84	0,84	0,83	0,85	AUD/USD	0,71	0,69	0,76	0,75	0,76
EUR/CHF	1,03	1,00	1,04	1,07	1,06	NZD/USD	0,65	0,63	0,70	0,67	0,71
EUR/NOK	9,89	9,94	9,64	9,64	9,51	USD/CNY	6,61	6,65	6,45	6,50	6,51

Source: Amundi Institute

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

ASSET CLASS VIEWS



Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s

(02-03-2022) BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



When artificial intelligence meets economy: an analysis of the Ukraine war (2022-04-01)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - Pierre HAREN, CEO and co-founder, Causality Link - Matthieu KEIP, Innovation Lead, Amundi Technology

Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

WORKING PAPERS



Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Mohamed BEN SLIMANE, Amina CHERIEF, Théo LE GUENEDAL, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

Edmond LEZMI - Thierry RONCALLI - Jiali XU, Quantitative Research, Amundi Institute

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



Adding to the debate: “Is the Fed behind the curve?” (22-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute



War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute



US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute



A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

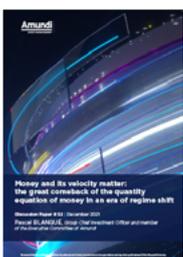
INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 3 mai 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 3 mai 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - AndreyPopov

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*