

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 Covid-19** entraîne de nouvelles restrictions de mobilité et des goulets d'étranglement à l'échelle mondiale qui perturbent les chaînes d'approvisionnement.
- ✨ Ces deux éléments déclencheurs conduisent à une **récession économique** alors que **l'inflation** reste élevée et incontrôlée.
- 🕒 Plusieurs défaillances de pays émergents et viabilité de la dette publique dans les pays développés.
- 🕒 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** est une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires (Chine) : l'activité mondiale se maintient, mais les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement subsistent.
- ✨ **Plus de divergence de croissance :**
 - **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 en raison de la contraction du PIB chinois au 2^e trim.
 - Stagnation ou récession technique/ de courte durée en Europe et au Royaume-Uni.
 - L'économie américaine résiste bien, mais devrait ralentir (vers une croissance inférieure à la normale en 2023).
- ✨ **L'inflation globale atteint un pic**, mais restera élevée. Les prix élevés des produits de base, les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les pressions salariales croissantes pousseront l'inflation sous-jacente à la hausse dans certaines régions (par exemple, la zone euro).

SCÉNARIO HAUSSIER 10 %

Croissance inclusive et durable

Analyse

- 🌐 **Fin de la guerre en Ukraine** et retrait progressif des sanctions ; baisse des prix de l'énergie et des matières premières et l'inflation retombe rapidement.
- 🌸 **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** et les BC normalisent progressivement leur politique.
- 🕒 Une **hausse des taux d'intérêt** nominaux et réels du fait du renforcement de l'investissement et de la diminution de l'épargne.
- 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 politiques en matière de **changement climatique** et la **transition énergétique** deviennent la priorité.

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

🕒 **Asynchronie des politiques monétaires :**

- la Fed passe rapidement du tapering à un QT et à un cycle abrupt de hausses (S1), mais devrait ralentir le rythme de relèvement des taux au S2;
- cycle de hausse modérée pour la BoE;
- la BCE mettra fin au QE et va probablement relever trois fois ses taux en 2022, mais il n'y a pas de place pour un véritable resserrement monétaire
- assouplissement pour la PBoC.
- Les rendements des obligations vont monter mais devraient rester bas plus longtemps.

🕒 **Politique budgétaire:** atténuer l'impact à court terme des prix de l'énergie (par des mesures ciblées, notamment en Europe).

🌿 Le **changement climatique** perturbe le cycle des matières premières et renforce 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 augmentons la probabilité du risque financier de 20 % à 30 %, car les fondamentaux économiques se détériorent. 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. 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 (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 30 %

- **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 pourrait conduire à un durcissement de la politique monétaire et à une dislocation du marché obligataire
 - 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
- **Le risque d'insolvabilité des entreprises augmente** alors que les fondamentaux se détériorent, 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
- **Guerre des monnaies** : l'appréciation de la monnaie est un moyen pour les BC de lutter contre les pressions inflationnistes

+ 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 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 24 « Diagramme de la crise ukrainienne »*

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

- Crédit et actions, EMBI

Diagramme de la crise ukrainienne

[A]
La Russie a concentré ses efforts sur la région du Donbass et a remporté la bataille de Marioupol. Les pourparlers de paix sont au point mort et aucune résolution ne se profile. Les forces nucléaires russes sont en état d'alerte élevée

[B]
Résolution rapide et faible escalade militaire

[C]
Conflit militaire prolongé et escalade mondiale

[B1]
Les sanctions et les pourparlers diplomatiques mettent fin au conflit

[B2]
La Russie contrôle le Donbass et la zone située au nord de la Crimée ; le conflit prend fin

[B3]
La Russie contrôle l'est et le sud de l'Ukraine. Le conflit s'étend à la Moldavie

[B4]
Des émeutes ou un putsch mettent fin au régime de Poutine

[C1]
Conflit de faible intensité avec peu de perturbations des chaînes d'approvisionnement

[C2]
Conflit de haute intensité

Impact économique

- Partition ou démilitarisation de l'Ukraine (statut de neutralité).
- Retour des BC à la normalisation monétaire.
- Soulagement du marché, mais risque de récession des bénéfices dans l'UE.
- Prix de l'énergie chers mais stables jusqu'à ce qu'une diversification de l'offre se concrétise.

- Partition ou démilitarisation de l'Ukraine (statut de neutralité).
- Contraction du PIB de l'UE, inflation entre 8 et 10 %.
- Risques de récession des bénéfices dans l'UE.
- Prix élevés de l'énergie en raison des capacités de remplacement limitées.

- Sanctions maximales contre la Russie, qui entre dans une crise économique et financière qui se propage à l'EE.
- Contraction du PIB de l'UE, inflation entre 8 et 10 %.
- Les cours du marché intègrent le franchissement par la Russie de nouvelles lignes rouges.
- Récession des bénéfices dans l'UE.
- Prix élevés de l'énergie en raison des capacités de remplacement limitées.

- La Russie entre dans une crise économique et financière qui se propage en EE.
- Incertitude quant à la situation politique de la Russie.
- Contraction du PIB de l'UE, inflation entre 8 et 10 %.
- Récession des bénéfices dans l'UE.
- Retour des BC à la normalisation.
- Prix élevés et volatils de l'énergie.

- Stagflation mondiale.
- Baisse du prix du pétrole à 75-80 \$/baril d'ici le T1 2023 ou à 60-65 \$/baril en cas de diversification au cours des 12 à 18 prochains mois.
- Retour du PIB de l'UE à son potentiel, mais l'inflation reste supérieure à 3 %.

- Le scénario le plus pessimiste inclut une confrontation militaire entre l'Occident et la Russie.
- Contraction du PIB mondial comparable à celle de la crise de 2008 ou du Covid-19.
- Contraction du PIB de l'UE (-4,5/-2,0 %), avec rationnement de l'énergie.
- Inflation supérieure à 10 % en raison de graves pénuries de matières premières.

Réaction du marché

- **Impact positif** : Actions UE et chinoises, crédit des ME.
- **Impact négatif** : govies, matières premières (énergie et or).

- **Impact positif** : actifs refuges (USD), prix du pétrole (100-120 \$/baril).
- **Impact négatif** : actifs liquides et EUR.

- **Impact positif** : USD et or, prix du pétrole supérieur à 120 \$/baril.
- **Impact négatif** : marchés d'actions (surperformance des États-Unis). Effondrement des rendements obligataires.

- Aplatissement des courbes de taux.
- **Impact positif** : actions à dividendes élevés et de qualité. Préférence pour l'Amérique latine et la Chine parmi les ME.
- **Impact négatif** : EUR, devises ME.

- **Impact positif** : actions d'actifs réels et matières premières
- **Impact négatif** : dette ME et crédit MD.

- Capitulation des marchés
- **Impact positif** pour les UST, les actifs réels garantis, l'USD et l'or.
- **Impact négatif** : tous les actifs risqués.

Source : Amundi Institute, au jeudi 28 mai 2022. ME : marchés émergents. BC : banques centrales. USD : dollar américain. EUR : euro. CNY : yuan chinois. AM LAT : Amérique latine. EO : Europe orientale. USD : dollar américain. EUR : euro. UST : bons du Trésor américain.

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Mise à jour mensuelle: le feu tricolore sur le sentiment est passé de l'orange au rouge.

 **Retournement effectué**

 **Retournement imminent**

 **Pas atteint, trop tôt pour se prononcer**

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La dynamique économique ralentit progressivement dans un contexte d'inflation élevée et d'affaiblissement de la demande intérieure, l'inflation des produits alimentaires et de l'énergie pesant sur le pouvoir d'achat et fonctionnant comme un impôt dégressif.
- Les directions des révisions des perspectives d'inflation et de croissance continuent de diverger. La dynamique stagflationniste est particulièrement évidente dans la zone euro.
- Les tensions prolongées sur les prix des matières premières et de l'énergie, qui se traduisent par une inflation plus persistante et un resserrement des politiques monétaires, exacerbent l'incertitude économique, compte tenu de la situation nettement moins favorable en matière de croissance et d'inflation.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Après la correction récente, les marchés sont moins chers. Pourtant, en raison de la dégradation récente de la situation macroéconomique, ces niveaux ne peuvent être considérés comme des points d'entrée fiables.
- Le resserrement quantitatif pour faire face à l'inflation empêchera les multiples de gonfler 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 après correction ne compensent le manque de visibilité dans la génération de bénéfices à l'avenir, ce qui empêche d'adopter une attitude agressive sur le risque.



FACTEURS TECHNIQUES

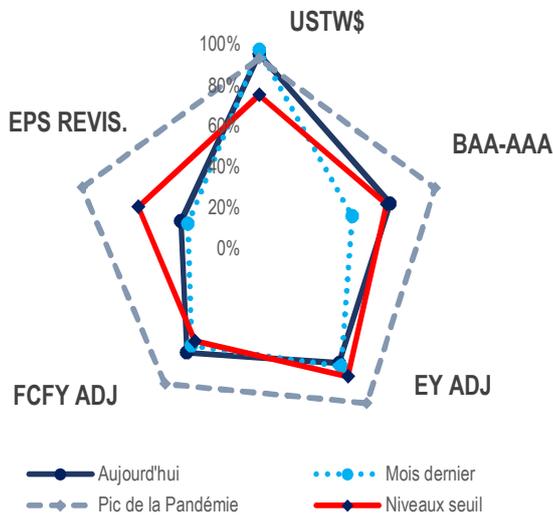
- La correction récente des actifs risqués a réinitialisé la plupart des indicateurs contraires, la plupart étant désormais orientés à la hausse. Pourtant, les indicateurs contraires ont besoin de déclencheurs et la faible visibilité du contexte actuel incite toujours à privilégier une approche prudente.
- Les tendances des actifs risqués restent dispersées, ce qui se traduit globalement par une exposition neutre d'un point de vue technique.

SENTIMENT

- La correction des actifs risqués s'est poursuivie en mai, avec des pics dans la plupart des indicateurs du sentiment de risque.
- La concentration du risque dans le marché est élevée et la probabilité générale d'aversion au risque plaide fortement pour une allocation d'actifs défensive.
- Les conditions financières, tout en s'élargissant partout, font preuve d'une plus grande résilience que lors des corrections précédentes des marchés d'actions. Le spread Baa-Aaa de Moody's est sorti de la zone d'alerte pour la première fois depuis 2020.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Amundi Institute, Données au 20 mai 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 la force du dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à l'aversion au 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 Hausse du risque de récession

- Nous anticipons une phase de stagnation dans la zone euro sur fond d'inflation élevée et peut-être une récession au premier semestre 2022, alors qu'un atterrissage en douceur reste possible aux États-Unis (risques de récession : 20 % à 12 mois, 40 % à 18 mois).
- Nous nous attendons à ce que la Fed relève ses taux au cours des 12 prochains mois comme l'anticipent les marchés, mais la BCE et la BoE devraient parvenir à limiter le durcissement de leur politique monétaire en deçà des attentes du consensus grâce aux politiques budgétaires.
- Les consommateurs de la zone euro sont confrontés à un nouveau choc avec moins d'outils pour y faire face en raison de la croissance plus faible des salaires et de la forte perte de confiance. Les entreprises sont confrontées à de nouvelles tensions sur les prix des intrants et à des perspectives plus incertaines en matière de demande. Après une croissance atone, voire négative au premier trimestre, le G4 de la zone euro flirte à nouveau avec la contraction.
- Les fondamentaux des États-Unis sont relativement solides (reprise terminée sur de nombreux fronts) et devraient permettre de résister aux niveaux élevés de l'inflation. En revanche, les fondamentaux de la zone euro sont plus fragiles et plus vulnérables au nouveau choc (reprise incomplète sur de nombreux fronts).

Conséquences en matière d'investissement

- Taux finaux des banques centrales :
 - États-Unis : 3,25 % (en ligne avec les anticipations du marché)
 - BCE : 0,5 %
 - BoE : 1,5 % (les deux accommodants vs marché)
- Nous restons prudents sur la dette périphérique de la zone euro et sommes positifs sur l'inflation à 5 ans dans 5 ans aux États-Unis et dans la zone euro.

2 Viabilité de la dette italienne dans le contexte de remontée des taux d'intérêt

- Le ratio dette/PIB augmentera si le taux moyen des échéances à 7 ans passe durablement au-dessus de 3,4 %.
- Toutefois, les interventions de la BCE seront fonction du degré de fragmentation (augmentation élevée et persistante des *spreads*).
- La croissance nominale et les coûts de financement sont essentiels pour la viabilité de la dette :
 - Un PIB nominal à long terme de 3,4 % pourrait compenser une nouvelle augmentation du coût de la dette tant que la discipline budgétaire se maintient (solde primaire à 0 %).
 - La viabilité de la dette devient problématique en cas de déviation plus forte, persistante et généralisée de la courbe des taux et d'une augmentation idiosyncrasique des taux d'intérêt italiens.
 - Les fondamentaux italiens sont mieux placés qu'en 2011 ou 2018 pour faire face à un resserrement de la politique monétaire.

Conséquences en matière d'investissement

- Prudence sur la dette périphérique avec la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE, dans un contexte de fondamentaux plus solides à long terme.

3 Valorisation des actions : la hausse du risque de récession dans la zone euro n'est pas prise en compte

- Le cycle des bénéfices 2022 des entreprises des marchés développés se terminera en dessous des attentes du consensus. (cf article page 15)
 - La croissance des BPA américains devrait se situer entre 5 % et 9 % contre 9,8 % pour le consensus, mais avec le soutien des rachats.
 - En Europe, avec une croissance des BPA entre -5 % et +5 % une récession des bénéfices ne peut être exclue, alors que le consensus table sur une croissance de 11 %.
 - La croissance des BPA européens sera plus lente que celle des États-Unis, en raison principalement des anticipations de croissance économique plus faible. Nous tablons sur une croissance du PIB mondial de 3,0 % cette année et de seulement 2,3 % dans la zone euro.
- Dans les marchés émergents, nous attendons une croissance des BPA du premier trimestre 2023 à 7,5 %, contre 10 % pour le consensus.
 - Les révisions des bénéfices sont orientées à la baisse : toujours positives en Amérique latine et dans la région EMOA, elles sont négatives et continuent de se dégrader dans les ME d'Asie et en Chine.
 - La croissance des bénéfices chinois devrait être en phase avec celle des marchés émergents (+7,5 % au premier trimestre 2023).

Conséquences en matière d'investissement

- La croissance moyenne aux États-Unis étant attendue à 2,6 % en 2022, les BPA américains continueront d'enregistrer une croissance inférieure à 5 %. Les bénéfices européens devraient s'avérer moins résilients que ceux des États-Unis (et risquent une récession).
- Nous restons neutres sur les actions et recherchons les stratégies de valeur relative.
- Nous privilégions le style *value* dans un contexte de hausse des taux d'intérêt réels, la qualité compte tenu de la maturité du cycle, les dividendes élevés pour compenser l'inflation et la volatilité minimale.
- Nous évitons les stratégies cycliques, les petites capitalisations et les stratégies *momentum*.

POINTS CLÉS

4 Crédit : rester prudent, car la situation globale se détériore

- Le crédit d'entreprise est confronté à la détérioration de l'économie, à des pressions sur les marges et au resserrement des politiques monétaires :
 - La situation globale se détériore, en particulier dans la zone euro. L'inflation encore élevée contraint les banques centrales à resserrer leur politique, ce qui risque de provoquer un ralentissement brutal, voire une récession.
 - Divergences croissantes des fondamentaux des entreprises. Pressions sur les marges : augmentation des salaires, du coût des matériaux, de l'énergie et des transports. Le pouvoir de fixation des prix sera déterminant.
 - Les valorisations n'intègrent pas la hausse du risque de récession dans la zone euro.
 - Les facteurs techniques deviennent moins favorables avec la fin du CSPP de la BCE.
- Les conditions de crédit sont moins favorables : détérioration du contexte économique, durcissement des banques centrales, divergence croissante des fondamentaux des entreprises et pressions sur les marges.
- La dette émergente en devises fortes est bon marché compte tenu des dislocations à court terme en supposant : une stabilisation du taux d'intérêt à 10 ans américain, un prix du pétrole élevé jusqu'au troisième trimestre 2022 et une amélioration de l'écart de croissance entre ME et MD en 2022.

Conséquences en matière d'investissement

- Dans les MD, nous préférons les États-Unis à l'Europe et privilégions les durations courtes.
- Dans les ME, nous préférons la dette en devises fortes. Nous anticipons un resserrement des spreads par rapport aux niveaux actuels, principalement sur le HY.

5 Chine : perspectives de croissance assombries par la politique « zéro Covid »

- Croissance inférieure à 4 % pour l'année : à 4,8 % en glissement annuel au premier trimestre, la croissance a été plus forte que prévu, malgré d'importants effets de base négatifs.
- Cependant, le ralentissement général des activités économiques en mars, le confinement prolongé à Shanghai et l'élargissement des politiques zéro Covid à d'autres régions devraient faire entrer la Chine dans une récession transitoire au deuxième trimestre.
- Les indicateurs avancés suggèrent que l'activité hors de Shanghai augure d'une reprise graduelle en mai-juin.
- Nous maintenons nos prévisions de croissance en deçà du consensus à 3,5 % pour 2022 (Reuters 5 %, Wind 5,2 %) et tablons sur un rebond à 5,4 % en 2023.
- La PBoC privilégie une dépréciation lente de sa monnaie, il faut donc s'attendre à davantage de faiblesse du RMB à l'avenir.

Conséquences en matière d'investissement

- Hausse des objectifs de cours pour la paire USD/CNY à 6,95/6,50 à 6 mois/12 mois (contre 6,5/6,3).

Point sur le Covid-19

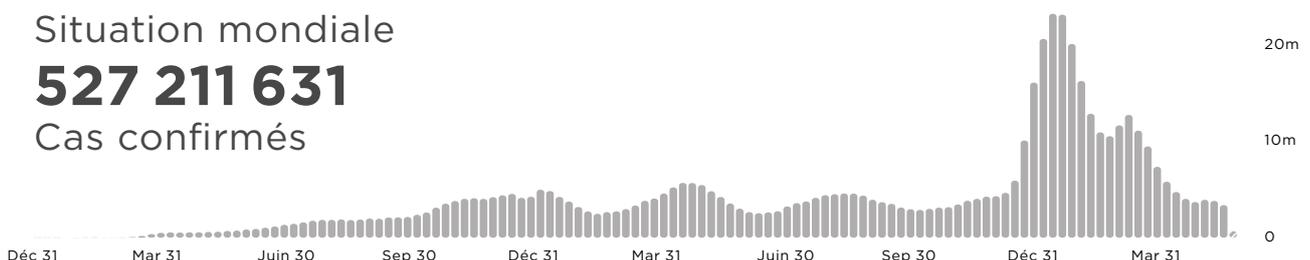
Pierre BLANCHET, Responsible Investment Intelligence

L'importante vague Omicron s'est dissipée. Après un pic en janvier à plus de 20 millions de cas par semaine, son volume a été divisé par 10 et les statistiques de l'OMS font maintenant état d'environ 2 millions de cas par semaine dans le monde. On notera surtout que le nombre de décès n'a jamais été aussi bas depuis mars 2020.

En Chine, où une nouvelle vague déferle depuis le mois de mars, le nombre des cas quotidiens est passé sous la barre des 100 d'après les statistiques officielles. L'épidémie semble s'atténuer, après des mois de restrictions draconiennes allant jusqu'au confinement total de la région de Shanghai. Le risque d'infection dans le nord-est de la Chine (Hebei) continue néanmoins de s'alourdir. En Corée du Nord, où les choses semblaient hors de contrôle, les récentes annonces d'assouplissement du confinement confirment une amélioration.

Ces signes sont plutôt rassurants et, bien qu'il faille s'attendre à ce que le virus reste actif, ces données confirment notre opinion selon laquelle le Covid-19 est passé du statut de pandémie à celui de maladie endémique, avec un impact moindre sur les chaînes logistiques, la demande des consommateurs et l'activité économique en général.

Situation mondiale
527 211 631
Cas confirmés



Source : Organisation mondiale de la Santé

Les données peuvent être incomplètes pour la journée ou la semaine en cours.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La vigueur des dépenses de consommation et des marchés du travail soutiendra la demande globale, ce qui nous permet de penser qu'une récession est peu probable, tandis que l'économie devrait ralentir pour tendre vers sa croissance potentielle. Nous privilégions les titres value de qualité et non cycliques et sommes extrêmement prudents vis-à-vis de titres de croissance non rentables et chers ainsi que des mégacapitalisations.
	Actions US Value	+		L'incertitude entourant la hausse des coûts implique qu'il faut se concentrer sur les entreprises value de haute qualité, qui sont moins cycliques et qui sont 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	-		La valorisation de la croissance à long terme en tant que secteur reste élevée, avec une forte dispersion. Les réévaluations dans le secteur technologique pourraient offrir des opportunités sélectives et nous restons concentrés sur le potentiel de croissance à long terme des bénéfices.
	Europe	-/=		Les risques accrus de stagflation en Europe mettent sous pression la croissance des bénéfices et pourraient entraîner une nouvelle réévaluation du marché. Nous privilégions donc les valeurs défensives d'une part et les valeurs cycliques de qualité dans les secteurs de l'industrie et des matériaux d'autre part.
	Japon	=		Une légère dégradation de la dynamique économique nous incite à rester vigilants sur les bénéfices. D'un autre côté, la dévaluation du yen agit comme un soutien pour le marché. Nous conservons donc globalement un biais neutre.
	Chine	=		La politique du zéro Covid continue de peser sur les perspectives économiques de la Chine, malgré les mesures de relance supplémentaires prises récemment. Nous percevons une marge d'amélioration au second semestre avec le rebond économique anticipé par les marchés.
	Marchés émergents	=		Après la récente évolution des prix, les actions des marchés émergents deviennent plus attractives, mais les disparités sont importantes. Nous voyons d'un bon œil les exportateurs de matières premières tels que le Brésil et les Émirats arabes unis, ainsi que les pays où la demande intérieure est forte, mais nous sommes prudents à l'égard des émergents d'Asie qui sont plus chers.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=	▲	Les risques sur les rendements nominaux sont à la fois baissiers et haussiers, car l'environnement d'inflation plus élevée s'accompagne d'une hausse des incertitudes en matière de croissance économique. Nous privilégions donc désormais la neutralité, avec une position encore légèrement négative sur la duration. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est minimale.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+	▲	Après le récent élargissement des spreads, nous devenons plus constructifs sur l'IG américain compte tenu du contexte macroéconomique solide aux États-Unis, des bons fondamentaux des entreprises (bilans solides avec des niveaux de liquidité et des ratios de couverture élevés), du faible risque de refinancement de la dette à court terme et de la stabilité de l'endettement.
	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 duration. Nous sommes un peu moins défensifs (qu'auparavant) sur la duration des pays du cœur de la zone euro, car nous tendons vers la neutralité.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Euro Obligations d'entreprise IG	=		En matière de crédit, nous préférons les titres de qualité supérieure et les échéances courtes à moyennes. Nous restons sélectifs (les bilans des entreprises sont solides) en raison des prix élevés des producteurs et du risque de 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	=/+		Nous conservons une opinion légèrement positive des obligations d'État Chinoises, car, à moyen terme cette classe d'actifs offre de sérieux avantages en termes de diversification.
	Émergents Dette en devise forte	+		Nous sommes légèrement constructifs sur la dette émergente en devise forte, notamment sur les cas idiosyncrasiques en phase avec 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 légèrement prudents 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			Les matières premières constituent toujours un actif clé pour la diversification et la protection contre l'inflation. Nous sommes constructifs sur le pétrole, en raison de la faiblesse de l'offre (faibles dépenses d'investissement ces dernières années) et des stocks, malgré la baisse continue de la demande.
	Devises			Le durcissement de ton de la BCE a permis à la paire EURUSD de s'éloigner de son plus bas en 20 ans qu'elle avait atteint dernièrement. Tout en reconnaissant que la fin des taux négatifs pourrait soutenir l'euro à moyen terme, nous considérons que le contexte (croissance et taux à court terme) reste relativement positif pour le dollar à court terme.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 26 mai 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.

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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities
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 31 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: 1 juin 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 - MirageC

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*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

TONIATO Joao, *Stratégiste Recherche Actions*

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*