

Institute

#06

Juin
2022

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Correction des valeurs technologiques
et tentation obligataire

AMUNDI INSTITUTE

Une saison de résultats en trompe-l'œil

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#06 - juin 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Correction des valeurs technologiques et tentation obligataire

p. 3

La prise en compte dans les cours du durcissement de la Fed a été brutale, le rendement du 10 ans américain atteignant temporairement la barre des 3 %, avant de tomber dernièrement à près de 2,75 % sur fond d'inquiétudes relatives à la croissance économique. Nous pensons qu'il convient de privilégier la neutralité sur la duration aux États-Unis et en Europe, et, en matière de crédit, se concentrer sur la qualité tout en restant prudent sur les segments plus risqués en Europe. Les obligations en devises fortes des pays émergents présentent des valorisations attractives. Pour ce qui est des actions, en revanche, nous préférons miser sur la résilience des États-Unis au détriment de l'Europe. De manière plus générale, il convient de rester diversifié et bien couvert, sans renforcer le risque.

Amundi Institute

Fin de la « grande coïncidence » du dosage macroéconomique ?

p. 5

Les banques centrales ont dû relever leurs taux et réduire les liquidités dans un contexte de stagflation imminente. Elles auront néanmoins tendance à privilégier un certain laisser-faire et à laisser filer l'inflation pour préserver la croissance.

Expansion de l'OTAN : un tournant décisif pour l'ordre géopolitique

p. 6

Gestion diversifiée

Rotation de l'allocation du risque des actions vers le crédit IG

p. 7

Les préoccupations croissantes sur les perspectives économiques exigent une réallocation du risque des actions vers le crédit de qualité, qui semble plus attractif après la récente réévaluation.

Marchés obligataires

Les obligations désormais sélectivement plus attractives

p. 9

Les difficultés économiques qui s'annoncent appellent une évolution vers la neutralité sur la duration et davantage de sélectivité sur le crédit, dans un contexte de réduction de la liquidité.

Actions

Attention aux valorisations excessives et aux risques cycliques

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

p. 13

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Et les objectifs dévolus à la politique économique sont de plus en plus ambitieux, que ce soit sur le plan budgétaire ou sur le plan monétaire. La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et la BCE. Les « vieilles règles », que ce soit la règle de Taylor pour la BCE ou les règles du pacte de stabilité et de croissance sont incomplètes voire obsolètes. Mais l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Seule de « nouvelles règles », qu'il reste à inventer, permettront à la politique monétaire et à la politique budgétaire de relever les nouveaux défis. En priorité, il revient aux États de définir, de façon concertée, les grandes orientations stratégiques.

Le thème du mois

Une saison de résultats en trompe-l'œil

p. 15

Les très bons résultats du premier trimestre cachent quelques faiblesses. Hors énergie, ils restent positifs mais nettement moins flatteurs et les entreprises s'interrogent sur l'avenir. On s'attend désormais à des révisions à la baisse, ce qui n'exclut pas des rebonds de contre-tendance. Le comportement des marchés pourrait être chaotique. La prudence s'impose.

Thématiques

JPY: Structurellement faible, cycliquement avantagé

p. 18

Les obstacles structurels auxquels le yen est confronté sont importants et créent un contexte de faiblesse fondamentale persistante pour la devise. Toutefois, un environnement récessif constitue un avantage cyclique (le pic de croissance et des taux placent le yen parmi les meilleurs diversificateurs) et les décideurs pourraient souhaiter éviter une dépréciation additionnelle de la devise.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 21
> Principaux risques	p. 23
> Diagramme de la crise ukrainienne	p. 24
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 25
> Points clés de la Recherche	p. 27
> Allocation d'actifs Amundi	p. 29

Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 31
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 33
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 35
> Publications récentes	p. 36

VUES DES CIO

Correction des valeurs technologiques et tentation obligataire



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Le deuxième trimestre de cette année est de plus en plus difficile pour les valeurs technologiques et fait resurgir le souvenir de l'éclatement de la bulle technologique des années 2000. La prise en compte dans les cours du durcissement de ton de la Fed a été brutale, les rendements réels ont augmenté (le taux des emprunts d'État indexés sur l'inflation à 10 ans est devenu positif pour la première fois depuis 2020) et sur le front des rendements nominaux, le 10 ans américain a temporairement atteint la barre des 3 %, avant de retomber près de 2,75 % en raison des inquiétudes sur la croissance économique. Les taux sont à présent à un niveau qui pourrait exiger un recalibrage des allocations d'actifs.

Les principaux thèmes à observer pour détecter les orientations à venir du marché sont les suivants :

- 1. Risques de stagflation :** la lutte croissance-inflation évolue de manière inégale au niveau mondial, le thème principal étant le passage d'une inflation croissante associée à une croissance robuste à une croissance plus faible associée à une inflation élevée persistante. Pour tenir compte de cette évolution, notre scénario central intègre d'ores et déjà des divergences régionales (récession technique pour la zone euro vs croissance américaine inférieure au potentiel mais sans récession en 2022).
- 2. Perspectives économiques de la Chine :** nous tablons sur une croissance de 3,5 % en 2022, compte tenu du ralentissement généralisé de l'activité économique depuis mars, du confinement prolongé à Shanghai et de l'expansion des restrictions sanitaires à d'autres régions. Ces facteurs pèseront sur la croissance, en particulier au deuxième trimestre, mais nous anticipons un rebond au deuxième semestre, grâce à un soutien politique plus marqué.
- 3. Banques centrales :** dans leur lutte contre l'inflation et, surtout, pour préserver leur crédibilité, les banques centrales devront continuer à se concentrer sur la communication tout en restant de facto en retard sur l'inflation. Dans cette bataille, la BCE est confrontée à des difficultés plus importantes que les autres banques centrales, l'impact du conflit Russie-Ukraine et du resserrement des conditions financières étant inégal entre les pays. L'endettement élevé et les risques économiques plus importants dans les pays périphériques de l'euro pourraient avoir une incidence sur la marge de manœuvre de la BCE.
- 4. Marchés et prévisions de croissance des bénéficiers :** nous pensons que les prévisions de bénéficiers restent globalement trop ambitieuses. Nous tablons sur une croissance des BPA américains de l'ordre de 5 à 9 %, ceux-ci étant soutenus par les rachats d'actions (consensus à 9,8 %) et sur une éventuelle récession des bénéficiers en Europe.

Ceci implique qu'on peut difficilement anticiper une fin prochaine de la faiblesse actuelle du marché. Il convient donc de réaliser quelques ajustements, tout en conservant une position globalement neutre sur le risque.

- **D'un point de vue multi-actifs, nous pensons qu'il faut diversifier davantage, mais sans pour autant augmenter le risque.** Pour ce faire, nous sommes désormais **légèrement plus prudents sur les actions** – en particulier en ce qui concerne l'Europe et bien que nous soyons **plus positifs sur le crédit investment grade américain**, nous maintenons notre préférence relative pour les actions américaines dans un contexte de prévisions de croissance plus résiliente de l'économie américaine et de potentiel de croissance des bénéficiers plus élevé sur le marché des actions américaines. Nous sommes également **positifs sur le pétrole** à des fins de diversification et comme couverture contre le risque géopolitique qui reste élevé.
- **Côté obligations, nous avons encore réduit notre positionnement court sur la durée** – en Europe en particulier, mais aussi aux États-Unis, et nous pensons qu'**il faut tendre vers la neutralité**. Après les évolutions récentes, les risques sur les rendements nominaux sont maintenant plus symétriques, car d'un côté, l'inflation pose un risque à la hausse, tandis que de l'autre, l'incertitude géopolitique et économique favorise un mouvement à la baisse. En ce qui concerne le crédit, nous continuons à nous concentrer sur la qualité et nous sommes plus prudents sur les segments plus risqués en Europe. Nous maintenons notre opinion positive sur la dette émergente en devise forte compte tenu des valorisations attractives et de l'exposition aux exportateurs de matières premières qu'elle offre. En ce qui concerne les devises, nous conservons une opinion positive sur le dollar américain face à l'euro.
- **L'incertitude quant aux actions reste élevée, car les marchés sont en train de réévaluer la trajectoire à venir des bénéficiers.** Sur le plan géographique, nous continuons à privilégier

Sentiment de risque global

Risk off Risk on



Nous adoptons un positionnement légèrement prudent sur le risque et renforçons notre diversification multi-actifs. Nous continuons à miser sur les actions américaines au détriment des européennes.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Vers un positionnement neutre sur la durée qui n'est plus que légèrement court.
- ▶ Approche plus constructive du crédit IG américain, mais prudente sur le crédit plus risqué.
- ▶ Considération du pétrole à des fins de diversification.

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

les États-Unis par rapport à l'Europe et restons neutres sur les marchés émergents. Nous conservons notre préférence pour le style *value*, mais **avec un biais renforcé pour la qualité**. Dans les marchés émergents, nous sommes devenus plus prudents vis-à-vis de l'Asie en raison des pressions inflationnistes et des valorisations chères, tandis que nous restons positifs sur le Brésil, les Émirats arabes unis et l'Indonésie. En Chine, la plupart des mauvaises nouvelles ont déjà été prises en compte : un rebond économique, associé à une réglementation plus souple, devrait ouvrir la voie à un rebond au second semestre.

La « grande réévaluation » des actions et des obligations n'est peut-être pas encore terminée, mais une pause et la poursuite de la rotation du marché sont probables dans l'attente de plus de clarté sur les perspectives d'inflation et de croissance. En ces temps incertains, il est conseillé de continuer à se concentrer sur une sélection *bottom-up* qui permettra de repérer les entreprises les plus résilientes, mais il faut également rechercher les opportunités sur les titres qui ont été exagérément pénalisés durant la phase de réévaluation.

AMUNDI INSTITUTE

Fin de la « grande coïncidence » du dosage macroéconomique



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Les banques centrales ont dû relever leurs taux et réduire les liquidités dans un contexte de stagflation imminente.

Elles auront néanmoins tendance à privilégier un certain laisser-faire et à laisser filer l'inflation pour préserver la croissance

La phase de « grande coïncidence » du dosage macroéconomique, arrivée à son terme, sera bientôt suivie de réductions des déficits budgétaires. Celles-ci s'accompagneront d'une diminution de l'épargne des ménages et d'une pression accrue sur les bénéfices des entreprises sur fond de négociations salariales. **La croyance largement répandue selon laquelle les dépenses budgétaires sont effectivement illimitées (une sorte de « cadeau budgétaire ») va être mise à rude épreuve. Sur le plan monétaire, nous assistons à la fin de l'argent ultra bon marché.** En effet, les banques centrales ont dû relever leurs taux et réduire les liquidités dans un contexte de stagflation imminente. Elles auront néanmoins tendance à privilégier un certain laisser-faire et à laisser filer l'inflation pour préserver la croissance. Et si le débat public s'est jusqu'ici concentré sur l'aspect monétaire, il faut examiner le dosage macroéconomique dans son ensemble pour comprendre le nouveau rôle de la politique monétaire. Je vois trois scénarios possibles pour l'avenir :

- 1. Poursuite de l'expansion budgétaire et normalisation monétaire.** Une telle évolution semble difficile, dans la mesure où la normalisation monétaire a un effet destructeur sur la marge de manœuvre budgétaire, rendant insoutenable le poids de la dette. De plus, les responsables politiques devront prévoir un filet de sécurité afin de pouvoir continuer à manœuvrer en cas de récession. Le principal risque dans ce scénario est le *timing* : les autorités monétaires fermant les robinets trop rapidement ou les autorités budgétaires intervenant trop tard. Pour les marchés, ce scénario suppose une nouvelle réévaluation (à la baisse) des actifs risqués, en particulier des actions sensibles aux taux d'intérêt.
- 2. Les banques centrales laissent filer l'inflation quelque temps pour permettre une nouvelle impulsion budgétaire.** Ce scénario permet d'optimiser le compromis entre croissance et inflation et de provoquer un ralentissement économique contrôlé. Dans ce scénario, les investisseurs devront chercher à contrer l'inflation au moyen d'actions à dividendes et d'actifs réels.
- 3. Expansion budgétaire et accommodation totale de la banque centrale bouleversant toutes les prévisions d'inflation avec des niveaux auxquels la plupart des gens n'avaient jamais été confrontés jusqu'ici.** Ce serait une sorte de régime des années 70, avec une inflation élevée, une croissance nominale, des corrections des taux nominaux induites par le marché, des ajustements de toutes les primes de risque et des valorisations à l'équilibre. À part les liquidités et les actifs réels, les investisseurs auraient peu d'endroits où trouver refuge.

L'opinion publique privilégie essentiellement la première option. La deuxième ou la troisième nous paraissent plus probables. **Les dépenses budgétaires doivent soutenir de nouveaux biens publics essentiels (transition énergétique, autonomie sociale et stratégique) et les banques centrales devront composer avec ces priorités.** Ceci vaut particulièrement pour l'Europe, où les autorités monétaires doivent combler le vide laissé par l'absence de règles budgétaires crédibles. Le scénario le plus défavorable serait celui d'une stagflation généralisée et si rien n'est fait sur le plan budgétaire, il y aura mécaniquement un resserrement du dosage macroéconomique, ce qui inversera la tendance de ces dernières années.

AMUNDI INSTITUTE

Expansion de l'OTAN : un tournant décisif pour l'ordre géopolitique



Didier BOROWSKI,
Responsible Global Views,
Amundi Institute

La Finlande et la Suède ont annoncé leur intention d'adhérer à l'OTAN, mettant fin à des décennies de neutralité/non-alignement. C'est là un véritable séisme, avec des conséquences majeures pour l'ordre géopolitique régional. Les deux pays ont immédiatement estimé que l'invasion russe de l'Ukraine pouvait menacer leur souveraineté. Les Suédois et les Finlandais ont toutefois pris soin de préciser que leur adhésion était défensive et visait avant tout à renforcer leur sécurité. Pour preuve, la Suède pose deux conditions à sa candidature : aucune base de l'OTAN et aucune arme nucléaire sur son territoire.

La Finlande et la Suède présentent un intérêt stratégique pour l'OTAN. Les équipements de haute technologie dont dispose la Suède permettent de recueillir des renseignements dans toute la région de la mer Baltique. Quant à la Finlande, elle compte près de 900 000 réservistes, qui pourraient constituer une force de défense importante pour l'OTAN. Pendant le processus d'adhésion, qui pourrait s'étendre sur une année entière, les deux pays candidats ne seront pas protégés par l'article 5 du traité de l'OTAN, qui prévoit l'assistance mutuelle des États membres en cas d'agression. C'est pourquoi **les États-Unis et le Royaume-Uni ont d'ores et déjà déclaré qu'ils soutiendraient les deux pays en cas d'attaque durant le processus d'adhésion.**

Le président Erdogan a menacé de mettre son veto à leur adhésion, sans doute pour tirer profit de l'absence de son veto. Selon toute vraisemblance, le président turc cherche à assurer la livraison d'équipements militaires américains à son pays. De plus, Erdogan demande aux deux pays candidats de renoncer à soutenir les rebelles du PKK, réfugiés sur leurs territoires.

La Russie a qualifié cette demande d'adhésion à l'OTAN de « grave erreur » aux « conséquences considérables ». La Russie a coupé les livraisons de gaz à la Finlande, mais n'a ni les moyens ni l'envie de se confronter à l'OTAN. Les mesures de représailles pourraient toutefois prendre de nombreuses autres formes (cyberattaques, mesures d'intimidation telles que des violations de l'espace aérien, etc.).

Notre opinion : l'invasion de l'Ukraine a perturbé les perspectives de croissance à moyen terme de la Suède et de la Finlande (choc d'incertitude). Leur adhésion contribuera à restaurer la confiance des acteurs économiques locaux et pourrait encourager les investissements étrangers. En outre, le processus de candidature devrait accélérer la réflexion sur la nécessité de renforcer la défense européenne.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rotation de l'allocation du risque des actions vers le crédit Investment Grade



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Les préoccupations croissantes sur les perspectives économiques exigent une réallocation du risque des actions vers le crédit de qualité, qui semble plus attractif après la récente réévaluation

Les inquiétudes croissantes en matière d'inflation, ainsi que les tensions géopolitiques, le resserrement quantitatif (QT) et les restrictions sanitaires en Chine engendrent deux grands risques. Le premier concerne l'assèchement de la liquidité provoqué par le QT et le second la compression des marges des entreprises, ce qui sous-entend qu'il ne faut pas négliger le risque de récession des bénéficiaires qui n'est actuellement pas pris en compte par les marchés. Sur une note plus positive, la consommation reste vigoureuse, les marchés du travail sont tendus et les bilans des entreprises sont sains, en particulier aux États-Unis.

Par conséquent, **il convient de jouer la résilience relative des États-Unis, en investissant notamment dans le crédit IG américain, tout en se montrant plus prudent vis-à-vis des actions cycliques, en particulier en Europe.** Nous continuons de miser sur les matières premières à des fins de diversification et sommes **désormais positifs sur le pétrole**, dont l'offre restreinte continuera de soutenir le marché haussier, malgré le fléchissement de la demande imputable au ralentissement économique.

Nos idées fortes

Notre position est défensive sur les actions des pays développés, où nous sommes prudents vis-à-vis de l'Europe et où nous misons sur une préférence relative pour les actions américaines contre les actions européennes. Cette position résulte d'une volonté de réduire l'exposition cyclique en cette phase de ralentissement et d'éviter les zones les plus exposées aux répercussions de la guerre Russie-Ukraine. Nous sommes neutres sur les actions des pays émergents, mais sommes conscients de l'impact des

restrictions sanitaires sur la croissance chinoise et restons vigilants sur ce point.

Pour ce qui est de la durée, nous maintenons une position légèrement prudente aux États-Unis et, dans le reste du monde, continuons d'explorer les opportunités au niveau des pays et des courbes de rendement. En Europe, nous maintenons notre préférence relative pour l'Italie par rapport à l'Allemagne sur l'échéance à 10 ans et avons abandonné notre position positive sur la France par rapport à l'Allemagne, la prime de risque politique s'étant estompée après l'élection présidentielle. Nous anticipons une pentification de la courbe de rendement britannique du segment de 2 à 10 ans, car la BoE a manifesté un biais légèrement accommodant face à la détérioration des perspectives. Les rendements à 2 ans intègrent actuellement un durcissement radical, mais pourraient baisser. Les rendements à 10 ans devraient remonter sous l'effet du QT.

Nous avons abandonné notre biais positif pour le 10 ans australien face à celui du Royaume-Uni, car la hausse de taux surprise de la Banque de réserve d'Australie face aux pressions inflationnistes implique un ton plus agressif que celui de la BoE.

Après avoir adopté une attitude constructive sur l'EMBI le mois dernier, **nous continuons à renforcer notre préférence pour le crédit et les obligations des pays émergents en adoptant une position positive sur l'IG américain.** Ce choix s'appuie sur la solidité du contexte macroéconomique des États-Unis, sur les fondamentaux positifs des entreprises (bilans solides avec des niveaux de liquidité et des ratios de couverture élevés), sur le faible risque de refinancement de la dette à court terme et sur la stabilité de l'endettement. Les valorisations semblent également plus

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

attractives suite à l'élargissement récent des *spreads*. Le sentiment reste prudent sur les actifs risqués, mais en cas d'élargissement, les titres IG américains seraient d'après nous les plus résilients.

Nous continuons à rechercher des opportunités sur le marché des devises, car les divergences entre les profils économiques et inflationnistes et les politiques monétaires offrent des thèmes intéressants à jouer. Nous continuons notamment à être prudents sur l'euro face au yen et au dollar et compte tenu des pressions inflationnistes actuelles, les valorisations de l'euro sont moins attractives face au billet vert. Nous conservons notre opinion positive sur la paire CHF/EUR et notre biais pour l'USD face au CAD, ce dernier étant une monnaie cyclique qui pourrait être mise à mal dans

un environnement de ralentissement de la croissance. Nous ne sommes plus constructifs sur l'USD face au NZD, car la dépréciation du NZD laisse désormais place à un rebond technique. Parmi les devises des pays émergents, nous pensons que le BRL dispose d'un potentiel de surperformance.

Risques et couvertures

La montée des risques stagflationnistes et les tensions géopolitiques qui perdurent incitent les investisseurs à maintenir, voire à renforcer, leurs couvertures. Nous pensons donc qu'il convient de maintenir les protections sur le crédit tout en réajustant les couvertures sur les marchés d'actions américaines à la recherche d'options moins coûteuses susceptibles d'améliorer leur protection globale.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Les obligations désormais sélectivement plus attractives



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Les difficultés économiques qui s'annoncent appellent une évolution vers la neutralité sur la durée et davantage de sélectivité sur le crédit, dans un contexte de réduction de la liquidité

L'inflation et les perspectives de croissance économique restent les principaux thèmes pour les investisseurs obligataires. Les banques centrales ont commencé à agir pour maîtriser l'inflation. La Fed s'est engagée à tenir ses promesses, mais reste dépendante des données pour éviter un atterrissage brutal de l'économie. Pour la BCE, la tâche sera un peu plus difficile, car la région est directement impactée par la poursuite de la guerre et notamment par la hausse des prix de l'énergie et le risque de sanctions supplémentaires qui pourraient encore aggraver l'inflation. **Après la grande réévaluation des obligations d'État, nous avons renforcé notre position sur la durée dans une optique de neutralité et nous restons prudents sur les segments plus risqués du crédit.**

Obligations mondiales et européennes

Nous continuons d'ajuster notre positionnement sur la durée pour tendre vers la neutralité, tout en tenant compte des spécificités géographiques. Nous estimons notamment que la BCE pourrait opérer un durcissement moins important que la Fed en raison du risque plus élevé de récession en Europe. Par conséquent, **nous sommes moins prudents qu'auparavant sur la durée au Royaume-Uni et dans la zone euro**, où nous adoptons une position de légèrement courte à neutre, alors que nous conservons notre position courte sur la durée aux États-Unis. Nous conservons également, à des fins de diversification, une **vision positive sur la durée de la Chine et d'obligations sélectionnées des pays émergents.** Nous

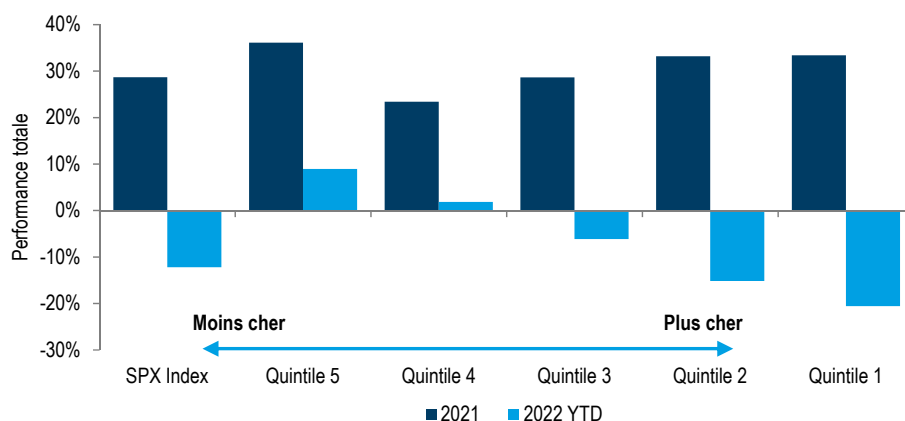
continuons également à exploiter les opportunités de courbe au niveau mondial, en particulier sur les courbes de rendement de la zone euro, du Canada et de l'Australie.

Le grand débat en matière de crédit d'entreprise est de savoir si les risques liés aux bénéfiques, à la hausse des taux et à l'inflation sont correctement répercutés dans les prix. Nous pensons que tous les segments ne tiennent pas suffisamment compte de ces facteurs. C'est pourquoi nous réduisons notre positionnement sur le risque de crédit, en étant plus prudents sur les segments plus risqués du marché du crédit, comme les titres d'entreprise hybrides et en privilégiant les crédits de qualité supérieure avec des échéances à court et moyen terme. **Sur le plan géographique, nous sommes plus constructifs sur le crédit IG américain qu'europpéen**, compte tenu des meilleurs fondamentaux aux États-Unis.

Obligations américaines

Compte tenu de l'ampleur du resserrement intégré dans les cours, en particulier sur le segment court terme de la courbe et des fortes incertitudes géopolitiques et économiques, nous pensons qu'**il est prudent de revenir à la neutralité sur la durée**, tout en privilégiant une approche tactique, car la volatilité du marché reste élevée. **Les marchés du crédit offrent des opportunités**, car les fondamentaux des entreprises sont solides. Nous sommes sélectifs sur cette classe d'actifs, **en privilégiant les financières par rapport aux industrielles.** Nous surveillons également de près les nouvelles émissions,

Rendement de l'Indice Barclays Global Aggregate



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 25 mai 2022.

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

car elles sont assorties de concessions significatives, mais là aussi, nous recherchons des opportunités *bottom-up* idiosyncrasiques. Nous pensons que pour ajuster tactiquement son allocation au crédit, il convient de recourir à des couvertures sous forme de produits dérivés plus liquides, car la liquidité du marché du crédit est plus faible en raison de l'environnement plus volatil. **Nous continuons à chercher de la valeur dans les actifs titrisés**, car le « consommateur » reste dynamique, grâce à des revenus et à une épargne solides. **Nous cherchons de la valeur dans les MBS d'agences**, car ils sont susceptibles de mieux performer que d'autres segments de crédit, compte tenu des inquiétudes relatives à la croissance économique.

Obligations des marchés émergents

Nous restons globalement prudents dans l'univers d'investissement des obligations

émergentes. **Nous conservons un biais de duration courte**, mais sommes légèrement moins défensifs qu'auparavant. **Nous privilégions les obligations en devises fortes** et estimons que les valorisations du HY sont plus attractives que celles de l'IG, mais avec une approche sélective. Les prix plus élevés des matières premières sont favorables aux pays exportateurs et, à cet égard, l'Amérique latine s'est avérée plus résiliente, car elle est économiquement et géographiquement éloignée de la guerre qui sévit en Ukraine.

Devises

Nous conservons une **opinion positive du dollar** et sommes prudents sur l'euro, le yen et le yuan. Côté émergents, **nous sommes constructifs sur une sélection de devises d'Amérique latine** (MXN, CLP), mais prudents sur les devises d'Europe de l'Est comme le HUF.

ACTIONS

Attention aux valorisations excessives et aux risques cycliques



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

L'inflation élevée, le conflit qui se poursuit en Ukraine, le ralentissement de la dynamique économique et les confinements en Chine provoquent la volatilité des marchés. Or, ceci intervient à un moment où les multiples de bénéfices prévisionnels se sont contractés par rapport aux niveaux de l'an dernier, dans un contexte de hausse de l'inflation et des anticipations de taux.

De manière générale, il est essentiel de continuer à mettre l'accent sur les valorisations, car les segments plus chers du marché resteront sous pression. Il faut s'intéresser aux segments value moins cycliques et de qualité pour trouver de la résilience. De manière générale, notre démarche continue de privilégier la sélection, en mettant l'accent sur la durabilité des bénéfices au-delà du court terme pendant que sur le plan géographique, nous continuons de privilégier les États-Unis dans le monde développé.

Actions européennes

Les marchés européens restent confrontés à des difficultés. La hausse de l'inflation et le ralentissement de la croissance exercent une pression sur les bénéfices des entreprises, pendant que la hausse des taux exerce une pression sur les multiples de bénéfices. Nous pensons que les valorisations actuelles n'intègrent pas le risque de récession générale qui menace effectivement la zone euro.

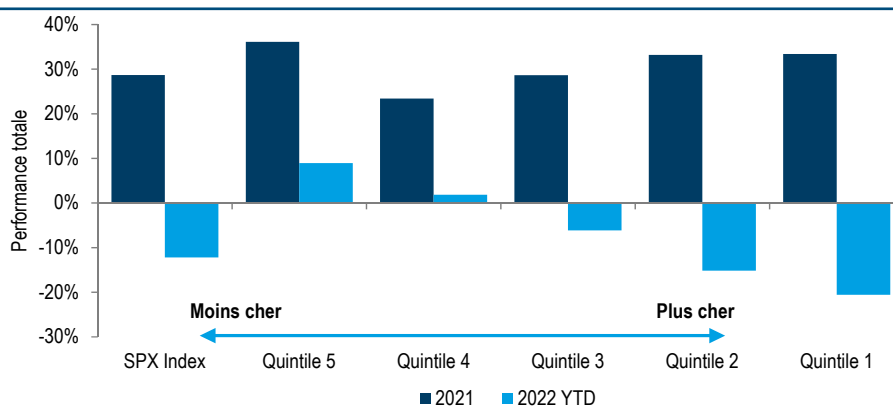
Dans ce contexte, où l'éventail des évolutions économiques possibles est large et où la dispersion des valorisations est importante, nous pensons que les titres value, moins

cycliques, de qualité élevée et défensifs constituent de bonnes options. Nous suivons donc une stratégie de type *barbell*. D'une part, **nous privilégions les entreprises défensives dans les secteurs de la santé et de la consommation non cyclique** (renforcement de notre biais). **D'autre part, nous explorons de manière sélective les valeurs cycliques de qualité dans les secteurs des matériaux et de l'industrie.** Ce faisant, nous gardons à l'esprit les obstacles économiques et restons concentrés sur les modèles économiques non perturbés. Nous restons également prudents sur les secteurs des technologies de l'information et des services aux collectivités.

Actions américaines

Malgré la faiblesse récente des statistiques de croissance économique, notre scénario central ne prévoit pas de récession, car les marchés du travail et la situation financière des ménages restent solides. Pourtant, vu le contexte de hausse des taux, les pressions sur les multiples de valorisation persisteront. Nous conservons donc **notre biais pour la qualité et les titres value non cycliques et restons prudents sur les facteurs momentum et croissance.** Nous restons prudents vis-à-vis des mégacapitalisations et sommes très attentifs dans notre sélection avec un biais pour les entreprises présentant une efficacité opérationnelle élevée, qui restituent des liquidités aux actionnaires via des rachats et des dividendes et qui peuvent préserver la croissance de leurs bénéfices. Nous recherchons les opportunités dans les secteurs de l'énergie et des matériaux et apprécions également les banques qui enregistrent une rentabilité élevée de leurs fonds propres ainsi que certaines

Réévaluation, dictée par les valorisations, des actions US : performances du S&P 500 par quintile de PER



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 25 mai 2022.

ACTIONS

valeurs de consommation. Nous pensons que la réouverture devrait stimuler les dépenses de consommation, mais surveillons la disponibilité de la main-d'œuvre et l'augmentation des coûts supportés par les entreprises et comment ceux-ci pourraient affecter leurs marges et leur production. On notera qu'après la récente correction, certaines valeurs technologiques sont devenues attractives, mais nous conservons une approche *bottom-up* et évaluons chaque valeur en fonction de la qualité de ses bénéficiaires. Nous sous-pondérons en revanche les mégacapitalisations et évitons les valeurs de croissance non rentables et les titres en difficulté.

Actions émergentes

Malgré la forte incertitude qui règne sur les marchés, les valorisations des marchés émergents sont certainement devenues plus attractives, révélant un potentiel de performances intéressantes malgré d'importantes divergences. Nous sommes donc sélectifs et privilégions les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU) et les pays bénéficiant d'une consommation intérieure dynamique (Indonésie). Nous devenons plus prudents en Asie en raison de la cherté des valorisations et de la recrudescence des pressions inflationnistes.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

La zone euro ne sera viable qu'à la condition d'innover sur les règles budgétaires et monétaires

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Et les objectifs dévolus à la politique économique sont de plus en plus ambitieux, que ce soit sur le plan budgétaire ou sur le plan monétaire. La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et la BCE. Les « vieilles règles », que ce soit la règle de Taylor pour la BCE ou les règles du pacte de stabilité et de croissance sont incomplètes voire obsolètes. Mais l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Seules de « nouvelles règles », qu'il reste à inventer, permettront à la politique monétaire et à la politique budgétaire de relever les nouveaux défis. En priorité, il revient aux États de définir, de façon concertée, les grandes orientations stratégiques.

Au fil des crises, les questions structurelles et de gouvernance tendent à occuper une place de plus en plus importante. Au premier rang des préoccupations en zone euro, on trouve l'épineuse question budgétaire, qui demeure le talon d'Achille de la construction européenne. La zone euro est une union monétaire incomplète : la combinaison d'une politique monétaire unique et de politiques budgétaires indépendantes, et trop souvent non coordonnées, est notoirement sous-optimale. Et c'est naturellement dans les périodes de crise que l'on constate à quel point le cadre institutionnel est inefficace.

Parallèlement les objectifs dévolus à l'action publique sont de plus en plus ambitieux. On attend des gouvernements qu'ils financent la transition énergétique, qu'ils assurent des investissements dans les infrastructures, l'éducation et la santé et qu'ils jouent un rôle stabilisateur dans les récessions. Et l'on attend des banques centrales qu'elles assurent la stabilité des prix et la stabilité financière mais aussi qu'elles limitent la fragmentation financière, tout en contribuant à financer la transition énergétique.

C'est la quadrature du cercle : trop d'objectifs pour un nombre limités d'instruments, avec en face des contraintes de plus en plus dures (assurer la stabilité des prix et la soutenabilité des dettes). La situation est devenue inextricable pour les gouvernements et les banques centrales. La combinaison de chocs d'offre exogènes et de « chocs d'incertitude » pèse sur les perspectives économiques de la zone euro, qui pour la première fois de son histoire doit face à des pressions stagflationnistes.

Sur le plan monétaire, un large consensus s'était dégagé au cours des dernières décennies autour du suivi de règles prédéterminées. La règle de Taylor s'était progressivement imposée. Mais cette dernière

semble inadaptée ou incomplète. Rien ne sert de relever (agressivement) les taux d'intérêt pour juguler les pressions sur les prix résultant d'un choc d'offre, sauf à considérer que les effets de diffusion sur les salaires et le niveau général des prix sont inévitables.

Sur le plan budgétaire, les règles du pacte de stabilité et de croissance sont obsolètes. Les seuils numériques identiques pour chaque pays en matière de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB) n'ont pas de vrai fondement. Ces règles se sont révélées procycliques par le passé. Et les sanctions n'ont pas fonctionné.

Toutefois, l'erreur serait de conclure qu'une action purement discrétionnaire conduit à de meilleures décisions publiques. Car l'absence de règles peut conduire à un accroissement de la volatilité financière et macroéconomique. Il demeure essentiel d'ancrer les anticipations des marchés. Oui, mais comment ? La normalisation monétaire ne peut se faire que si une approche coordonnée est adoptée sur le plan budgétaire (pour absorber les chocs). La déconnexion stricte entre les règles de politique budgétaire et la règle monétaire est inopérante. On a connu, par « chance », une période de coordination implicite lors de la crise du Covid. En effet avec la désinflation induite, la BCE a pu assouplir sa politique monétaire, ce qui a diminué le coût des emprunts, et permis à la politique budgétaire d'absorber le choc. Il est urgent désormais de réfléchir aux modalités d'une coordination plus explicite.

À défaut de pouvoir proposer ici une solution clés en main, certaines pistes méritent d'être considérées. L'indépendance de la BCE ne peut naturellement pas être remise en cause. Mais rien ne lui interdit d'interpréter différemment son mandat. D'une part, elle pourrait tenir compte plus explicitement de l'origine du choc inflationniste (offre ou demande) dans une

La BCE devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

règle de Taylor « augmentée ». D'autre part, et surtout, elle devrait accepter de séparer sa politique d'achats de titres de sa politique de taux directeurs.

Mais pour ce faire, il faut revoir en amont l'interprétation du pacte de stabilité et de croissance. Les pays de l'UE peuvent s'accorder en premier lieu sur quelques objectifs-clé (existentiels) et sur le fait qu'il y a plus à perdre collectivement à ne pas les atteindre qu'à accroître la dette à l'échelle de l'Europe. Et pour garantir la soutenabilité des dettes nationales, l'examen du solde primaire, des charges de la dette, du niveau initial de la dette et du ratio des dépenses publiques au PIB devraient jouer un rôle

dans l'analyse des efforts requis. Cela signifie que des règles spécifiques à chaque pays seraient en définitive plus appropriées (et plus contraignantes) qu'une règle unique basée sur le déficit. Il faudrait en outre établir à l'échelle nationale des plans de dépense pluriannuels qui engagent les gouvernements à faire croître les dépenses de fonctionnement à un rythme inférieur à la croissance du PIB en volume, tout en protégeant les dépenses d'investissement. L'accent doit être mis sur des agrégats que les gouvernements contrôlent et qui sont mesurés sans ambiguïté. Seule une approche pragmatique, coordonnée et novatrice des gouvernements et de la BCE leur permettra de relever les défis.

Achévé de rédiger le 20 mai 2022

LE THÈME DU MOIS

Une saison de résultats en trompe-l'oeil

Les très bons résultats du premier trimestre cachent quelques faiblesses. Hors énergie, ils restent positifs mais nettement moins flatteurs et les entreprises s'interrogent sur l'avenir. On s'attend désormais à des révisions à la baisse, ce qui n'exclut pas des rebonds de contre-tendance. Le comportement des marchés pourrait être chaotique. La prudence s'impose.



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie sur
les Marchés Développés



Joao TONIATO,
Stratégiste Recherche Actions

L'énergie a contribué pour environ 50 % à la croissance des bénéfices au premier trimestre

La saison de publication des résultats a été positive des deux côtés de l'Atlantique. Au 20 mai, la croissance des bénéfices ressort à 11,1 % en glissement annuel aux États-Unis, contre 6,4 % attendus début avril. Le rebond a été encore plus spectaculaire en Europe, où

l'économie a mis plus de temps à se redresser : 41,5 % en glissement annuel contre 20,8 % attendus début avril. Toutefois, ces très bons résultats, s'ils sont meilleurs que prévu, sont loin de refléter ce qui pourrait arriver dans les deux prochaines années.

Tout d'abord, quelques remarques au sujet de ces résultats

Du côté positif, il faut bien sûr se féliciter que ces chiffres soient meilleurs que prévu dans pratiquement tous les secteurs (à l'exception de la consommation discrétionnaire aux États-Unis et de la consommation non cyclique en Europe). De plus, si les marges diminuent aux États-Unis pour la première fois depuis la récession de 2020 (croissance au 20 mai de 13,8 % des chiffres d'affaires au premier trimestre, soit plus que les bénéfices), elles continuent d'augmenter en Europe (croissance de 22,9 % des chiffres d'affaires, soit moins que les bénéfices).

Du côté négatif, ces chiffres sont rétrospectifs, par nature et à y regarder de plus près, il y a peu de raisons d'être confiant quant aux bénéfices à venir. La moitié environ de la hausse s'explique par la contribution exceptionnelle du secteur

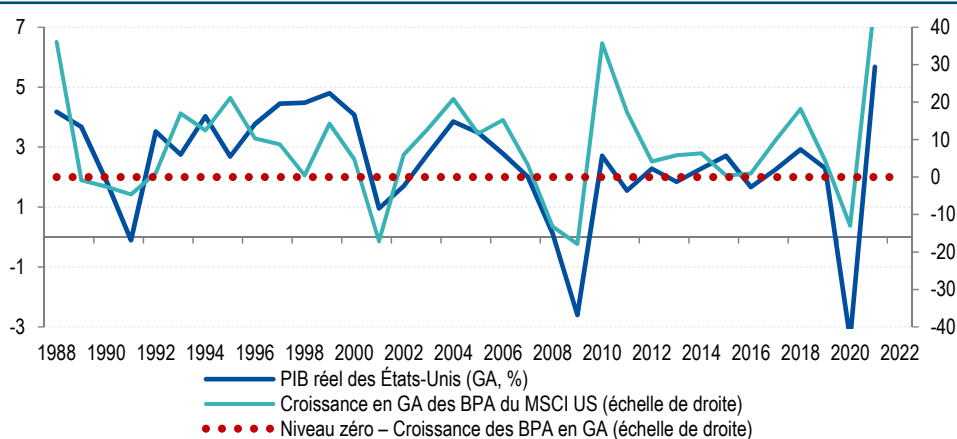
de l'énergie, qui masque une réalité moins flatteuse. Les bénéfices hors énergie ne progressent que de 4,9 % aux États-Unis et de 22,4 % en Europe, malgré la faible pondération de ce secteur dans les indices boursiers (seulement 3 % du MSCI USA et 6 % du MSCI Europe). Par ailleurs, les résultats du premier trimestre n'intègrent que très peu l'impact du conflit en Ukraine, qui a débuté le 24 février, ce qui implique que les prochains trimestres seront plus compliqués. Enfin, au-delà de ces chiffres qui reflètent le passé, les entreprises se sont montrées de plus en plus prudentes dans leurs prévisions pour le reste de l'année et pour 2023, en raison du conflit en Ukraine, du ralentissement en Chine et du resserrement des politiques monétaires.

À quoi faut-il s'attendre désormais ?

Selon IBES, les analystes financiers ont revu leurs prévisions à la hausse à 9,3 % et 10,1 % aux États-Unis pour 2022 et 2023 et à 13,1 % et 3,7 % respectivement en Europe. Ces prévisions nous semblent toutefois excessives. Les révisions des analystes pour l'année complète sont principalement motivées par ce premier trimestre exceptionnel, notamment

pour les secteurs liés aux matières premières. Une croissance entre 5 % et 9 % en 2022 aux États-Unis nous paraît plus probable, ce qui est légèrement inférieur au consensus, mais reste de bonne facture. En Europe, en revanche, elle devrait se situer entre -5 % et +5 %, avec donc un risque plus significatif de révision.

1/ Croissance du PIB et des BPA aux États-Unis



Source : Refinitiv, WEO, Amundi Institute, données à mai 2022

LE THÈME DU MOIS

Révision à la baisse des profits et rebond de contre tendance des marchés ne sont pas incompatibles

Il existe en effet une relation historiquement forte entre la croissance économique réelle et la croissance des bénéfices. Ceci se vérifie depuis la fin des années 1980, une période suffisamment longue pour englober différents régimes d'inflation. Aux États-Unis, par exemple, il faut une croissance du PIB réel d'au moins 2 % pour générer une croissance positive des bénéfices. Or, nos économistes tablent sur une croissance de 2,6 % en moyenne sur l'année. Une croissance modérément positive des bénéfices serait donc possible. En Europe, il faudrait que la croissance réelle de l'économie mondiale atteigne 3,0 %, ce qui correspond précisément aux prévisions de nos économistes. La croissance des bénéfices pour l'année devrait y être proche de zéro et pourrait même basculer dans le rouge.

Pour 2023, les prévisions du PIB s'établissent en moyenne à 1,9 % pour l'année aux États-Unis et à 3,4 % dans le monde, avec un biais baissier, ce qui est très proche des niveaux d'équilibre pour les bénéfices et ces chiffres seront probablement plus faibles en 2023 qu'en 2022. Il est donc probable que la dynamique des révisions des bénéfices s'oriente désormais à la baisse. Par ailleurs, malgré la révision à la hausse par les analystes des perspectives de bénéfices, les marchés d'actions sont en baisse depuis le début de l'année. Les PER se sont donc contractés en dessous de leur moyenne historique en Europe et se sont rapprochés de leur moyenne aux États-Unis. À ce stade du cycle, c'est-à-dire dans une phase de ralentissement économique, il est habituel que la baisse des PER précède une révision à la baisse des bénéfices.

Quels impacts sur nos principaux axes d'investissement en actions ?

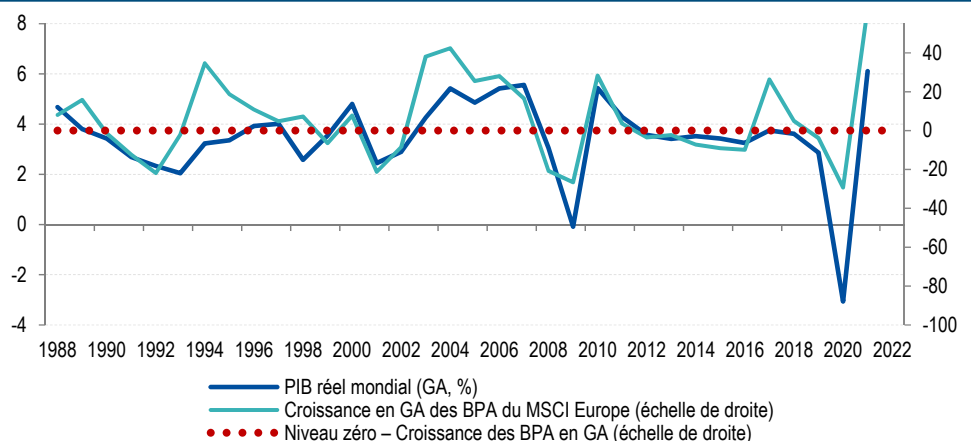
Sur le plan directionnel, les prochains mois pourraient réserver des surprises et être marqués par une forte volatilité. Si, par exemple, le pic d'inflation conduisait la Fed à adoucir le ton, permettant au marché de considérer pour un temps qu'une récession est évitable, cette révision à la baisse des bénéfices pourrait prendre forme au moment où, paradoxalement, les marchés d'actions entament un rallye de contre-tendance. Alors que les marchés sont survendus, cette hypothèse semble crédible. Il est toutefois préférable de rester prudent, car la tendance à long terme reste probablement baissière.

en faveur de la zone euro. Son PER par rapport à celui du MSCI World est tombé aux niveaux atteints lors de la crise de Covid en 2020, de la crise financière de 2008 et même de la crise du SME en 1992. Tout progrès vers une résolution du conflit en Ukraine est donc susceptible de déclencher un rebond significatif des actions de la zone euro. Toutefois, le risque géopolitique devrait subsister et, tant qu'il ne sera pas remis en cause, le ralentissement mondial actuel n'est pas propice à un retour durable des investisseurs dans cette région. À l'inverse, dans le cas des États-Unis, la réévaluation de la croissance constitue un obstacle, mais la meilleure résilience des bénéfices offre un soutien relatif.

Au niveau régional, une certaine préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro se justifie compte tenu de la plus grande résilience de la croissance des bénéfices évoquée plus haut. Cependant les choix régionaux ne devront tout de même pas être trop marqués. En effet, l'écart de valorisation est clairement

Au niveau des styles, notre approche est plutôt diversifiée. Notre préférence se porte sur : 1) Le style value, compte tenu de la hausse des taux réels. Nous commençons tout de même à nous interroger sur la pérennité du lien entre le ratio value/growth au niveau mondial avec

2/ Croissance du PIB mondial et des BPA en Europe



Source : Refinitiv, WEO, Amundi Institute, données à mai 2022

LE THÈME DU MOIS

Rechercher avant
tout la sécurité des
rendements et la
préservation du
capital

les TIPS américains à 10 ans (emprunts d'État indexés sur l'inflation) qui a été si fort depuis que les TIPS sont passés en territoire négatif en 2020, alors qu'ils repassent à présent en territoire positif. L'opportunité value ne consiste peut-être plus à rechercher les actions les moins chères de l'indice, mais à trouver des titres de grande qualité qui s'échangent désormais avec une décote importante par rapport à leur propre valorisation historique et/ou par rapport à l'indice dans son ensemble. 2) **La qualité, étant donné la maturité du cycle.** Ce facteur, le cas échéant, réagira très bien à tout élargissement des *spreads High Yield*. 3) **Les dividendes élevés, car les dividendes évoluent généralement au rythme de l'inflation tout en représentant une part importante du rendement lorsque les performances des actions sont sous pression.** La faible volatilité de ce facteur dans un monde caractérisé par une volatilité croissante est un autre argument. 4) **Le facteur *Minimum volatility*, qui est précisément plus défensif** et qui surperforme lorsque la préservation du capital devient essentielle.

Au niveau sectoriel, la prudence et la flexibilité sont également de mise

À ce stade, la nature défensive des secteurs est une caractéristique clé sur laquelle il faut se concentrer, mais nous nous intéresserons surtout au caractère défensif de critères comme la rentabilité, le pouvoir de fixation des prix et la durabilité des marges/bénéfices. Cela revient souvent à considérer les secteurs défensifs, mais dans certains cas, les secteurs cycliques peuvent également offrir ces caractéristiques, ce qui plaide en faveur d'une certaine granularité dans les choix d'investissement et d'un sens de l'opportunité.

Les secteurs liés aux matières premières, en particulier l'énergie, disposent encore d'un potentiel de hausse, car leur surperformance repose sur des révisions effectives et significatives des bénéfices. Toutefois, si l'on admet qu'au cours de la prochaine phase du cycle les prix des matières premières sont appelés à corriger, ne serait-ce que partiellement, il serait de plus en plus indiqué de commencer à prendre quelques bénéfices et à réduire la surpondération. Le secteur minier devrait déjà avoir été réduit, compte tenu de sa forte exposition et dépendance au marché chinois dont l'activité est sensiblement impactée par les confinements, ce qui représente un obstacle significatif pour le secteur. Par ailleurs, nous estimons qu'il est judicieux de transférer les liquidités précédemment allouées au secteur minier vers d'autres domaines du secteur des matériaux, à savoir la chimie et, dans une moindre mesure, la construction. La nature plus défensive du secteur de la chimie paraît attractive en ce moment. Le secteur de la construction, quant à lui, offre des opportunités, notamment sur les actions exposées aux mesures

Ce qu'il faut éviter : 1) Les petites capitalisations, en raison de leur caractère cyclique qui en font des actifs très intéressants en début de cycle, mais qui les rendent moins attractifs lorsque le cycle se retourne. La hausse des *spreads High Yield* leur serait particulièrement défavorable. 2) **Le facteur momentum, car le stade actuel du cycle est plus propice à la vente des rebonds** qu'à l'achat des points bas (« *buy the dip* »), comme c'était le cas durant la phase précédente, plus fondamentale, lorsque la croissance économique et les bénéfices des entreprises s'accéléraient. 3) **La croissance pure, c'est-à-dire les titres de style *growth*, mais où la qualité n'est pas au rendez-vous.** Ces actions ont déjà fortement chuté, mais au-delà d'éventuels rebonds à court terme, qui pourraient s'avérer violents, il faudra du temps, comme lors de l'éclatement de la bulle Internet, pour que les investisseurs retrouvent durablement confiance en elles.

de relance budgétaire et aux investissements publics, dont la rentabilité devrait être protégée durant le ralentissement.

La technologie reste un secteur délicat et nous ne reviendrions pas sur ce secteur à ce stade. Pour autant, dans ce secteur, le segment des logiciels présente des atouts, car il est plus défensif que les semi-conducteurs et que la technologie hardware ; ses bénéfices font généralement preuve de davantage de résilience dans les périodes de ralentissement.

Pour le reste, le cœur des portefeuilles doit se concentrer sur les secteurs dits défensifs. Même si la croissance des bénéfices de ces entreprises est restée en retrait de celle de la plupart des entreprises cycliques durant la saison de publication des résultats du premier trimestre, le ralentissement économique en cours devrait inverser ce rapport en leur faveur au cours des prochains trimestres. La santé a été le secteur défensif préféré de la plupart des acteurs du marché et a enregistré une hausse très importante. Il faut donc se montrer plus sélectif dans la recherche d'opportunités dans ce secteur. Les valorisations du secteur pharmaceutique présentent une très grande dispersion qui gagnerait à être exploitée. La consommation non cyclique, qui est un secteur très diversifié, se caractérise également par une forte dispersion des valorisations, en particulier dans le sous-secteur des soins à la personne et la résorption de ces écarts de valorisation pourrait offrir des opportunités.

Achévé de rédiger le 24 mai 2022

THÉMATIQUE

JPY : Structurellement faible, cycliquement avantage



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



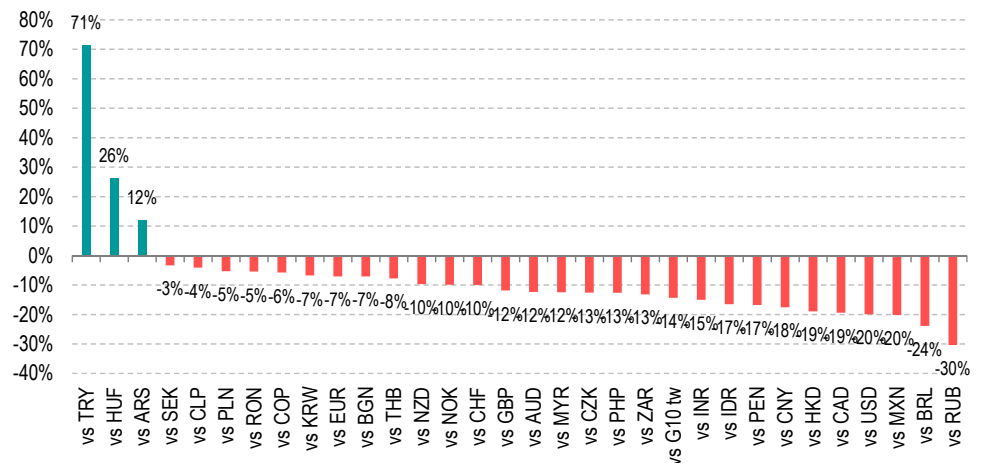
Claire HUANG,
Macrostratégiste Senior, Marchés
émergents

Les obstacles structurels auxquels le yen est confronté sont importants et créent un contexte de faiblesse fondamentale persistante pour la devise. Toutefois, un environnement récessif constitue un avantage cyclique (le pic de croissance et des taux placent le yen parmi les meilleurs diversificateurs) et les décideurs pourraient souhaiter éviter une dépréciation additionnelle de la devise.

Deux ans après la première épidémie de Covid-19 dans les marchés développés, le yen figure parmi les grands perdants au niveau mondial. Depuis décembre 2020, date de l'arrivée au pouvoir de la nouvelle administration américaine, la monnaie s'est affaiblie vis-à-vis de tous ses principaux partenaires commerciaux, à quelques exceptions près (TRY, HUF et ARS).

Cette évolution, particulièrement marquée face au dollar américain, au rouble, au réal brésilien et au peso mexicain (vis-à-vis desquels le yen a perdu jusqu'à -20 % et -30 %), a été forte et généralisée, cette dynamique s'expliquant par des facteurs à la fois cycliques et fondamentaux.

1/ Dépréciation du yen par rapport à presque tous ses partenaires commerciaux



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 18 mai 2022

Un facteur structurel d'affaiblissement en jeu. En effet, là où la plupart de ses partenaires commerciaux ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, le Japon est resté à la traîne avec un écart de production important qui ne devrait pas se résorber avant 2024

À ce stade, compte tenu de la hausse considérable des cours des matières premières au niveau mondial, les responsables japonais ont commencé à se demander si les retombées positives d'une monnaie plus faible sont bien réelles ou, au contraire, si le moment d'intervenir sur le marché des changes était arrivé¹.

L'objectif de cette note est d'évaluer si les conditions qui sous-tendent un affaiblissement du yen sont toujours d'actualité.

Le yen est confronté à de puissants obstacles fondamentaux...

Le Covid (et les interventions des BC et des gouvernements depuis) a créé d'énormes distorsions au niveau mondial. Pourtant, le Japon est l'un des marchés développés où les fondamentaux se sont le plus affaiblis, créant un facteur structurel d'affaiblissement de la monnaie du pays.

Nous examinerons en détail les fondamentaux du yen (faibles et loin des niveaux d'avant la pandémie) en nous appuyant sur nos propres prévisions pour le cycle économique mondial (et son impact sur la monnaie), nous évaluerons l'effet réel d'un yen plus faible sur l'économie nationale et, enfin, nous expliquerons pourquoi la concurrence intra-asiatique pourrait empêcher toute nouvelle dépréciation à l'avenir.

En effet, là où la plupart de ses partenaires commerciaux ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, le Japon est resté à la traîne avec un écart de production important qui ne devrait pas se résorber avant 2024. Sa reprise post-pandémie n'a pas connu le même élan qu'aux États-Unis ou dans la zone euro.

¹ « Une variation rapide des taux de change n'est souhaitable pour personne », a déclaré Fumio Kishida dans une interview accordée à Nikkei au bureau du Premier ministre à Tokyo. « La vie des personnes et l'activité des entreprises sont impactées par la hausse des prix des matières premières et la faiblesse du yen. »

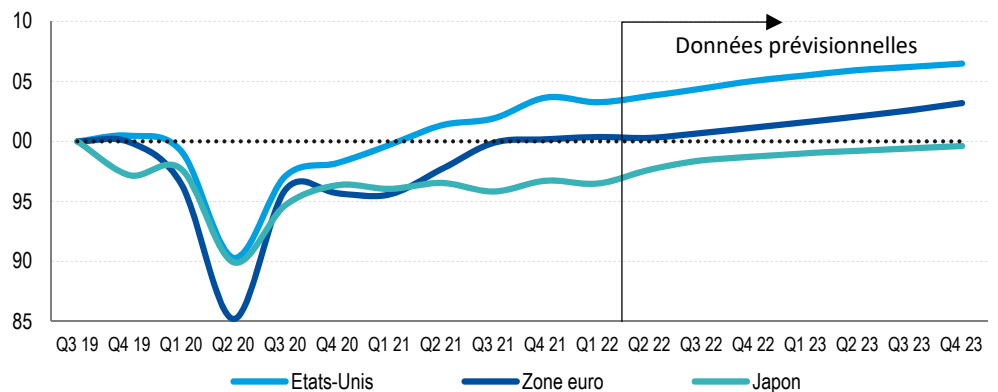
THÉMATIQUE

Or, outre la question de l'insuffisance chronique de la demande, l'économie japonaise avait déjà été impactée avant le Covid par la hausse de l'impôt sur la consommation en octobre 2019 et, jusqu'à récemment, l'inflation des prix à la consommation est restée faible.

Dans ce contexte, la BoJ répète régulièrement qu'une hausse de l'inflation induite par

les coûts n'est pas soutenable. La Banque a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante et a défendu sa fourchette cible de contrôle de la courbe des taux en s'engageant à acheter un montant illimité de JGB, faisant de ces derniers la solution la plus attractive pour le financement des stratégies de portage².

2/Écart de croissance économique entre le Japon et les autres pays



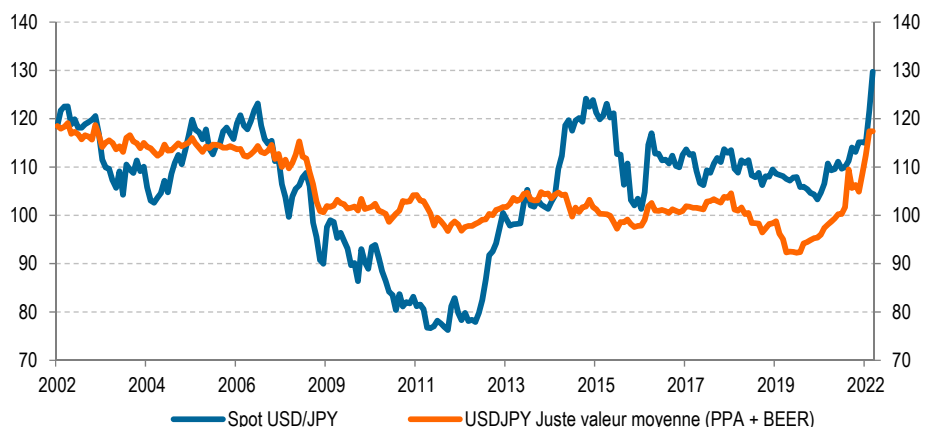
Source : CEIC, Amundi Institute. Données à Mai 2022.

Par ailleurs, en tant qu'importateur de matières premières, le Japon est particulièrement sensible aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et à la hausse des prix des matières premières. Or, la dégradation des termes de l'échange est sans précédent. Entre le début de 2021 et avril 2022, les prix à l'import du Japon ont augmenté de 63 %, soit une hausse bien plus forte que celle des prix à l'export (25 %).

Malgré une inflation relativement faible par rapport à celle des autres pays, ce qui a rendu la monnaie plus attractive en termes de parité de pouvoir d'achat, la valorisation de l'USD/JPY s'est effondrée au cours des deux dernières années. D'après nos calculs³, la juste valeur de l'USD/JPY a évolué en cohérence avec le prix spot, fournissant ainsi un socle fondamental pour une devise plus faible. Vu sous cet angle, il sera difficile de revenir rapidement aux niveaux antérieurs.

En tant qu'importateur de matières premières, le Japon est particulièrement sensible aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et à la hausse des prix des matières premières

3/USD/JPY vs Juste valeur moyenne : les fondamentaux restent faibles



Source : Bloomberg, Eikon. Sur la base de calculs d'Amundi Institute. Données au 29 avril 2022.

² Les stratégies de portage achètent les obligations présentant le taux d'intérêt le plus élevé d'un pays donné, en finançant la position (c'est-à-dire en finançant la stratégie) par la vente à découvert des obligations au taux d'intérêt le plus bas (à savoir les obligations japonaises des deux dernières années). Sur ce point, nous n'anticipons pas de changement structurel dans les prochains mois.

³ Parmi les modèles de juste valeur que nous utilisons figurent la parité de pouvoir d'achat (PPA) et 3 modèles BEER (taux de change d'équilibre comportemental) qui s'appuient sur le différentiel de croissance et de productivité, le différentiel de taux, les termes de l'échange et les dépenses budgétaires. Mais en termes de PPA (l'USD/JPY étant moins cher qu'avant la pandémie), la juste valorisation du yen s'est considérablement affaiblie au cours des deux dernières années.

THÉMATIQUE

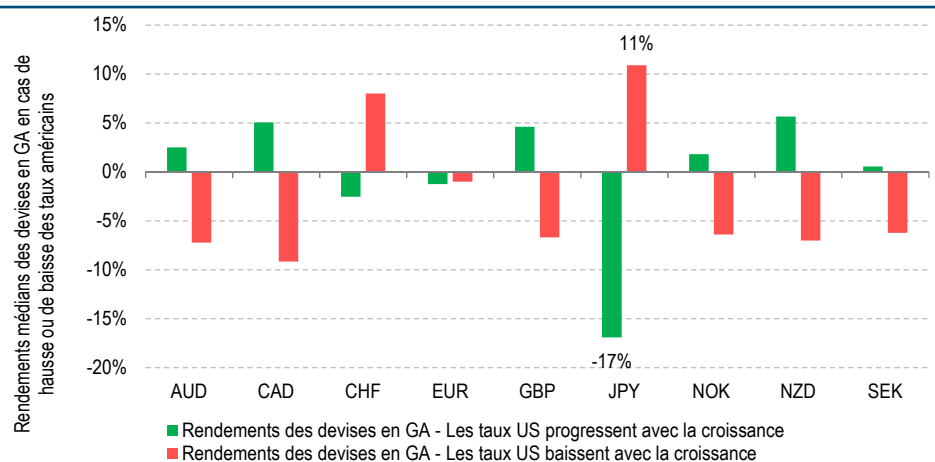
Si le cycle économique mondial entrainé dans une phase de récession, le yen figurerait parmi les diversificateurs les plus efficaces

... mais un environnement récessif constitue un avantage cyclique

L'évolution des taux de change du yen n'a pas toujours été fonction des fondamentaux. Dans le contexte d'une reprise mondiale et de rendements mondiaux nettement supérieurs à ceux du Japon, la faiblesse du yen s'est simplement exacerbée, conformément aux tendances passées. Il va sans dire que la reprise est entrée dans sa phase de maturité et que les probabilités de stagflation ont considérablement augmenté au cours des derniers mois. Si le cycle économique mondial entrainé dans une phase de récession, les taux

à long terme réagiraient et déconnecteraient des décisions de politique monétaire à court terme. Dès lors (et jusqu'au point haut du cycle de durcissement de la Fed⁴), le yen figurerait parmi les diversificateurs les plus efficaces et regagnerait une partie de ses pertes récentes. Nous présentons ci-dessous les simulations des rendements annuels des devises du G10 lorsque les taux américains (notre indicateur de référence mondial) augmentent ou diminuent en fonction de la croissance.

4/ Tendances annuelles des devises du G10 dans différents régimes de taux américains



Source : Bloomberg, sur la base de calculs d'Amundi Institute. Données au 29 avril 2022.

La courbe en « J », qui associe la dynamique du taux de change et la balance des paiements, a disparu au Japon depuis l'ère Shinzō Abe

Les décideurs souhaitent éviter la dépréciation de la devise

Une devise faible est généralement un facteur de soutien de la demande extérieure (les produits exportés sont moins chers pour les étrangers), mais les données concrètes montrent que le Japon ne bénéficie plus d'un tel soutien. La courbe en « J », qui associe la dynamique du taux de change et la balance des paiements, a disparu depuis l'ère Shinzō Abe. Ceci s'explique par le fait que le Japon produit désormais des produits à haute valeur ajoutée (dont les prix ne permettent pas de gagner des parts de marché) tandis que les produits bon marché sont laissés aux autres pays asiatiques. Les avantages pour l'activité réelle d'une monnaie plus faible reposent uniquement sur l'effet revenu, mais dès lors que les coûts de production augmentent au niveau mondial, l'effet net sur la croissance est pour le moins discutable.

Quoi qu'il en soit, le gouvernement japonais doit maintenir un équilibre délicat entre ses intérêts géopolitiques et les avantages économiques d'un affaiblissement du yen (s'il y en a). Il faut donc distinguer entre les facteurs mécaniques et les facteurs

concurrentiels. Certaines devises (comme le CNY et le SGD) incluent le yen dans leurs mécanismes d'ancrage de sorte qu'elles doivent laisser leurs monnaies s'affaiblir face au dollar américain à mesure que le yen s'affaiblit. En revanche, la Corée, Taïwan et d'autres pays trouveraient un intérêt concurrentiel à baisser leurs taux de change, empêchant ainsi le Japon de capter toute la demande extérieure de produits équivalents.

En conclusion, alors qu'en 2021, les forces structurelles et cycliques ont favorisé une baisse du yen, nous anticipons un changement de régime à partir de 2022. Les fondamentaux continuent de justifier une monnaie faible et rien ne pousse la BoJ à modifier son attitude accommodante dans l'immédiat. Pourtant, les facteurs cycliques et les défis concurrentiels suggèrent que l'essentiel du mouvement devrait être derrière nous. Nous tablons sur une légère baisse par rapport aux niveaux actuels et sur la récupération d'une partie des pertes récentes au cours des 12 prochains mois.

Achévé de rédiger le 27 mai 2022

⁴ Un virage accommodant de la FED est la condition nécessaire pour opter pour un positionnement vendeur sur le dollar. Le yen ne serait pas le seul à bénéficier de ce mouvement.

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 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

- 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.

[B2]

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

- 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.

[B3]

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

- 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.

[B4]

Des émeutes ou un putsch mettent fin au régime de Poutine

- 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.

[C1]

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

- 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 %.

[C2]

Conflit de haute intensité

- 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.

Impact économique

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

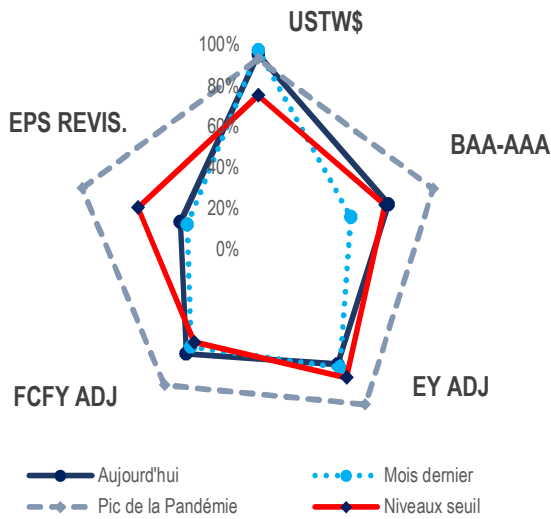
- La correction récente des actifs risqués a réinitialisé la plupart des indicateurs contraires, la plupart étant désormais orientés à la hausse. Pourtant, les indicateurs contraires ont besoin de déclencheurs et la faible visibilité du contexte actuel incite toujours à privilégier une approche prudente.
- 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

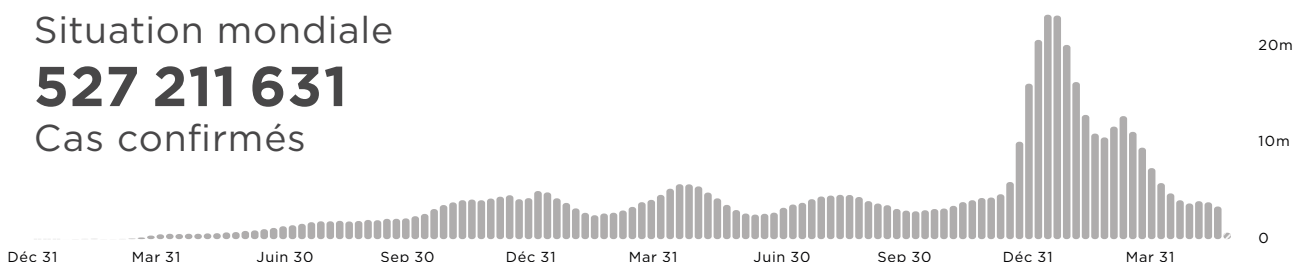
Pierre BLANCHET, *Responsible Investment Intelligence*

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.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 30/05/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6
Pays développés	5,2	2,6	1,8	3,2	6,4	2,9
États-Unis	5,8	2,6	1,9	4,7	7,3	3,3
Japon	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Royaume-Uni	7,4	3,4	0,7	2,6	8,8	5,2
Zone euro	5,4	2,3	1,7	2,6	7,0	3,2
Allemagne	2,9	1,8	1,9	3,2	7,3	3,3
France	7,0	2,8	1,6	2,1	5,3	3,5
Italie	6,6	2,5	1,5	2,0	6,7	2,9
Espagne	5,1	3,9	1,8	3,1	7,7	2,9

Source: Amundi Institute

- États-Unis** : après la contraction du premier trimestre (résultat d'une réduction excessive des exportations à venir et du contrecoup de l'augmentation des stocks au quatrième trimestre et non pas de la faiblesse de la demande), nous anticipons une reprise de la croissance séquentielle à partir du deuxième trimestre avec une stabilisation à un rythme de croissance modéré qui devrait atteindre 1,6 % en glissement annuel au T4 2022 et 1,5 % en glissement annuel au T4 2023. La demande intérieure ralentira considérablement en raison du resserrement des conditions financières, ce qui ramènera la croissance en dessous de son potentiel plus tôt que prévu. Les pressions inflationnistes resteront élevées, au-dessus de 6 % jusqu'à la fin de l'année, en raison à la fois des composantes volatiles de l'indice global (énergie et alimentation) et des facteurs sous-jacents plus persistants.
- Zone euro** : la zone euro s'apprête à vivre une année de croissance stagnante dans un contexte d'inflation élevée et persistante. Nous tablons sur des gains séquentiels très limités pendant une grande partie de l'année. L'inflation élevée et le manque de confiance pèseront sur la consommation et les incertitudes sur les investissements. La demande intérieure sera faible et la demande extérieure ne fera guère mieux, réduisant la contribution des exportations. Nous continuons de penser que l'inflation, qui s'est progressivement généralisée, restera nettement supérieure à l'objectif de la BCE, car les pressions sur l'indice sous-jacent resteront élevées.
- Royaume-Uni** : avec pour toile de fond une inflation élevée et persistante, nous nous attendons à ce que l'économie s'essouffle rapidement, le revenu réel disponible des ménages étant rogné par la hausse des prix et des impôts. Malgré un risque important de récession technique, nous pensons, pour l'heure, que l'économie parviendra à éviter deux trimestres consécutifs de croissance négative. Nous estimons qu'en termes séquentiels, le PIB conservera un équilibre délicat entre contraction et légère expansion. La dynamique de l'inflation est toujours élevée, car les pressions sur les prix à la production continuent d'augmenter et les enquêtes annoncent le maintien de pressions inflationnistes élevées pendant une période prolongée.
- Japon** : contrairement aux autres pays développés, le Japon connaît une reprise post-pandémie qui reste lente. Le PIB s'est à nouveau contracté au premier trimestre, la production économique globale restant au même niveau qu'au quatrième trimestre 2020. Les investissements des entreprises ont été particulièrement préoccupants, tandis que la récente chute du sentiment ne présage pas d'un rebond, compte tenu des nouvelles contraintes de l'offre et de la dégradation progressive des termes de l'échange. L'inflation, pour sa part, est de plus en plus persistante, les anticipations atteignant des niveaux records. L'inflation sous-jacente continuera d'augmenter tout au long de l'année, mais restera largement inférieure à l'objectif de 2 % fixé par la BoJ.

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

	31-05 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,88	2,4/2,6	2,63	2,7/3	3,09
Zone euro	-0,5	0,25	0,48	0,5	1,26
Japon	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,03
RU	1,00	1,25	1,78	1,50	2,30

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
BCE Conseil des gouverneurs	9 juin
Réserve fédérale FOMC	15 juin
Banque d'Angleterre MPC	16 juin
Banque du Japon MPM	17 juin

Source : Amundi Institute

- Fed** : au cours de la dernière réunion du FOMC, la Fed a relevé ses taux de 50 points de base et a annoncé le début de la réduction de son bilan à partir de juin à un rythme cohérent avec les anticipations du marché. La réunion a confirmé le maintien de la politique restrictive et de la priorité accordée à la lutte contre l'inflation. Les hausses supplémentaires devraient rester aux alentours de 50 points de base lors des deux prochaines réunions, avant un possible ralentissement à 25 points de base pour le reste de l'année. Cette trajectoire reste en phase avec notre scénario central pour les Fed funds qui envisage un niveau d'environ 2,5 % d'ici la fin de l'année et proche de 3/3,25 % dans un an.
- BCE** : Christine Lagarde a confirmé que les achats de QE étaient susceptibles de prendre fin très tôt au troisième trimestre, ce qui, conformément aux orientations prospectives, permettrait d'initialiser un cycle haussier des taux d'intérêt en juillet. Elle a également indiqué que « sur la base des perspectives actuelles, nous sommes susceptibles d'être en mesure de sortir des taux négatifs d'ici la fin du troisième trimestre », ce qui signifie qu'une deuxième hausse pourrait intervenir dès septembre. La trajectoire de normalisation au cours des trimestres suivants devrait dépendre davantage des données, mais nous tablons d'ores et déjà sur une troisième hausse au quatrième trimestre et sur une quatrième au premier trimestre 2023. La BCE devrait également revoir ses projections de croissance à la baisse lors de la réunion de juin.
- BoJ** : la banque centrale du Japon a de bonnes raisons de rester accommodante. La reprise économique du Japon est restée à la traîne, avec un écart de production important qui ne devrait pas se résorber avant 2024. L'inflation des prix à la consommation, bien que renforcée, est restée maîtrisée. Dans ce contexte, la BoJ répète régulièrement qu'une hausse de l'inflation induite par les coûts n'est pas soutenable. La Banque a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante et a défendu sa fourchette cible de contrôle de la courbe des taux en s'engageant à acheter un montant illimité de JGB. De manière générale, la BoJ laissera au ministère des Finances la main sur le yen et continuera de privilégier l'économie nationale en restant accommodante.
- BoE** : la banque anglaise a relevé ses taux de 25 points de base lors de sa dernière réunion, mais n'a rien annoncé concernant un resserrement quantitatif actif, reportant sa décision au mois d'août. Les dernières prévisions font état d'un tableau sombre pour l'économie britannique, avec une inflation susceptible de dépasser les 10 % et un PIB qui se contractera en 2023 et qui pourrait stagner en 2024. Le communiqué de la banque centrale comportait également des éléments accommodants, deux membres s'interrogeant quant à la pertinence des indications de nouvelles hausses. Dans ce contexte, nous nous attendons toujours à ce que la BoE adopte une trajectoire de hausses plus modérée que ne l'anticipent les marchés.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 30/05/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6
Pays émergents	6,9	3,5	4,3	4,4	8,3	5,8
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brésil	4,6	1,4	1,3	8,3	10,6	6,0
Mexique	4,8	1,7	1,9	5,7	7,2	4,9
Russie	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,9	8,6
Inde	9,2	7,5	6,0	5,1	7,1	6,2
Indonésie	3,7	5,2	4,8	1,6	3,8	3,7
Afrique de Sud	5,5	1,5	1,8	4,6	6,2	5,0
Turquie	11,4	3,3	3,2	19,4	66,2	34,3

Source: Amundi Institute

- Chine :** les données économiques avancées, notamment les flux de camions et les débits logistiques se redressent progressivement depuis début avril, mais restent inférieures à celles de fin mars. La baisse, en glissement annuel, s'est légèrement ralentie et pourrait clôturer le deuxième trimestre avec un taux de croissance négatif. Malgré le renforcement des mesures d'assouplissement, nous considérons la politique du zéro Covid comme le principal catalyseur des perspectives de croissance de la Chine. Nous anticipons une contraction du PIB de 15,9 % en rythme trimestriel annualisé (-0,6 % en glissement annuel) au deuxième trimestre et une croissance de 3,5 % sur l'ensemble de l'année, ce qui est bien inférieur à l'objectif du gouvernement (5,5 %) fixé en mars de cette année.
- PECO4 :** l'inflation a poursuivi sa hausse en avril (entre 9,5 % en glissement annuel en Hongrie et 14,2 % en République tchèque). Dans ce contexte de pressions inflationnistes mondiales et nationales persistantes, les banques centrales ont revu leurs prévisions d'inflation à la hausse et ont de nouveau relevé leurs taux lors de leurs dernières réunions : 75 pb pour la CNB, la NBP et la NBR et 100 pb pour la NBH portant leurs taux respectifs à 5,45 %, 5,25 %, 3,75 % et 5,4 %. La CNB, dont le gouverneur a changé, devrait devenir plus accommodante et mettre prochainement un terme à son cycle de hausse. Les autres banques centrales devraient prolonger leur cycle de hausse : la NBH devrait poursuivre son durcissement et la NBR rester en retard par rapport à l'inflation.
- Asie du Sud :** les responsables politiques de plusieurs pays ont adopté en mai des mesures monétaires et non monétaires pour contrer la progression de l'inflation. Les banques centrales telles que la RBI (Inde), la BSP (Philippines) et la BNM (Malaisie) ont entamé leur cycle de durcissement monétaire, tandis que les gouvernements indonésien et indien ont interdit les exportations de denrées alimentaires (huile de palme et blé respectivement) afin de garantir leurs approvisionnements intérieurs et pour mieux contrôler les prix de ces matières premières agricoles. L'Indonésie a récemment levé l'interdiction, celle-ci n'ayant pas permis de maintenir les prix de l'huile de cuisson à un niveau peu élevé et ayant entraîné une accumulation de réserves.
- Brésil :** la vigueur de l'activité économique au premier semestre grâce à la robustesse des termes de l'échange et aux différentes mesures de relance (nous anticipons une croissance du PIB de 1,4 % en 2022) cédera probablement la place à un ralentissement au deuxième semestre, car l'inflation élevée, les taux et l'incertitude liée aux élections pèsent sur la croissance (à moins que ces facteurs ne soient compensés par de nouvelles mesures budgétaires). L'inflation pourrait avoir atteint son pic à 12,1 % en variation annuelle, mais les pressions inflationnistes généralisées ne se sont pas encore atténuées (l'indice de diffusion n'est pas encore revenu de ses niveaux élevés). La BCB a pris la liberté de relancer la phase de réglage de son cycle de resserrement, qui devrait se terminer en juin à 13,25 %.

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

	31-05 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,70	3,60	3,70	3,60	3,70
Inde	4,40	6,00	5,50	6,25	5,85
Brésil	12,75	13,25	13,4	11,25	11,90
Russie	11,00	8,00	9,10	7,00	8,15

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
RBI (Inde)	6 juin
CBR (Russie)	10 juin
BCB (Brésil)	15 juin
PBoC (Chine)	20 juin

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine)** : les données d'avril ayant révélé une détérioration généralisée de l'économie, la PBoC a réduit son taux de référence des prêts bancaires (LPR) de 15 points de base le 20 mai, cinq jours seulement après avoir abaissé de 20 points de base le taux plancher des prêts hypothécaires. Après ce geste fort visant à rétablir la confiance des ménages et à stimuler la demande de logements, une baisse supplémentaire de 10 points de base du LPR à un an n'est toujours pas totalement exclue. Cependant, de nouvelles baisses des taux semblent peu probables, car la liquidité interbancaire s'est déjà considérablement assouplie avec la chute des taux courts et la PBoC semble se concentrer davantage sur la question de la transmission.
- RBI (Inde)** : la banque centrale indienne a décidé en mai, lors d'une réunion intermédiaire, de relever ses taux directeurs de 40 points de base, les faisant passer de 4 % à 4,4 %, tout en maintenant une politique accommodante. Un démarrage proche du cycle de resserrement était globalement attendu, mais la décision prise en mai a surpris par son timing et a déclenché une réévaluation des prochaines étapes. Par ailleurs, l'inflation globale du mois d'avril, qui a atteint 7,8 % en glissement annuel, ainsi que le niveau obstinément élevé des prix sous-jacents et de l'indice des prix de gros, ont exacerbé la nécessité d'un resserrement des taux. Compte tenu de nos prévisions d'inflation d'environ 7 % pour 2022, la RBI devrait procéder à une hausse d'environ 150 à 200 points de base pour atteindre un taux réel neutre.
- BCB (Brésil)** : contrairement à la Fed, qui a un peu surpris les marchés par sa souplesse en abandonnant l'idée d'une hausse de 75 pb, le COPOM a pré-annoncé une nouvelle hausse de moindre ampleur pour le mois de juin (contre 100 pb en mai), après avoir laissé entendre que son cycle de hausse se terminerait à 12,75 %. La BCB a décidé d'un tour de vis supplémentaire, poursuivant la phase de réglage de son cycle de resserrement désormais mature, la banque centrale ne pouvant ignorer les risques inflationnistes croissants, l'incertitude accrue et la dépréciation encore visible de sa devise. Nous tablons sur un taux final de 13,25 % atteint en juin, mais une nouvelle hausse en août n'est pas à exclure.
- CBR (Russie)** : le 26 mai, lors d'une réunion non programmée, la CBR a réduit son taux directeur de 300 pb pour le ramener à 11 %. Cette baisse de taux se justifie par la vigueur du rouble et la légère décélération de la dynamique de l'inflation. Les anticipations d'inflation sont également en recul. La CBR estime que les risques immédiats pour la stabilité financière se sont estompés. La CBR a revu ses prévisions d'inflation à la baisse, entre 5 % et 7 % pour 2023 et à 4 % pour 2024. Nous anticipons de nouvelles réductions dans les mois à venir à mesure que l'inflation se stabilise et que l'activité économique reste faible. Nous tablons sur un taux directeur pouvant descendre jusqu'à 7 % à 12 mois. La prochaine réunion programmée se tiendra en juin.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES
Prévisions macroéconomiques

(30 mai 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	2,6	1,9	4,7	7,3	3,3
Japon	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Zone euro	5,4	2,3	1,7	2,6	7,0	3,2
Allemagne	2,9	1,8	1,9	3,2	7,3	3,3
France	7,0	2,8	1,6	2,1	5,3	3,5
Italie	6,6	2,5	1,5	2,0	6,7	2,9
Espagne	5,1	3,9	1,8	3,1	7,7	2,9
Royaume-Uni	7,4	3,4	0,7	2,6	8,8	5,2
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brésil	4,6	1,4	1,3	8,3	10,6	6,0
Mexique	4,8	1,7	1,9	5,7	7,2	4,9
Russie	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,9	8,6
Inde	9,2	7,5	6,0	5,1	7,1	6,2
Indonésie	3,7	5,2	4,8	1,6	3,8	3,7
Afrique du Sud	5,5	1,5	1,8	4,6	6,2	5,0
Turquie	11,4	3,3	3,2	19,4	66,2	34,3
Pays développés	5,2	2,6	1,8	3,2	6,4	2,9
Pays émergents	6,9	3,5	4,3	4,4	8,3	5,8
Monde	6,2	3,1	3,3	3,9	7,5	4,6

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	31/05 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	0,88	2,4/2,6	2,63	2,7/3	3,09
Zone euro	-0,5	0,25	0,48	0,5	1,26
Japon	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,03
Royaume-Uni	1,00	1,25	1,78	1,50	2,30

Pays émergents

	31/05 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,70	3,60	3,70	3,60	3,70
Inde	4,40	6,00	5,50	6,25	5,85
Brésil	12,75	13,25	13,4	11,25	11,90
Russie	11,00	8,00	9,10	7,00	8,15

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	31/05 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,57	2,9/3,1	2,96	3,1/3,3	3,09
Allemagne	0,51	0,3/0,5	0,78	0,5/0,7	0,89
Japon	-0,07	-0,10/0	-0,05	-0,10/0	-0,03
Royaume-Uni	1,60	1,2/1,4	1,64	1,2/1,4	1,63

Taux 10 ans

	31/05 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,87	2,9/3,1	2,97	2,9/3,1	3,03
Allemagne	1,13	0,8/1,0	1,24	0,8/1,0	1,30
Japon	0,24	0,1/0,3	0,31	0,1/0,3	0,37
Royaume-Uni	2,11	1,7/1,9	2,20	1,7/1,9	2,27

Prévisions de change

	27/05/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023		27/05/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023
EUR/USD	1,07	1,02	1,08	1,11	1,11	EUR/SEK	10,53	10,31	10,34	10,13	10,20
USD/JPY	127	129	130	122	126	USD/CAD	1,27	1,31	1,26	1,23	1,25
EUR/GBP	0,85	0,84	0,85	0,85	0,85	AUD/USD	0,72	0,69	0,73	0,76	0,75
EUR/CHF	1,03	1,00	1,04	1,07	1,06	NZD/USD	0,65	0,63	0,67	0,69	0,69
EUR/NOK	10,16	9,92	9,80	9,42	9,62	USD/CNY	6,70	6,95	6,70	6,50	6,65

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 Class Return Forecasts - Q2 2022 (16-05-2022)

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

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 #17 - Keeping up with climate change in setting long-term asset class views (09-05-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

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

INSIGHTS PAPERS



Setting your investment objectives: institutional asset allocation practice (05-05-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO Advisory - TAZÉ-BERNARD Éric, Chief Allocation Advisor - OCIO Solutions

Global real estate markets: rich valuations, but not a source of systemic risk (03-05-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - PERRIER Tristan, Global Views Analyst, Amundi Institute - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute - STAGNOL Lauren, Quantitative Research Analyst, Amundi Institute

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



Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Head of Equity Client Portfolio Management

3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

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

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 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*