

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons les probabilités de nos scénarios. À noter : certains des facteurs de risque identifiés peuvent se concrétiser dans le cadre de notre scénario central, qui n'est probablement pas encore totalement intégré par les marchés. Les risques baissiers sont plus importants à court terme. Il faudrait toutefois une combinaison de plusieurs facteurs de risque pour déclencher le scénario baissier à l'horizon 12-18 mois. À cette échéance, nous pensons que les risques baissiers sont contrebalancés par les risques haussiers, ceux d'une baisse plus rapide qu'attendu de l'inflation due à une détente des prix du gaz, d'un cessez-le-feu en Ukraine, et/ou au resserrement combiné des politiques monétaires mondiales, dont l'impact est peut-être sous-estimé.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession mondiale sévère	Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes	Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste

Analyse

- 🌍 Aggravation/expansion de la **guerre en Ukraine**.
- 🌍 Crise énergétique et **profonde récession en Europe**.
- 🌸 **Retour en force du Covid-19**.
- 🌸 ⊗ **Désancrage des anticipations d'inflation**, ajustements désordonnés par les BC.
- **Récession en Chine**.
- **Récession mondiale** avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes.
- **Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME**.
- ⊗ **Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques**. Durcissement de la répression financière.
- 🌿 **Report des mesures de transition climatique**.

Analyse

- 🌍 **Enlisement dans la guerre en Ukraine. Nous tablons sur un cessez-le-feu courant 2023. Mais d'ici là, la situation pourrait continuer à se détériorer**
- 🌍 **Choc de confiance dans l'UE**, alimenté par les prix élevés de l'énergie.
- 🌸 **Le Covid-19** devient endémique.
- 🌸 **L'inflation ne parvient pas** à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.
- 🌸 **La croissance du PIB nominal mondial** atténue l'impact du ralentissement sur les bénéficiaires.
- 🌸 **Divergences de croissance** : Récession en ZE et au R.-U., reprise poussive en Chine, croissance faible aux États-Unis (bien en deçà du potentiel en 2023).
- ⊗ **Divergences entre BC** : la Fed poursuit son cycle de resserrement mais devient un peu moins dure (fin du T4) ; la BCE relève ses taux, adopte un QT passif et active le TPI ; la PBoC conserve un biais accommodant.
- ⊗ **Politiques budgétaires divergentes** : politique expansionniste dans l'UE, politique restrictive aux États-Unis en 2022, mais plus neutre en 2023-24.
- 🌿 **Le changement climatique** perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste.

Analyse

- 🌍 **Cessez-le-feu en Ukraine** ouvrant la voie à des pourparlers de paix.
- 🌍 **La Russie reprend partiellement ses exportations de gaz vers l'Europe**, le marché des matières premières se normalise.
- 🌸 **Le Covid-19** recule.
- 🌸 **L'inflation retombe rapidement**, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent.
- 🌸 **Les craintes de récession mondiale se dissipent** et l'inflation revient progressivement à un niveau plus normal, ce qui allège la pression sur les BC.
- **Diminution de l'incertitude** : l'excès d'épargne et le rebond du pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises.
- ⊗ **Rétablissement progressif** de la discipline budgétaire. En Europe, un nouveau plan (dette commune) est mis en place pour soutenir la transition énergétique.
- 🌿 Les politiques de **lutte contre le changement climatique** et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.

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

SCÉNARIO BAISSIER
15 %

Effondrement global

Répercussions sur les marchés

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

SCÉNARIO CENTRAL
70 %

Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes

Répercussions sur les marchés

- Rendements 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, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

SCÉNARIO HAUSSIER
15 %

Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste

Répercussions sur les marchés

- Pentification haussière de la courbe des bons du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Dépréciation du dollar américain
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et les actions comme couvertures contre l'inflation

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les probabilités pour les trois familles de risques sont inchangées. Les risques augmentent sur tous les fronts et sont étroitement liés les uns aux autres. Les fondamentaux économiques se détériorent à l'échelle mondiale, ce qui est pris en compte dans le scénario central. L'évolution de la guerre en Ukraine et ses implications potentielles peuvent faire basculer le scénario dans l'une ou l'autre direction, mais les risques sont orientés à la baisse à court terme. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (y compris les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont répartis en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés entre eux

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

- **Récession mondiale** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et de la chute du pouvoir d'achat
- **L'utilisation par les Russes de l'approvisionnement en gaz comme d'une arme** pourrait provoquer une **grave crise énergétique en Europe**, entraînant une **profonde récession** (choc de confiance)
- **Crise économique en Europe de l'Est** en conséquence de l'effondrement de l'économie russe, de la hausse des prix de l'énergie, de l'inflation incontrôlée et d'une crise migratoire
- Ajustements désordonnés par les BC, qui sous-estiment l'inflation induite par l'offre et perdent le contrôle
- **Récession mondiale des bénéfices** déclenchée par le ralentissement mondial conjugué à des pressions persistantes sur le coût des intrants (compression des marges)
- **Récession en Chine**. La politique du zéro Covid combinée à une crise du logement échappe à tout contrôle
- Fin de la grande coïncidence : avec la persistance des pressions stagflationnistes, les objectifs des BC et des gouvernements ne sont plus totalement alignés. Il en résulte une réduction de la marge de manœuvre pour les politiques budgétaires contracycliques
- **Pandémie**
 - Apparition de variants plus dangereux et résistants aux vaccins
 - Reconfinements et restrictions de déplacement
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance et d'équilibre social

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

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

RISQUE FINANCIER 30 %

- **Crise de la dette souveraine**
 - Une guerre prolongée en Ukraine mettrait à mal les finances publiques vulnérables des économies développées dont les ratios de dette publique atteignent déjà des niveaux records
 - La perte d'ancrage des anticipations d'inflation pourrait entraîner un durcissement plus marqué des politiques monétaires et une dislocation des marchés obligataires
 - La plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note et à une hausse des taux d'intérêt
 - Les marchés émergents fragiles pourraient être confrontés à une crise de la balance des paiements et à une hausse du risque de défaut
- **Hausse du risque d'insolvabilité des entreprises**, dans un contexte de détérioration des fondamentaux, d'incertitude croissante et de pression sur les marges des entreprises (coût élevé des intrants, doubles commandes entraînant des avertissements sur résultats)
- **Écoblanchiment généralisé et bulle de l'investissement ESG** compromettent le financement de la transition énergétique
- **La surréaction du dollar** conduit à déstabiliser le marché des changes
- **Guerre des devises** : 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** :
 - **Les risques sont orientés à la baisse. Il existe une probabilité de 60 % d'une évolution négative de la guerre, avec une probabilité de 25 % de confrontation directe avec l'Occident.** Ce risque s'accroît chaque fois que la Russie subit des défaites militaires.
 - Malgré notre anticipation d'une aggravation du conflit dans l'intervalle, **notre scénario de base table sur une fin des hostilités en 2023** (probablement au S2) avec une probabilité de **35 %**.
- Après les élections de mi-mandat, **les États-Unis se concentreront sur les batailles politiques intérieures, qui accentueront les tensions avec la Chine**, les républicains et les démocrates étant partisans de l'adoption d'une ligne dure, **ce qui contribuera à accroître le risque lié à « Taïwan » en 2023.**
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix de produits alimentaires et de l'énergie entraînant une vague de troubles sociaux.
- Regain d'inquiétude et nouvelles sanctions liés aux **programmes nucléaires** de l'Iran et de la Corée.
- Hausse du risque de **cyberattaques ou de violations de données** perturbant les systèmes informatiques dans les domaines de la sécurité, de l'énergie et des services de santé, la Russie cherchant à saper le soutien de l'Occident en faveur de l'Ukraine.

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

- Crédit et actions, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Retournement effectué

Retournement imminent

Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La dynamique économique faiblit en raison de la persistance de fortes pressions inflationnistes et de l'affaiblissement de la demande intérieure. Les perspectives économiques des États-Unis se dégradent en raison du resserrement progressif des conditions financières et les risques de récession d'ici mi-2023 restent élevés. En Europe, nous attendons une récession tirée par le coût de la vie et l'inflation pendant l'hiver prochain. Celle-ci sera plus profonde qu'initialement prévu et sera suivie d'une reprise peu vigoureuse.
- Les tensions prolongées sur le front géopolitique et le bras de fer entre les politiques budgétaire et monétaire contribuent à rendre incertaine l'issue économique finale, exacerbant ainsi la volatilité des données.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Malgré la correction d'octobre et les valorisations correctes en apparence, il est encore difficile de trouver des catalyseurs solides susceptibles d'ouvrir des points d'entrée.
- Les multiples des actions semblent être en phase avec l'environnement inflationniste actuel et les politiques monétaires restrictives, mais n'intègrent pas encore le risque de récession. En valeur relative, compte tenu des taux élevés, ils ne sont pas favorables aux actifs risqués.
- Les fondamentaux se sont encore dégradés, ouvrant la voie à un scénario de récession des bénéficiaires.



FACTEURS TECHNIQUES

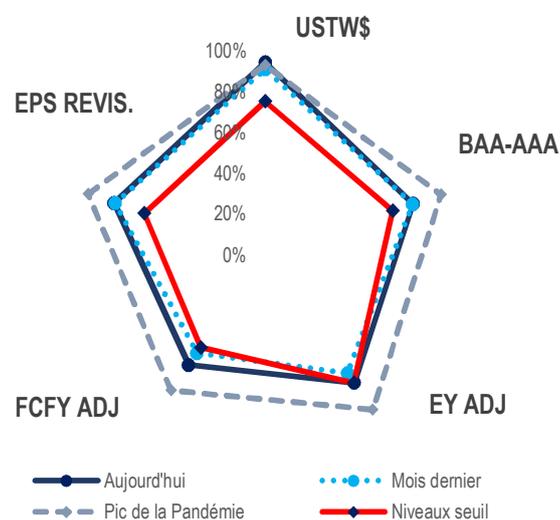
- Les facteurs techniques restent très volatils dans la configuration actuelle du marché. Au début du mois d'octobre, les actifs risqués présentaient des tendances fragmentées, tout en étant survendus, avec un risque de « short squeeze » dans la plupart des marchés. Les tendances se sont désormais stabilisées et les indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant), même s'ils sont encore loin de présenter un signal de vente, se sont considérablement redressés, limitant de ce fait l'appétit des investisseurs. Le tableau reste mitigé, les facteurs techniques ne parvenant pas à dégager une directionnalité claire.

SENTIMENT

- La montée de l'instabilité financière dans le monde (interventions de la BoE et du ministère japonais des Finances sur le marché des changes) a mis en évidence les risques de dégradation de la capacité des banques centrales à poursuivre le resserrement de leur politique au même rythme. Les actifs risqués ont bénéficié d'une reprise, mais les indicateurs du sentiment de risque n'ont pas soutenu ce mouvement. Les conditions financières restent serrées dans toutes les régions, tandis que l'USD, la prime de risque crédit et la concentration du risque continuent d'alimenter la probabilité d'exacerbation de l'aversion au risque dans nos modèles CAST et MoMo, respectivement.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) Restez sur la défensive, la plupart des indicateurs sont en alerte



Source : Amundi Institute, Données au 25 octobre 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle de la perception du risque au T1, mais est devenu moins favorable depuis le T2 et ne donne aucun signe d'inversion de tendance. Les révisions des BPA sont passées en négatif en raison des craintes de récession et le dollar ne cesse de rappeler les risques de liquidité. La prime de risque crédit reste élevée et supérieure au seuil d'alerte, ce qui renforce la préférence pour les actifs défensifs.

Méthodologie : nous étudions cinq variables que nous appelons « indicateurs » : le taux de change effectif du dollar, le *spread* Moody's Baa-Aaa *Spread*, 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 Perspectives de resserrement quantitatif pour les principales banques centrales

- Il est peu probable que la Fed accélère le rythme du resserrement quantitatif au cours des prochains mois. Au lieu de cela, elle s'efforcera de maintenir ses taux directeurs en territoire restrictif pendant une période prolongée.
- En ce qui concerne la BCE, nous pensons qu'une réduction de la taille de son programme d'achat d'actifs est peu probable. Nous attendons en revanche que les remboursements et les rachats de TLTRO alimentent un resserrement quantitatif passif au cours des prochains trimestres.
- L'incertitude est grande quant au plan de resserrement quantitatif de 40 milliards de livres de la BoE, qui dépendra largement de l'évolution de la politique budgétaire.

Conséquences en matière d'investissement

- Actions : maintenir la sous-pondération.
- Taux core : légère sous-pondération/neutralité sur la duration sur fond de hausse des rendements réels et d'aplatissement de la courbe américaine.
- Maintien de la prudence sur les périphériques.
- Crédit : préférence pour l'IG vs HY.

2 Marché de l'emploi tendu aux Etats-Unis

- Nous prévoyons que le taux d'activité aux États-Unis restera inférieur à son niveau d'avant Covid-19, car de nombreux salariés appartenant à la tranche d'âge des 55 ans et plus ont quitté la population active.
- Les entreprises ayant du mal à recruter des travailleurs qualifiés, il est désormais plus probable qu'elles ouvrent moins de postes plutôt que de licencier du personnel.
- Nous pensons qu'une évolution structurelle de l'offre de main-d'œuvre et que des frictions plus importantes sur le marché du travail pourraient avoir poussé le taux NAIRU à la hausse, ce qui implique qu'une politique plus stricte est nécessaire pour ralentir le marché du travail.
- La croissance des salaires s'est très légèrement tassée.

Conséquences en matière d'investissement

- Rester prudent sur les actions. Privilégier les États-Unis par rapport à l'Europe. En termes factoriels, privilégier les facteurs qualité, value, dividendes élevés et volatilité minimum.
- Le dollar devrait continuer à se renforcer (le taux de change croisé EURUSD est attendu à 0,92 et 1,02 à six et douze mois, respectivement).

3 Baisse des anticipations de bénéfices

- Les BPA ont commencé à faire l'objet de révisions à la baisse plus importantes : les prévisions de BPA pour 2023 sont en baisse de 4,2 % et de 7,6 % par rapport au pic atteint aux États-Unis et en Europe, respectivement.
- La baisse des BPA sera principalement imputable aux marges, car l'inflation soutient les chiffres d'affaires et les BPA nominaux.
- Nous utilisons les récessions des années 1970 et 1980 comme références. À l'époque, l'amplitude entre le point haut et le point bas de la chute des BPA aux États-Unis fut de - 15 % et - 19 %, respectivement. Ces replis des BPA durèrent respectivement 12 et 15 mois.

Conséquences en matière d'investissement

- Compression des marges qui restent néanmoins à des niveaux élevés, notamment aux États-Unis.
- Les marges sont appelées à se rétrécir à mesure que le ralentissement économique s'accélère.

4 Leçons à tirer des événements survenus au Royaume-Uni : bras de fer entre la politique monétaire et budgétaire

- La situation n'est pas encore résolue au Royaume-Uni, car la crise a commencé par un manque de crédibilité budgétaire, ce qui a fait exploser la volatilité des gilts et s'est répercuté sur les taux mondiaux. La balle reste donc largement dans le camp budgétaire.
- La BoE est dans une position difficile : elle doit prévenir l'instabilité financière avec des mesures de soutien temporaires. Elle pourrait être amenée à prolonger son soutien et à retarder la mise en œuvre de son resserrement quantitatif actif.
- Seul un retournement politique conséquent pourrait restaurer une certaine crédibilité budgétaire.

Conséquences en matière d'investissement

- Les taux britanniques devraient continuer à sous-performer les principaux pays.
- Position vendeuse sur la GBP face à l'USD.

5 Actifs non-cotés

- La hausse des taux et le ralentissement de l'économie pèsent sur la valeur du capital-investissement, comme ce fut le cas lors des récessions précédentes.

Conséquences en matière d'investissement

- Les marchés du non-coté bénéficient de leur prime d'illiquidité, mais semblent chers et devraient converger progressivement vers leur juste valeur.

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 Quant Investment Real Estate
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 27 octobre 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 : 4 novembre 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 - martin Puddy

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, C/O Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication