



Institute

#09  
Septembre  
2022

# CROSS ASSET

## Investment Strategy

### VUES DES CIO

Le casse-tête entre atterrissage brutal et atterrissage en douceur à l'automne

### AMUNDI INSTITUTE

Saison de publication du T2 : les bons résultats ont contribué au rallye d'été

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# #09 - Septembre 2022

## Sommaire

### Global Investment Views

#### Vues des CIO

##### **Le casse-tête entre atterrissage brutal et atterrissage en douceur à l'automne** p. 3

Bien qu'une récession mondiale puisse être évitée, nous pourrions observer une décélération de la croissance et une inflation élevée (augmentation du coût de la vie) ainsi que des divergences régionales. Les investisseurs devraient donc envisager d'adopter un positionnement plus prudent vis-à-vis des actions, en particulier en Europe, mais maintenir leur préférence pour les États-Unis et pour la Chine, mais dans une moindre mesure pour cette dernière. Sur le plan obligataire, les emprunts d'État deviennent plus attrayants, mais les investisseurs doivent conserver une gestion active, et en ce qui concerne le crédit, il convient de se concentrer sur la dette de grande qualité et sur les risques de liquidité. Globalement, le moment est venu d'adopter une attitude prudente, de rester vigilant et de bien se diversifier.

#### Amundi Institute

##### **Trois questions cruciales pour les investisseurs** p. 5

La dernière mise à jour des prévisions macroéconomiques confirme que le scénario de stagflation gagne du terrain et touche toutes les zones géographiques, mais avec une intensité différente.

#### Gestion diversifiée

##### **Réduire le risque dans un contexte de forte incertitude** p. 7

Dans l'attente d'une plus grande clarté sur le cycle économique, la visibilité sur les bénéfices devrait être limitée et, par conséquent, nous avons opté pour plus de prudence vis-à-vis des actions, en augmentant la duration.

#### Marchés obligataires

##### **Plus optimistes à l'égard des obligations, mais sélectifs sur le crédit** p. 9

La conviction du marché tablant sur des « taux plus élevés pour plus longtemps » et leur effet ultérieur sur la croissance économique créent des pressions opposées sur les rendements, ce qui exige un positionnement agile.

#### Actions

##### **La qualité et la résilience des bénéfices en point de mire** p. 11

Cette année a été marquée par une dégradation des multiples en anticipation d'un ralentissement, ce qui se reflète dans la faiblesse des indicateurs avancés. Nous restons donc sélectifs et donnons la priorité à la solidité des bilans.

### Thématique Global views

##### **L'inattention rationnelle au cœur de la stratégie des banques centrales** p. 13

L'origine de l'inflation n'est pas toujours bien comprise. Certains économistes avaient certes mis en garde contre une inflation imminente dès l'an dernier mais peu avaient anticipé le déplacement radical des dépenses des services vers les biens et les effets d'un tel déplacement. Il est probable que le fait que les anticipations d'inflation restent modérées soit dû au phénomène dit « d'inattention rationnelle ». Auquel cas, les anticipations d'inflation seraient une variable retardée et, en l'absence de resserrement monétaire, un désancrage des anticipations d'inflation serait inévitable.

### Le thème du mois

##### **Saison de publication du T2: les bons résultats ont contribué au rallye d'été** p. 14

La saison des bénéfices du deuxième trimestre a de nouveau été meilleure que prévu et a contribué à la reprise du marché actions jusqu'à la mi-août. Ces résultats sont toutefois de « qualité médiocre » et ne justifient pas de revenir à un positionnement haussier sur les actions. En effet, à terme, la baisse des marges depuis leurs niveaux très élevés devrait, selon nous, entraîner un repli des bénéfices.

### Thématiques

##### **Taiwan: penser l'impensable** p. 18

L'invasion récente de l'Ukraine par la Russie a concentré l'attention des investisseurs sur la question de Taiwan et l'attitude à attendre de la République populaire de Chine concernant ce dossier. Nous pensons que le risque de guerre reste faible.

##### **Cycles électoraux en Amérique latine: forte incertitude concernant les transitions et orientations politiques** p. 20

Le cycle électoral en Amérique latine, qui a porté au pouvoir trois présidents de gauche dans la région andine, est peut-être déjà aux deux tiers révolu, mais l'incertitude politique qu'il génère est loin d'être terminée. Le Chili et la Colombie sont en train de renforcer le poids et le rôle de l'État, tandis que des conditions politiques et macroéconomiques extrêmes ont obligé le Pérou et l'Argentine, à procéder, pour le premier, à un nouveau remaniement, pour le second, à un remaniement en profondeur. Au Brésil, où l'élection aura lieu en octobre, Lula devance largement Bolsonaro dans les sondages, mais cet écart tend à se réduire.

### Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 25
> Principaux risques	p. 27
> Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés	p. 28
> Points clés de la Recherche	p. 30
> Allocation d'actifs Amundi	p. 32

### Contexte macroéconomique

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

## VUES DES CIO

**Vincent MORTIER,**  
CIO Groupe**Matteo GERMANO,**  
CIO Adjoint Groupe

## Le casse-tête entre atterrissage brutal et atterrissage en douceur à l'automne

La saison estivale a représenté une embellie temporaire pour les investisseurs, les principaux marchés d'actions ayant rebondi jusqu'à mi-août. Cette tendance a été soutenue par une série d'hypothèses sur les thèmes clés du marché : l'inflation était supposée avoir atteint son pic et commencer à s'atténuer ; la croissance était supposée être sur la voie d'un atterrissage en douceur ; et les banques centrales devaient avoir fait l'essentiel en guidant les marchés vers des hausses de taux directeurs.

En juin, nous pensions qu'un rebond était en vue, car le marché avait été survendu dans un contexte d'économie américaine encore résiliente, ce qui a étayé notre préférence pour le marché d'actions américaines dans le cadre d'une allocation globale prudente sur les actions. Le principal soutien du marché au cours de la période estivale a été l'attente d'un éventuel changement de cap de la part de la Fed, après des mesures plus intransigeantes que prévu jusqu'à présent. Dans un scénario où « les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles », les chiffres négatifs du PIB trimestriel américain ont soutenu ce scénario. La saison des résultats du deuxième trimestre montrant toujours des tendances positives, l'environnement de marché porteur s'est traduit par un assouplissement des conditions financières, compliquant encore la tâche des banques centrales. Maintenant que la Fed a réaffirmé sa posture intransigente, nous commençons à voir de nouveaux mouvements baissiers, qui pourraient se poursuivre, les marchés devant encore intégrer la hausse des taux réels. À l'heure actuelle, nous ne voyons aucun élément déclencheur positif permettant au rebond de se poursuivre, alors que les risques augmentent à l'approche de l'automne, dans un contexte économique plus morose. Pour faire face à cet environnement, nous pensons que les investisseurs doivent ajuster leurs positions d'allocation d'actifs. En particulier :

- **Il est temps de réduire l'exposition aux actions et de se positionner de manière plus défensive.** Bien qu'une récession mondiale puisse être évitée, après le rebond récent, aucun élément n'invite à une position positive sur les marchés d'actions alors que les risques augmentent. Compte tenu des facteurs susceptibles d'engendrer de la volatilité à court terme (communication des banques centrales, actualité liée à la crise énergétique, faiblesse macroéconomique mondiale), nous avons commencé à adopter un **positionnement plus prudent vis-à-vis des actions.**
- **Au sein des actions, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe ainsi que pour la Chine. Cependant notre préférence pour la Chine est moins marquée qu'auparavant, en raison de la volatilité due aux restrictions liées à la pandémie de Covid et à la faiblesse du secteur immobilier.** Même si l'économie américaine décélère, elle demeure beaucoup plus résiliente que l'Europe. Du fait de la contraction des marges, des consommateurs en difficulté et du ralentissement de l'activité économique, le pouvoir de fixation des prix et la croissance du chiffre d'affaires des entreprises s'en trouvent limités. Alors que les résultats des entreprises au troisième trimestre devraient être résilients, nous pourrions voir les bénéfices entrer en territoire négatif en 2023. Par conséquent, **nous sommes globalement plus défensifs qu'auparavant et particulièrement sélectifs.**
- **Les obligations sont de retour, mais une approche active est primordiale compte tenu de l'incertitude toujours élevée.** Après l'importante revalorisation du premier semestre et alors que nous nous dirigeons vers un environnement où le risque de récession est plus élevé, les emprunts d'État méritent qu'on s'y intéresse car les rendements sont désormais plus attractifs. Nous recommandons ici une approche tactique de la gestion de la durée, étant donné que les marchés sont guidés à la fois par les attentes en matière d'inflation et de croissance, ce qui pousse les rendements dans des directions différentes en fonction de la situation qui prévaut. Dans le domaine du crédit, nous demeurons prudents, notamment sur le segment du haut rendement. Nous privilégions le segment *investment grade* et les États-Unis par rapport à la zone euro, car les fondamentaux américains présentent moins de risque de dégradation grâce à une économie plus résiliente. Nous insistons sur le fait qu'une approche de gestion active des obligations est essentielle à ce stade, compte tenu des risques d'une nouvelle accélération de l'inflation due aux prix de l'énergie et aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, ce qui pourrait conduire à un durcissement de ton de la Fed plus marqué que celui actuellement intégré par le marché.
- **Les marchés émergents (ME) offrent certaines opportunités.** Malgré les facteurs macroéconomiques défavorables, nous ne prévoyons pas de risques systémiques pour les

### Sentiment de risque global



L'aggravation des scénarios de stagflation nous incite à plus de prudence à la marge, avec un positionnement diversifié et sélectif.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Légèrement plus prudent à l'égard des actions, en particulier en Europe.
- ▶ Positif sur la durée américaine en multi-actifs.
- ▶ Moins positif sur la Chine.
- ▶ Positif sur la roupie indonésienne par rapport au CNH (yuan chinois).

*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

marchés émergents, même si nous pensons que la probabilité d'une crise idiosyncrasique est plus élevée, d'où la nécessité d'une approche très sélective sur ces marchés. Les révisions à la baisse ont été plus modérées pour les marchés émergents que pour les marchés développés, confirmant le différentiel de croissance en faveur des pays émergents malgré la révision à la baisse de la Chine. En termes d'opportunités d'investissement, les actions des pays émergents semblent globalement bon marché et les prévisions de bénéfices se stabilisent. Nous sommes à la recherche d'opportunités en Amérique latine (Brésil), mais nous nous montrons prudents à l'égard de certains pays d'Europe de l'Est (Hongrie et Pologne). Le segment de la dette émergente offre quelques opportunités de revenus intéressantes et notre préférence va aux obligations libellées en devise forte, en particulier celles à haut rendement.

Pour l'avenir, la probabilité de risques baissiers reste élevée alors que l'environnement inflationniste se confirme. Une nouvelle dégradation des fondamentaux pourrait déclencher une nouvelle correction, les effets secondaires de la politique monétaire sur l'économie étant le catalyseur potentiel de la réduction du risque. **Le moment est donc venu d'adopter une attitude prudente et d'être vigilant quant à l'évolution de l'environnement économique.**

AMUNDI INSTITUTE

Vue d'ensemble en bref



Monica DEFEND,  
Directrice d'Amundi Institute

La dernière mise à jour des prévisions macroéconomiques confirme que le scénario de stagflation gagne du terrain et touche toutes les zones géographiques, mais avec une intensité différente

Trois questions cruciales pour les investisseurs

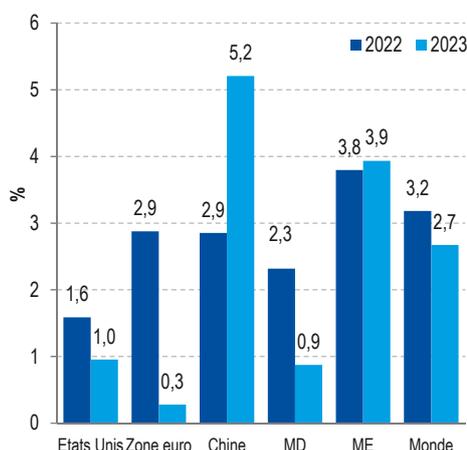
Allons-nous vers une récession mondiale ?

Les perspectives de croissance se sont clairement assombries au cours de l'été, avec en ligne de mire le risque de rationnement du gaz en Europe, un ralentissement de la Chine et une récession technique aux États-Unis. Notre scénario principal est désormais plus pessimiste, avec des révisions à la baisse de nos prévisions de PIB pour les États-Unis, la zone euro, le Royaume-Uni et la Chine. En Europe, le choc stagflationniste semble inévitable, et les difficultés croissantes sur le front du gaz impliquent qu'il devrait se prolonger. Il faut donc s'attendre à une contraction du PIB au dernier trimestre de cette année et au premier trimestre 2023. Aux États-Unis, un atterrissage en douceur semble encore possible, mais les risques de récession pour mi-2023 se sont accrus. La détérioration de l'activité économique américaine n'est pas encore le résultat du resserrement actuel de la politique monétaire de la Fed, et le marché du travail reste solide, même s'il commence à se fragiliser. Les chiffres du PIB pour le deuxième trimestre ont indiqué une récession technique, mais les estimations les plus récentes de celui-ci et du revenu intérieur brut indiquent toujours que l'économie est en expansion. Ces incohérences dans les données complexifient encore davantage l'exercice l'évaluation de la situation économique américaine. Concernant la Chine, la croissance a encore été revue à la baisse. La reprise du secteur du logement devrait être beaucoup plus faible qu'attendu, cependant nous tablons toujours sur une reprise de l'économie. Pour le reste de l'année, nous pensons que la poursuite de la réouverture post-Covid et le soutien de l'ensemble des politiques publiques seront les principaux moteurs du rebond économique, mais les investisseurs seraient bien avisés de garder un œil sur le risque de récession en Chine, car des difficultés à court terme persistent.

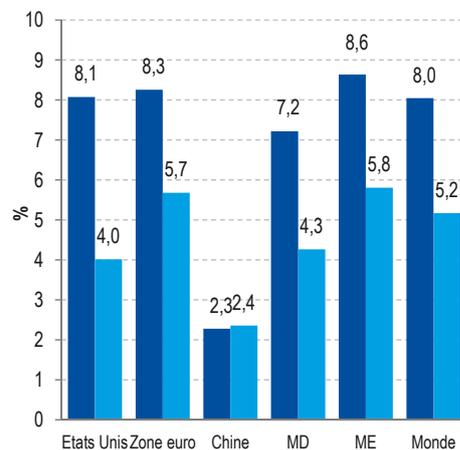
L'inflation ralentit-elle ?

L'inflation demeure élevée, avec un indice des prix à la consommation en glissement annuel de 8,5 % aux États-Unis (contre 9,1 % en juin) et de 8,9 % dans la zone euro (contre 8,6 % en juin). Avec la décélération de l'économie mondiale, les goulets d'étranglement et les pressions sur les prix s'atténuent, mais restent importants. Cela devrait faire baisser l'inflation des biens, mais celle des services continue d'augmenter, maintenant une pression inflationniste globale élevée. L'inflation s'atténue à des vitesses différentes à travers le monde, l'évolution des prix de l'énergie étant la principale source de ces divergences. La zone euro est actuellement confrontée aux difficultés les plus importantes. L'inflation devrait atteindre un pic proche de 10 % en hiver, puis décélérer à partir de 2023. La hausse des factures de gaz naturel (le prix du gaz naturel est plus de sept fois plus élevé par rapport à l'année précédente) pourrait être suivie d'autres augmentations. Globalement, les chiffres de l'inflation devraient rester volatils, ce qui devrait compliquer encore l'évaluation par les banques centrales de l'efficacité de leurs mesures.

Croissance du PIB réel



Croissance de l'IPC\* en GA



Source : Institut Amundi, DataStream, Bloomberg. Données au 31 août 2022. Le graphique ci-dessus présente les prévisions de l'Institut Amundi, au 31 août 2022. \*IPC : indice des prix à la consommation. MD : marchés développés. ME : marchés émergents.

## AMUNDI INSTITUTE

**Que devons-nous attendre des banques centrales ?**

Les banques centrales restent déterminées à lutter contre l'inflation, comme elles l'ont récemment réaffirmé lors de la réunion de Jackson Hole, où le message belliciste envoyé au marché était que la maîtrise de l'inflation est la priorité absolue. Toutefois, comme l'histoire l'a montré, les banques centrales ne doivent pas crier victoire trop tôt. Avec une croissance soutenue des salaires, loin du niveau souhaité, et une inflation élevée, bien que ralentie, la Fed devrait relever ses taux au-delà du niveau neutre et nous prévoyons maintenant une hausse de 75 pb en septembre, puis de 25 pb lors de chacune des trois réunions suivantes du FOMC, soit un taux final de 4 %. La BCE devrait également lutter contre l'inflation et risque de relever les taux de manière excessive. La décision prise en juillet de relever les taux de 50 pb au lieu des 25 pb annoncés précédemment, d'abandonner ses prévisions et de devenir complètement dépendante des données allait dans ce sens, à savoir concentrer ses efforts sur le début de la période et utiliser au mieux la fenêtre d'opportunité limitée qui se présente avant que la croissance ne soit compromise. L'annonce de l'instrument de protection de la transmission (IPT) soutient indirectement cette stratégie plus active. Selon nous, le taux final devrait atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année. Un relèvement de 0,75 % se profile maintenant pour septembre.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Réduire le risque dans un contexte de forte incertitude



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



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

*Dans l'attente d'une plus grande clarté sur le cycle économique, la visibilité sur les bénéfices devrait être limitée et, par conséquent, nous avons opté pour plus de prudence vis-à-vis des actions, en augmentant la durée*

Les marchés se sont récemment repliés malgré des bénéfices supérieurs aux attentes au deuxième trimestre, les entreprises ayant publié des prévisions peu encourageantes. Les anticipations de bénéfices du marché sont trop optimistes selon nous, même après les récentes révisions à la baisse. Par conséquent, nous nous montrons **plus prudents à l'égard des actifs risqués**, mais nous ne pensons pas que le moment soit venu de procéder à une réduction structurelle du risque. Les investisseurs devraient plutôt ajuster leur exposition en ajoutant des garanties à la lumière de l'environnement de récession, en particulier en Europe. Nous sommes de ce fait également **plus vigilants vis-à-vis des actions européennes** et légèrement moins positifs sur la Chine. D'un autre côté, il est possible de tirer parti des différents contextes économiques qui prévalent dans les pays émergents. Globalement, les investisseurs devraient explorer un large éventail d'actifs afin de conserver un positionnement diversifié (matières premières, devises), ainsi que des couvertures suffisantes.

### Des Idées à conviction forte

**Nous sommes globalement prudents concernant les actions, même si nous dégradons tactiquement l'Europe** car la région est plus exposée (que les États-Unis) à l'aggravation des risques de stagflation. Par conséquent, nous maintenons notre préférence relative pour les États-Unis par rapport à l'Europe. En effet, le pays offre une stabilisation des rendements réels, ainsi que des valorisations attractives et un meilleur environnement pour les marchés de qualité/croissance, ce qui favorise les États-Unis par rapport à l'Europe. Dans les pays émergents, nous sommes optimistes à l'égard de la Chine, mais nous pensons que la politique de

tolérance zéro à l'égard du Covid et le malaise dans le secteur du logement devraient peser sur les actions à court terme.

**Dans le segment obligataire, nous sommes désormais légèrement positifs en durée à travers les États-Unis** (après que les rendements américains à 10 ans ont dépassé 3,0 %) mais nous sommes neutres sur les pays core de l'Europe. À ce stade, la politique intransigeante de la Fed soutient une inversion de la courbe, ce qui devrait se traduire par des rendements à court terme plus élevés et exercer simultanément des pressions à la baisse sur la courbe à long terme. Toutefois, cela ne signifie pas que nous anticipons une récession aux États-Unis. Dans les pays core de l'Europe, les mesures prises par la BCE sont un peu plus ambiguës. Outre le contrôle de l'inflation, la BCE cherche à éviter toute fragmentation au sein de la zone euro, par exemple en Italie. Nous pensons que la BCE devrait maintenir son soutien aux marchés périphériques, notamment les BTP, ce qui nous permet de rester légèrement optimistes, tout en surveillant l'actualité politique. Au Royaume-Uni, nous avons une opinion positive à l'égard des taux réels à 5 ans. Nous sommes toujours d'avis que les relèvements de taux de la BoE prévus par le marché sont excessifs compte tenu de la faiblesse de l'économie, allégeant ainsi la pression sur l'ampleur de la hausse des taux réels. En ce qui concerne les obligations des pays émergents, nous sommes neutres.

**Le segment des obligations d'entreprise comporte des situations très contrastées et, même si nous préférons les obligations américaines IG à leurs homologues européennes, nous avons opté pour un biais globalement neutre.** Malgré les signes de confiance de la part des investisseurs en

### Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Le tableau représente une évaluation croisée des actifs sur un horizon de trois à six mois, basée sur les opinions exprimées lors du comité d'investissement mondial le plus récent. Les perspectives, les changements de perspectives et les opinions sur l'évaluation des classes d'actifs reflètent l'orientation attendue (+/-) et le niveau de conviction (+/++/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée. CGB = emprunts d'État chinois, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, FX = forex/marché des changes, IG = investment grade, HY = haut rendement, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens, EMBI = indice des obligations émergentes, QT = resserrement quantitatif.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

Europe, nous demeurons prudents sur le crédit européen, mais gardons un œil actif sur les segments de grande qualité. D'autre part, le marché américain IG présente des fondamentaux d'entreprise solides, de meilleures perspectives économiques (par rapport à l'Europe), des valorisations attrayantes et devrait potentiellement rester résilient en cas de nouvelle détérioration du sentiment de crédit. Toutefois, il est important de surveiller les effets de l'inflation et de la politique de la Banque centrale sur les marchés.

**Les divergences à travers le monde et les tensions géopolitiques (fuite vers les valeurs refuges) créent des opportunités relatives dans l'univers des devises.** Dans les pays émergents, nous sommes désormais optimistes sur l'IDR (roupie indonésienne) par rapport au CNH (yuan chinois), car la roupie pourrait profiter du cycle de relèvement des taux en Indonésie et des flux entrants sur le marché obligataire national, compte tenu de l'amélioration de la situation budgétaire du pays. Nous restons positifs concernant le réal brésilien par rapport à certains pays importateurs de matières premières d'Europe

de l'Est (Pologne et Hongrie). Dans les pays développés, nous sommes positifs (mais moins) sur le franc suisse par rapport à l'euro du fait de risques géopolitiques persistants, et sur le dollar US par rapport au dollar canadien et à l'euro. Quant à la couronne norvégienne, qui a bénéficié d'une politique étonnamment rigoureuse de la part de la banque centrale norvégienne, notre opinion demeure positive à son égard par rapport au dollar canadien. Mais nous suivons cette première devise car il s'agit d'une monnaie cyclique qui pourrait être pénalisée en cas de correction des actifs risqués.

**Risques et couverture**

Les risques entourant la croissance économique et les bénéfices du troisième trimestre s'accroissent. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de conserver l'ensemble de leurs couvertures du risque actions sur leurs expositions européennes et américaines. De plus, le dollar devrait s'apprécier à court terme, soutenu par la politique intransigeante de la Fed. Les couvertures des investisseurs aux États-Unis doivent donc en tenir compte.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

La conviction du marché tablant sur des « taux plus élevés pour plus longtemps » et leur effet ultérieur sur la croissance économique créent des pressions opposées sur les rendements, ce qui exige un positionnement agile

## Plus optimistes à l'égard des obligations, mais sélectifs sur le crédit

L'inflation élevée, les politiques agressives de la Fed et de la BCE, ainsi que les anticipations du marché tirent les rendements et les actifs risqués à la hausse. Alors que l'idée que l'inflation pourrait être maîtrisée avait suscité une certaine modération, les récents commentaires bellicistes des responsables politiques ont exercé une pression à la hausse sur les rendements. Le fléchissement de la croissance économique, notamment en Europe, complique encore la situation. Il est donc important à l'heure actuelle de comprendre dans quelle mesure, le cas échéant, les banques centrales peuvent revoir leurs postures intransigeantes pour aider les économies à surmonter les craintes de récession à venir.

**Cela se traduit par une préférence pour une approche agile, et un accent sur la liquidité et la qualité dans l'univers des actifs risqués.**

Les obligations des pays émergents offrent des opportunités, mais nous vous recommandons d'être sélectifs.

### Obligations mondiales et européennes

**Nous avons un point de vue proche de la neutralité sur la durée, mais nous conservons la possibilité de modifier ce positionnement.** Ainsi, nous réduisons légèrement notre position prudente sur les États-Unis et restons neutres/légèrement défensifs sur les pays core de l'Europe. Dans les pays semi-core et périphériques, les *spreads* sont contenus, mais nous préférons rester neutres/prudents sur la dette périphérique pour le moment. Ailleurs, nous explorons

les opportunités au Royaume-Uni, où nous sommes neutres, et au Japon (positionnement prudent), mais nous voyons des possibilités de diversification dans la dette publique chinoise. En ce qui concerne les seuils de rentabilité, nous avons légèrement revu notre opinion à la hausse sur les États-Unis et la zone euro.

**Du côté des obligations d'entreprise,** nous sommes attentifs au risque de décompression des *spreads* et suggérons aux investisseurs de rester neutres. En outre, nous privilégions la qualité (IG supérieur) et la dette moins risquée plus haut dans la structure du capital. Même dans le segment High Yield (HY), nous privilégions la dette subordonnée des émetteurs Investment Grade (IG). Nous pensons également qu'il existe des opportunités intéressantes sur les marchés primaires, à savoir le secteur financier en Europe, mais les investisseurs doivent être sélectifs et conscients des risques de liquidité. Sur le plan sectoriel, nous apprécions la finance de manière sélective.

### Obligations américaines

Les marchés oscillent entre les scénarios d'une économie en décélération et d'une Fed intransigente ayant réussi à restaurer une certaine crédibilité en matière de lutte contre l'inflation. De plus, les conditions financières se sont assouplies malgré les annonces de resserrement de la Fed. Ainsi, si nous restons neutres en durée, nous sommes très actifs et tactiques pour ajuster/renforcer notre position en fonction de l'ampleur des variations de rendement. Nous surveillons également les rendements réels

### Les rendements évoluent entre les politiques intransigeantes des banques centrales et les inquiétudes entourant la croissance



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 1<sup>er</sup> septembre 2022

GFI = obligations mondiales, FX ME/MEM = devises des marchés émergents, HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, UST = bons du Trésor américain, RMBS = titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles, ABS = titres adossés à des actifs, DF = devise forte, DL = devise locale, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, CRE = immobilier commercial, QT = resserrement quantitatif.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

- après leur récent rebond - afin d'évaluer les meilleurs points d'entrée sur les TIPS. Dans le crédit, les *spreads* des MBS d'agences sont désormais revenus à leur juste valeur et nous pensons donc que les investisseurs pourraient envisager de réduire leur durée de *spread*. Nous restons sélectifs en matière de crédit et nous surveillons le récent rebond des titres IG et HY, dont les valorisations sont désormais proches de leurs moyennes à long terme. Si nous sommes optimistes à l'égard du segment IG, nous sommes prudents sur le segment HY en raison des inquiétudes entourant les fondamentaux et les bénéfiques. Dans l'ensemble, nous gardons une position agile dans un contexte de visibilité limitée.

**Obligations des marchés émergents**

Nous sommes prudents vis-à-vis de la durée des marchés émergents, mais nous reconnaissons que la normalisation de la politique monétaire dans ces pays est plus avancée que dans les pays développés,

créant des opportunités dans le segment libellé en devise forte (nous préférons le HY au IG). Concernant les titres libellés en devise locale, nous sommes très sélectifs du fait des incertitudes liées à l'inflation et des différences de rythme de resserrement entre les pays, mais nous apprécions les pays offrant un portage élevé, comme l'Afrique du Sud et le Brésil. En Chine, nous surveillons la décélération de la croissance, les risques géopolitiques et les politiques gouvernementales.

**Devises**

L'évolution de la croissance chinoise et les tensions géopolitiques en Europe créent un environnement compliqué pour les devises. L'USD devrait continuer à bénéficier des incertitudes mondiales à court terme, tandis que l'EUR, la GBP, le CNH et d'autres devises cycliques devraient rester faibles. Sur les marchés émergents, nous apprécions le peso mexicain et le peso chilien.

ACTIONS

## La qualité et la résilience des bénéficiés en point de mire



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Cette année a été marquée par une dégradation des multiples en anticipation d'un ralentissement, ce qui se reflète dans la faiblesse des indicateurs avancés. Nous restons donc sélectifs et donnons la priorité à la solidité des bilans

### Évaluation globale

L'inflation élevée (aggravée par les prix du gaz / des matières premières) et le moral en berne des consommateurs affectent les revenus réels et, par conséquent, les dépenses discrétionnaires. Les marchés semblent toutefois croire à un scénario idéal dans lequel les banques centrales parviendraient à maîtriser l'inflation sans provoquer de récession significative. Nous pourrions observer une certaine stabilité à court terme des multiples si les rendements se stabilisent, mais les bénéficiés devraient continuer de déterminer l'orientation du marché à moyen terme et c'est là que des fragilités pourraient apparaître. **Par conséquent, notre priorité est de compléter la sélection de titres par une approche axée sur la qualité et la valeur afin d'identifier les entreprises qui récompensent les actionnaires.** Nous sommes convaincus de la résilience relative des États-Unis et de la Chine, mais nous sommes conscients des facteurs géopolitiques et économiques défavorables auxquels cette dernière est confrontée.

### Actions européennes

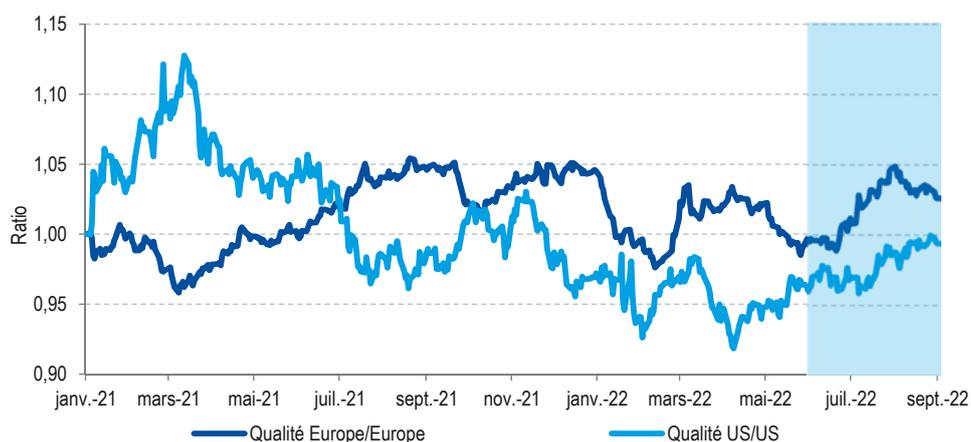
**Nous sommes un peu plus sélectifs aujourd'hui, car les bénéficiés de cette année et de l'année prochaine pourraient être affectés en raison du manque de visibilité.** Dans cet environnement, les investisseurs doivent conserver une approche équilibrée, en se concentrant sur des caractéristiques, telles que le pouvoir de fixation des prix des entreprises, leurs atouts individuels par rapport à leurs concurrents et la

différenciation des produits. Nous pensons également que le moment est venu de donner la priorité à la solidité des bilans. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs défensives de la consommation de base et de l'industrie. Mais les facteurs communs à l'ensemble de nos portefeuilles sont la correspondance entre les valorisations et la capacité de bénéficiés d'une entreprise, ainsi que la qualité de ceux-ci. En revanche, nous avons renforcé notre position prudente sur les technologies de l'information et restons défensifs sur l'énergie. Globalement, nous pensons que les investisseurs doivent s'en tenir aux fondamentaux et regarder au-delà du court terme.

### Actions américaines

La Fed a clairement indiqué sa volonté de contrôler l'inflation, même si cela implique de freiner l'économie. Par ailleurs, les estimations de bénéficiés semblent encore trop optimistes et seront révisées à la baisse, mais pas assez tôt car, habituellement, ces révisions ne permettent pas d'anticiper un ralentissement. **Nous pensons que dans cet environnement, les investisseurs doivent continuer à se concentrer sur les bénéficiés et les valorisations.** Sur ce dernier point, nous constatons que les secteurs défensifs traditionnels sont onéreux et offrent peu de valeur en termes de rendement à long terme. Nous n'aimons pas ces actions surévaluées et celles dont la croissance n'est pas rentable. En général, nous nous concentrons sur les sociétés dont les activités sont résilientes et qui ont la réputation de récompenser leurs actionnaires

### Performance des actions de qualité par rapport aux marchés



Source : Institut Amundi, Bloomberg, au 1<sup>er</sup> septembre 2022. Europe = MSCI Europe Quality et MSCI Europe. États-Unis = Russell 2000 Quality Factor et S&P 500.

## ACTIONS

par des dividendes/rachats d'actions, même en période de récession. Toutefois, les valeurs cycliques, qui sont généralement affectées en cas de ralentissement de l'économie, ont été malmenées. Cela est particulièrement vrai pour les secteurs de marché davantage axés sur la qualité, qui semblent aujourd'hui attractifs. Ces valorisations font l'objet d'un grand débat en interne, alors que nous évaluons l'ampleur de l'impact de la récession en restant patients et sélectifs.

**Actions émergentes**

Nous sommes prudents vis-à-vis des marchés émergents en raison des risques géopolitiques

(Chine/Taiwan/États-Unis), du cycle actuel de resserrement macroéconomique et de la poursuite de la guerre en Ukraine. Des valorisations attractives et d'importantes divergences persistent cependant. Nos principales convictions sur le plan sectoriel concernent la consommation discrétionnaire et l'immobilier, avec une préférence pour l'énergie. Nous privilégions des pays tels que le Brésil et les EAU à un moment où nous sommes légèrement moins positifs sur la Chine en raison d'incertitudes à court terme. Enfin, nous renforçons notre confiance à l'égard des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques*

*Le décalage persistant entre la demande et l'offre, conduit en définitive à une inflation plus persistante, plus généralisée et plus élevée que ce qui était anticipé jusqu'au printemps*

## L'inattention rationnelle au cœur de la stratégie des banques centrales

**L'origine de l'inflation n'est pas toujours bien comprise. Certains économistes avaient certes mis en garde contre une inflation imminente dès l'an dernier mais peu avaient anticipé le déplacement radical des dépenses des services vers les biens et les effets d'un tel déplacement. Il est probable que le fait que les anticipations d'inflation restent modérées soit dû au phénomène dit « d'inattention rationnelle ». Auquel cas, les anticipations d'inflation seraient une variable retardée et, en l'absence de resserrement monétaire, un désancrage des anticipations d'inflation serait inévitable.**

Le retour de l'inflation est devenu le sujet économique central. De son niveau et de son évolution attendue dépendent en particulier les politiques publiques et les marchés financiers.

Son origine n'est pourtant pas toujours bien comprise. Le plus frappant depuis le début de l'année, c'est l'erreur d'anticipation des économistes professionnels. Au cours des derniers mois, ces derniers n'ont cessé de revoir à la hausse leurs prévisions d'inflation, et à la baisse celles de croissance économique d'abord pour l'année en cours, et plus récemment pour 2023.

Certains économistes avaient certes mis en garde contre une inflation imminente dès l'an dernier, mais peu avaient anticipé le déplacement radical des dépenses des services vers les biens et les effets d'un tel déplacement dans une économie où les pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs ont entraîné des contraintes d'offre persistantes. Rappelons qu'au printemps 2021, la Fed prévoyait un pic d'inflation à 2,4 % et qu'en Europe, l'inflation n'était même pas une préoccupation à l'automne dernier.

La combinaison de chocs d'offre et de demande depuis la crise du Covid, avec les politiques publiques mises en place, a rendu les modèles inopérants. L'expérience de la stagflation des années 1970 avait déjà conduit à reconsidérer certaines hypothèses utilisées alors dans les modèles. La critique de Lucas (1976) suggère que l'utilisation de paramètres basés sur l'expérience passée ne permet pas d'évaluer les effets des changements dans les politiques macroéconomiques. L'importance relative des chocs de demande globale et d'offre diffère selon les pays. Sur la période récente, les facteurs de demande globale ont joué un rôle plus important dans l'explication de l'inflation américaine, alors que les chocs d'offre négatifs – problèmes d'approvisionnement et choc sur les prix de l'énergie – jouent un rôle prépondérant en Europe. En Europe, l'une des premières sources d'erreur de prévision a été l'évolution des prix du gaz qui est pour les économistes un facteur exogène. Dans un premier temps, la hausse des prix était donc vue comme un choc d'offre temporaire

appelé à se dissiper à mesure que les prix de l'énergie se stabiliseraient et que les chaînes logistiques se normaliseraient. Les salaires n'étant pas indexés sur l'inflation, il n'y avait pas à craindre de mécanisme inflationniste auto entretenu.

**Mais le prix de l'énergie est l'arbre qui cache la forêt.** Le rebond économique post-pandémie a coïncidé avec des problèmes de chaînes d'approvisionnement. Il en a résulté un **décalage persistant entre la demande et l'offre, qui conduit en définitive à une inflation plus persistante, plus généralisée et plus élevée que ce qui était anticipé jusqu'au printemps.**

Au fil des mois, il est ainsi apparu de plus en plus clairement que des facteurs de demande étaient prépondérants aux États-Unis où l'inflation avait commencé à se matérialiser dès l'an dernier, avec un marché du travail très tendu et des hausses de salaires. Outre atlantique, l'excès de demande s'explique en grande partie par la *policy* mix expansionniste poursuivi pendant la crise du Covid. Le cas américain aurait dû alerter plus tôt.

Dans ce contexte, il est frappant d'observer que les grandes banques centrales portent une attention soutenue au concept d'**inattention rationnelle**<sup>1</sup>, explicitement mis en avant par Powell à Jackson Hole. Ce concept permet de comprendre comment l'inflation réelle influe (ou non) sur les anticipations. L'inattention rationnelle vient du fait que les agents économiques ont une capacité limitée à comprendre les interactions entre les variables économiques. Leurs anticipations n'évoluent que progressivement et insuffisamment en raison de l'incertitude sur les signaux plus élevés. En d'autres termes, les anticipations d'inflation sont une variable retardée!

Les modèles économiques ont été enrichis depuis 10 ans avec la prise en compte de cette inertie dans les anticipations. Cette littérature est prise en considération par les banques centrales. Il faut des conditions monétaires moins accommodantes (les taux réels sont toujours très négatifs) pour ancrer durablement les anticipations d'inflation, fût-ce au prix d'une récession.

*Achévé de rédiger le 31 août 2022*

<sup>1</sup> La BCE consacrait un [document de travail](#) à une revue de la littérature sur ce sujet en juin 2021

LE THÈME DU MOIS

**Saison de publication du T2 : les bons résultats ont contribué au rallye d'été**



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



**Joao TONIATO,**  
Stratège Recherche Actions

**La saison des bénéfiques du deuxième trimestre a de nouveau été meilleure que prévu et a contribué à la reprise du marché actions jusqu'à la mi-août. Ces résultats sont toutefois de « qualité médiocre » et ne justifient pas de revenir à un positionnement haussier sur les actions. En effet, à terme, la baisse des marges depuis leurs niveaux très élevés devrait, selon nous, entraîner un repli des bénéfiques.**

La saison de publications des résultats a de nouveau été favorable. La croissance sur 12 mois des bénéfiques au deuxième trimestre est ressortie à 8,5 % aux États-Unis pour le S&P500 et à 29,8 % en Europe pour le Stoxx 600 d'après les chiffres de Refinitiv au 30 août. Ces chiffres s'inscrivent en retrait par rapport à ceux du premier trimestre (11,4 % aux États-Unis et 42,1 % en Europe), mais restent néanmoins excellents et supérieurs aux anticipations du consensus. Tout d'abord, il convient de noter que les chiffres européens sont plus élevés que ceux des États-Unis, ce qui doit être interprété comme un retard de

l'Europe par rapport aux États-Unis dans le ralentissement économique plutôt que comme une meilleure résistance à celui-ci.

L'inflation (et, en Europe, la faiblesse de la devise) continuera à soutenir les chiffres d'affaires et, par conséquent, les bénéfiques (nominaux), mais la baisse des marges par rapport à leurs niveaux très élevés finira par entraîner, selon nous, un repli des profits. Cela signifie qu'il faudrait, avant de redevenir haussier sur les actions, que les bénéfiques capitulent et que la Fed effectue un virage crédible.

**Des faiblesses déjà perceptibles**

Les résultats du deuxième trimestre ont été solides dans toutes les régions. Malgré des bénéfiques européens continuellement revus à la hausse depuis le début de l'année, 60 % des entreprises européennes ont encore annoncé des résultats trimestriels supérieurs aux attentes. Aux États-Unis, 78 % des entreprises ont publié des résultats supérieurs au consensus, les prévisions de bénéfiques ayant été revues à la baisse à la veille de la saison des résultats.

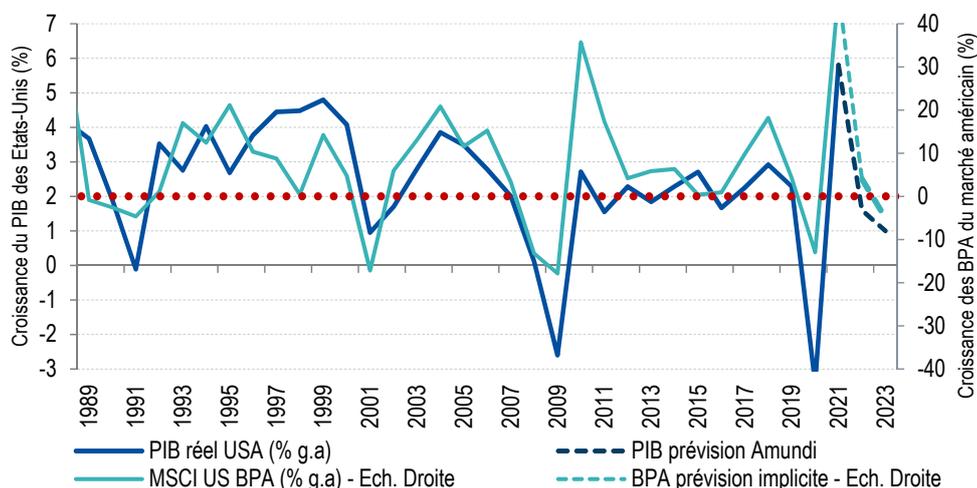
Pourtant, si l'on regarde sous la surface, les chiffres donnent à réfléchir. En effet, le principal moteur de ces bons résultats a été le secteur de l'énergie. Ainsi, aux États-Unis, si l'on exclut

le secteur de l'énergie, la croissance sur douze mois du deuxième trimestre devient négative pour la première fois au cours de ce cycle (à -2,2 % contre +8,5 %). En Europe, si la croissance reste positive, elle chute radicalement, passant de 29,8 % à 9,0 %.

Par ailleurs, ces résultats sont tirés par les chiffres d'affaires. L'inflation favorise la croissance (nominale) des ventes et des bénéfiques. Mais, au-delà des chiffres d'affaires, la tendance à la compression des marges apparaît déjà clairement. Les marges bénéficiaires nettes des États-Unis et de l'Europe ont passé leur pic au premier trimestre (d'après les données de Datastream) après

Résultats « de qualité médiocre » : la croissance sur un an des bénéfiques américains au deuxième trimestre passe dans le rouge si l'on exclut le secteur de l'énergie

**1/ Croissance du PIB et des BPA américains**



Source : Refinitiv, FMI, Amundi Institute - Données au 31 août 2022

## LE THÈME DU MOIS

*La compression des marges a commencé : elles ont passé leur pic aux États-Unis et en Europe, mais leur niveau reste très élevé*

avoir atteint des niveaux extrêmes aux États-Unis comme en Europe. Elles sont arrivées au deuxième rang des marges historiquement les plus élevées (juste derrière le pic d'avant la crise de 2008). Depuis, les marges nettes ont perdu du terrain, passant de plus de 12 % aux États-Unis et de plus de 9 % en Europe à 10,8 % et 8,3 % respectivement. Ces niveaux restent toutefois très élevés et cette tendance baissière devrait se poursuivre, car la pression sur les revenus disponibles devrait s'intensifier et l'activité économique ralentir.

En ce qui concerne l'Europe, la faiblesse de l'euro est une autre facette de cette « qualité médiocre » de la croissance des

chiffres d'affaires et des bénéfices. Une variation d'environ 10 % de l'euro pondéré des échanges se traduit en principe par une variation d'environ 6 % des BPA. Pour l'instant, le niveau de la devise correspondrait à une augmentation d'environ 3 % des bénéfices européens en 2022.

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. Ainsi, tout bien considéré, cela signifie que les prochains trimestres seront plus difficiles et qu'il ne faut pas extrapoler sur les chiffres actuels pour anticiper ceux des prochains trimestres.

**Nous continuons de penser que les bénéfices vont baisser**

La résilience observée jusqu'à maintenant n'est pas inattendue (même si elle est supérieure aux estimations initiales). Malgré l'inflation (et, en Europe, la faiblesse de l'euro) qui soutient la croissance des chiffres d'affaires, la baisse des marges depuis leurs niveaux très élevés devrait cependant finir par provoquer une baisse des bénéfices. Il est probable que nous assistions encore à une certaine résilience des résultats au troisième trimestre, mais celle-ci sera moindre qu'au deuxième et il est probable que la croissance des bénéfices devienne négative en 2023.

La hausse persistante des prévisions du consensus IBES pour les bénéfices de 2022 montre désormais des signes d'essoufflement. Nous avons assisté aux premières révisions à la baisse des prévisions de BPA 2022 pour l'indice MSCI World AC au cours de l'été, elles restent solides (+10,9 %). Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2022 se situent maintenant à 7,9 % aux États-Unis et à 17,1 % en Europe. Au niveau géographique, les principaux contributeurs à la baisse ont été la région Pacifique hors Japon (révision à la baisse de 1,2 % des bénéfices pour 2022) et les États-Unis (baisse de 0,6 % par rapport au mois dernier). Toutefois, les bénéfices japonais ont tout de même été révisés à la hausse de 0,7 % et les bénéfices européens de 1,8 % sur la même période. En termes sectoriels, comme indiqué ci-dessus, la principale contribution découle de la poursuite des révisions à la hausse dans le secteur de l'énergie, ce qui explique en partie la plus forte révision à la hausse des bénéfices européens, étant donné le poids plus important de ce secteur en Europe (6,1 % de la capitalisation boursière) qu'aux États-Unis

(2,5 %). Le secteur de la consommation cyclique est le principal secteur à avoir subi des révisions à la baisse pour l'instant, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Si l'on se réfère au passé, une croissance de 2 % du PIB est généralement nécessaire pour que la croissance des BPA soit positive aux États-Unis. Nos économistes ont récemment revu leurs prévisions à la baisse, les ramenant de 1,5 % à 1,0 %, ce qui devrait se traduire par un recul des bénéfices aux États-Unis l'an prochain. De même, en Europe, une croissance de 3 % du PIB mondial est en principe le seuil à partir duquel la croissance des bénéfices est positive. Or, nos économistes viennent de réviser leurs prévisions à la baisse de 3,1 % à 2,7 %. Il est donc vraisemblable que l'Europe enregistre également une croissance négative de ses bénéfices l'année prochaine.

Précisons ici que, dans un monde où l'inflation est élevée, une baisse des bénéfices ne devrait pas être dramatique. Notre scénario central ne retient pas une chute des bénéfices telle que celles observées lors des récentes récessions, notamment celle de 2008 (lorsque les BPA américains se sont effondrés d'environ 35 % et les BPA européens de 45 % selon IBES), pour autant, des chiffres négatifs sont à prévoir et une capitulation est toujours attendue sur ce front. Dans les années 1970, période de référence en matière d'inflation élevée, les baisses de bénéfices étaient de l'ordre de 10 % aux États-Unis. En outre, lors de toutes les récessions, du moins depuis les années 1970, les baisses de bénéfices en Europe ont toujours été plus fortes qu'aux États-Unis.

**Quel impact pour nos positions en actions ?**

**Au-delà de son apparente résilience, la dynamique sous-jacente des bénéfices incite à rester prudent sur les actions.**

Le repli des marchés d'actions en début d'année étant essentiellement dû à la forte hausse de l'inflation et au durcissement

## LE THÈME DU MOIS

*Conviction forte pour les actions dont les bénéfices et les marges font preuve de résilience*

tardif et marqué de la politique monétaire, la perception par le marché d'un pic d'inflation aux États-Unis alors qu'il était survenu a logiquement entraîné un rebond. La résilience des bénéfices au deuxième trimestre a été un argument supplémentaire en faveur de ce rallye.

Le ratio cours/bénéfice américain actuel (18,9 fois les bénéfices réalisés) est désormais largement cohérent avec un retour de l'inflation en dessous de 3%. Si l'on admet cette hypothèse, l'essentiel du réajustement du prix des actions serait déjà réalisé (en termes de ratio cours/bénéfices passé). Si ce n'est pas le cas, un régime d'inflation plus élevé, entre 3 et 6%, plaiderait pour un ratio cours/bénéfice plus faible, avec un équilibre autour de 16x. En ce qui concerne les bénéfices, une régression S&P500 et MSCI Europe sur les indices des profits correspondants, nous indique qu'après son rebond, le marché américain prévoyait une croissance stable des profits, toutes choses égales par ailleurs, et seulement un léger recul en Europe. Ce scénario reste envisageable, si l'inflation diminue et si les économies américaine et mondiale restent particulièrement résistantes, mais au plus fort de ce rebond, les marchés semblaient valoriser la perfection sans laisser de place pour une quelconque déception.

Pour adopter une position procyclique, il faudrait un « pivot » réussi de la Fed et une capitulation sur le plan des bénéfices, mais ces conditions ne sont pas encore réunies. Par conséquent, il est toujours probable que la reprise actuelle ne soit qu'un rebond de contre-tendance.

**Sur le plan régional, nous maintenons une préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro.** La priorité du marché devrait finalement passer de « trop d'inflation » à « pas assez de croissance ». Les actions de la zone euro qui sont à la fois plus cycliques et en retard sur les États-Unis en termes de révisions à la baisse des bénéfices devraient s'avérer moins résistantes que les actions américaines.

**Notre approche est plutôt diversifiée en termes de styles.** Une combinaison des styles *value* et qualité reste pertinente en tant que position core. Le style *value* continue de représenter une couverture contre l'inflation, au cas où les prévisions du marché seraient trop optimistes sur ce plan et le style qualité profite généralement des fins de cycles, lorsque les bénéfices sont en danger. Les actions à dividendes élevés (et sûrs) devraient tirer avantage de la situation, car lorsque les performances des actions sont faibles, les dividendes en absorbent

une grande partie. Enfin, le style *low volatility* est également intéressant, car la volatilité a tendance à augmenter en fin de cycle, lorsque les révisions de bénéfices s'accroissent.

**La résilience des bénéfices est essentielle pour les choix sectoriels.**

Les secteurs défensifs ont sous-performé au cours du récent rebond de marché et les secteurs cycliques restent bon marché. Pour autant, nous continuons à considérer la soutenabilité des marges et bénéfices comme le principal facteur d'allocation sectorielle, d'où un biais plutôt en faveur des secteurs défensifs. Dans certains cas, cependant, les marges et la rentabilité des secteurs cycliques s'avèrent également résilientes. Par conséquent, notre allocation sectorielle en Europe pourrait être considérée comme une stratégie de type « barbell », mais avec une pondération un peu plus importante du côté défensif.

Le secteur de la santé nous paraît toujours incontournable, malgré des disparités extrêmes entre les valorisations des équipements de santé et celles des grandes valeurs pharmaceutiques. Ainsi, si nous restons optimistes sur ce secteur, nous l'abordons en priorité via les sociétés d'équipements de santé. Le secteur des produits de base reste également prioritaire malgré ses valorisations élevées, les produits personnels et même l'alimentation et les boissons ayant continué à surperformer tout au long du rallye, alors qu'ils surperformaient déjà avant celui-ci. Cette dynamique devrait se maintenir et les valeurs de ce secteur devraient bien résister à la baisse des bénéfices.

Parmi les secteurs non défensifs, nous pensons que celui de l'énergie pourrait poursuivre sa progression, surtout si le ralentissement économique s'avère modéré. Les segments de qualité élevée, comme le luxe, sont, à notre avis, à surpondérer en priorité, car la résilience de leur rentabilité et de leurs marges est très forte. Le secteur de la construction offre des opportunités, notamment sur les actions exposées aux mesures de relance budgétaire et aux investissements publics qui devraient préserver leurs bénéfices durant le ralentissement. De même, le secteur de l'aérospatiale et de la défense devrait bénéficier d'un environnement structurellement porteur.

Les valeurs financières pourraient se démarquer en évitant une compression de leurs marges à la faveur de la hausse des taux d'intérêt, mais nous préférons aborder ce secteur via les valeurs d'assurance, les banques étant plus à risque en cas de contraction économique.

## LE THÈME DU MOIS

Enfin, pour ce qui est des secteurs à éviter, nous avons avant tout sous-pondéré celui des minières ces derniers mois, en raison de l'évolution des prix des métaux et de leur forte dépendance vis-à-vis du marché chinois dont l'activité a été perturbée par les confinements. La surperformance en début d'année paraissait exagérée. Le secteur ayant fortement sous-performé depuis juin, nous réduisons quelque peu la sous-pondération,

mais restons prudents. Nous continuons d'éviter l'immobilier, car ce secteur est généralement l'un des moins performants en cas de ralentissement économique, surtout lorsque l'inflation est élevée. La technologie, enfin, est un secteur que nous avons évité jusqu'ici et sur lequel nous ne sommes pas prêts à revenir en l'absence de trajectoire baissière claire de l'inflation.

*Achévé de rédiger le 31 août 2022*

THÉMATIQUE

## Taïwan : penser l'impensable

**L'invasion récente de l'Ukraine par la Russie a concentré l'attention des investisseurs sur la question de Taïwan et l'attitude à attendre de la République populaire de Chine concernant ce dossier. Nous pensons que le risque de guerre reste faible.**



**Patrice LEMONNIER**  
Responsable Actions, Marchés émergents



**Nick MC CONWAY**  
Responsable des actions Asie hors Japon

La République populaire de Chine (RPC) considère que Taïwan fait partie intégrante de son territoire. Cette position, partagée par les alliés occidentaux après la Seconde Guerre mondiale, fut confirmée par l'acceptation générale de la politique de « Chine unique » au cours des 40 dernières années. Il est donc légitime de penser que la RPC souhaiterait, à un moment donné, ramener la gouvernance de Taïwan sous l'autorité de Pékin. Xi Jinping a lui-même déclaré en janvier 2019 que la fracture politique qui sépare les deux côtés du détroit « ne peut pas se perpétuer de génération en génération ». Certains observateurs estiment — à tort ou à raison — que le dirigeant chinois souhaite régler le dossier taïwanais avant de quitter le pouvoir.

Une telle réunification de la Chine représente néanmoins un défi important, étant donné qu'au fil des ans, le régime politique de Taïwan a évolué pour devenir de plus en plus démocratique. Une intégration complète est

d'autant plus compliquée que la gestion par la Chine du rétablissement de sa souveraineté sur Hong Kong n'a pas été bien perçue par la population taïwanaise.

Les déclarations passées de Xi Jinping, l'animosité croissante entre les États-Unis et la Chine et la récente invasion de l'Ukraine par la Russie ont concentré l'attention des investisseurs sur la question de Taïwan et l'attitude que pourrait adopter la République populaire de Chine concernant ce dossier. La visite récente de Mme Nancy Pelosi fut considérée par la Chine comme une provocation en violation de la politique de « Chine unique » que les États-Unis avaient formellement reconnue. Heureusement, le président Biden aurait clairement indiqué, lors d'un entretien téléphonique de 137 minutes avec le président Xi Jinping le 28 juillet, qu'il n'approuvait pas cette visite et que la politique de Washington à l'égard de Taïwan restait inchangée.

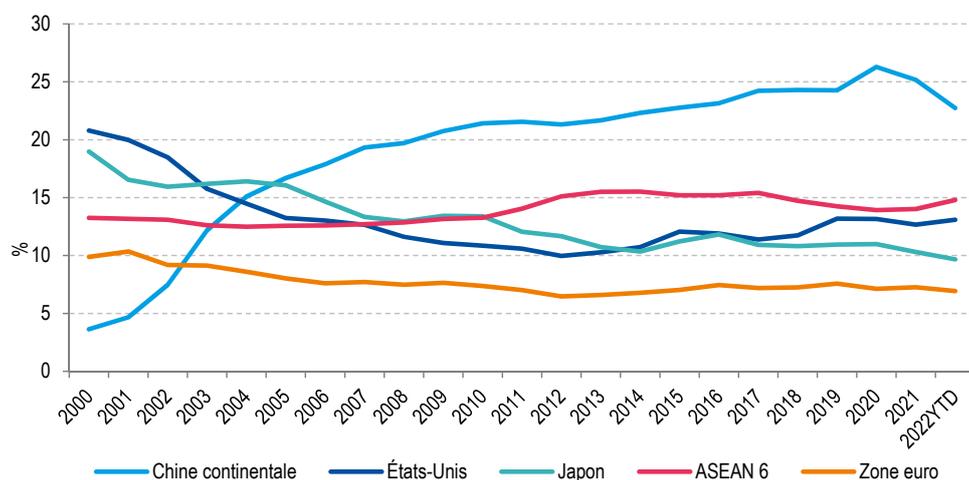
**Nous pensons que le risque de guerre à Taïwan reste faible, compte tenu de ce qui précède, mais aussi des considérations ci-dessous :**

- Le coût économique pour la Chine comme pour le monde développé serait catastrophique. Une telle guerre rapprocherait probablement l'Europe des États-Unis dans une stratégie d'endiguement de la Chine, susceptible de déclencher des sanctions coordonnées débouchant sur une crise économique mondiale. L'économie chinoise serait directement touchée, en raison de

l'effondrement de la demande pour ses exportations et des perturbations de la production. Pour le reste du monde, cela générerait un choc d'approvisionnement majeur, d'une ampleur bien supérieure à celle des conséquences de la guerre en Ukraine, causant une baisse de la croissance potentielle mondiale. Une guerre affecterait aussi sérieusement les perspectives de croissance à long terme de la Chine. L'accès

Une guerre affecterait sérieusement les perspectives de croissance à long terme de la Chine

### 1/ Commerce de Taïwan avec ses principaux partenaires, en pourcentage du total du commerce extérieur



Source : Amundi Institute, CEIC. Données à août 2022

## THÉMATIQUE

aux intrants pour lesquels la Chine n'est pas autosuffisante se compliquerait (matières premières et composants de haute technologie pour les semi-conducteurs) dans la mesure où la guerre conduirait probablement à une séparation totale entre l'économie chinoise et l'Occident.

- De toute évidence, les progrès économiques impressionnants réalisés par la Chine au cours des 30 dernières années, qui ont permis à des centaines de millions de personnes de sortir de la pauvreté et de parvenir à des niveaux de revenus comparables à ceux du monde développé, ont joué un rôle déterminant dans le soutien de la population au régime actuel. Selon nous, un fort recul économique affaiblirait gravement le mandat accordé par le peuple et une rhétorique nationaliste ne compenserait guère un effondrement du niveau de vie.
- Certains experts militaires estiment que les ressources militaires chinoises ne sont pas suffisantes pour réussir des débarquements à plus de 140 km des côtes chinoises (comme ce fut le cas en Normandie pendant la Seconde Guerre mondiale).
- Une guerre avec Taïwan ne se solderait pas par une appropriation des technologies taïwanaises, car il est probable que l'expertise matérielle et humaine se volatiliserait. Le scénario le plus probable est que les usines de semi-conducteurs seraient (volontairement ou non) endommagées et que les personnes clés fuiraient à l'étranger.
- La volonté affichée par les pays occidentaux de sanctionner la Russie à tous les niveaux (particuliers, entreprises, réserves de change) est probablement très dissuasive pour les autorités chinoises, qui ne peuvent que s'attendre à une réaction tout aussi dure en cas d'invasion de Taïwan.

La probabilité d'un blocus pur et simple de Taïwan nous paraît également faible. Cette conviction ne s'explique pas par le fait qu'un blocus perturberait la circulation dans le détroit de Taïwan, la route la plus fréquentée pour le transport de conteneurs, utilisée par 88 % des plus grands navires du monde, car d'autres routes pourraient être utilisées

(même si ces dernières sont nettement plus longues et donc bien plus coûteuses). À notre sens, la raison pour laquelle il ne faut pas s'attendre à un blocus durable de Taïwan est plutôt que l'île est un élément essentiel de la chaîne d'approvisionnement mondiale en semi-conducteurs. Un blocus infligerait de lourds dommages économiques à la fois à la Chine et à l'Occident, et donc à l'économie mondiale.

Pour autant, si nous jugeons que la probabilité que la Chine ou les États-Unis déclenchent volontairement une guerre est faible, nous pensons également que le risque d'incidents a augmenté, car :

- les États-Unis sont déterminés à renforcer leurs relations avec Taïwan (idéologiquement parlant : opposition entre démocratie et autocratie, notamment à la suite des événements survenus entre la Russie et l'Ukraine).
- la Chine de Xi Jinping est de plus en plus irritée par le fait que la politique de « Chine unique » est interprétée différemment par les États-Unis et leurs alliés.
- la communication régulière entre l'APL chinoise et l'armée américaine a été interrompue à la suite de la visite de Mme Pelosi.

Nous pensons que la durabilité et la qualité de la croissance chinoise et l'augmentation de la prospérité du pays n'ont jamais été aussi importantes pour la RPC. Ainsi, malgré les propos nationalistes tenus récemment par Xi Jinping, aucun compte à rebours n'est enclenché. Par ailleurs, il est également vrai qu'en dépit du resserrement autoritaire récent du parti communiste chinois, un changement de régime ou une transformation politique n'est pas totalement inconcevable, compte tenu de ce qui s'est passé en Corée du Sud, au Brésil, en Grèce... et à Taïwan.

Info de dernière minute : l'armée chinoise a déclaré le 10 août qu'elle avait terminé ses exercices autour de Taïwan, mais qu'elle conduirait régulièrement des patrouilles et des entraînements dans la région.

*Achévé de rédiger le 22 août 2022*

## THÉMATIQUE



**Patryk DOZDZIK,**  
Macrostratège Senior, Marchés  
émergents

*Le cycle électoral en Amérique latine a vu l'arrivée aux affaires de trois présidents de gauche dans la région andine*

## Cycles électoraux en Amérique latine : forte incertitude concernant les transitions et orientations politiques

Le cycle électoral en Amérique latine, qui a porté au pouvoir trois présidents de gauche dans la région andine, est peut-être déjà aux deux tiers révolu, mais l'incertitude politique qu'il génère est loin d'être terminée. Le Chili et la Colombie sont en train de renforcer le poids et le rôle de l'État, tandis que des conditions politiques et macroéconomiques extrêmes ont obligé le Pérou et l'Argentine, à procéder, pour le premier, à un nouveau remaniement, pour le second, à un remaniement en profondeur. Au Brésil, où l'élection aura lieu en octobre, Lula devance largement Bolsonaro dans les sondages, mais cet écart tend à se réduire.

La situation politique en Amérique latine a été particulièrement mouvementée, sinon explosive, à cause du sentiment de rejet de l'ordre établi et du mécontentement général des populations, deux facteurs que la crise du Covid-19 n'a fait qu'amplifier. Le cycle a démarré il y a un peu plus d'un an avec l'élection au Pérou d'un président très marqué à gauche et s'est poursuivi, six mois plus tard, avec un scénario similaire au Chili. La Colombie, à son tour, vient tout récemment de porter à 3 sur 3 les victoires de chefs d'État de gauche dans la région andine, un résultat d'autant plus étonnant que le pays n'avait jusqu'ici jamais élu de président de cette couleur politique. Quelques résultats d'élections (de mi-mandat) sont toutefois allés à l'encontre de la tendance générale. Les coalitions au pouvoir en Argentine et au Mexique ont cédé des sièges clés, faisant perdre la majorité simple aux péronistes et la majorité qualifiée au parti Morena d'Andrés Manuel López Obrador (AMLO).

Le cycle électoral en est à ses 2/3 mais l'incertitude politique et stratégique découlant de ces premiers résultats est loin d'être terminée. En **Argentine**, un remaniement gouvernemental en faveur d'une orientation plus orthodoxe a été nécessaire pour mettre fin à la dégringolade du peso et éviter tout ajustement économique désordonné qui compromettrait davantage les chances des péronistes lors des élections de l'année prochaine. Au **Pérou**, un nouveau remaniement (il y a eu en moyenne un changement de ministre tous les quelques jours) a été nécessaire pour résoudre les graves problèmes chroniques de gouvernance de la présidence Castillo. Une procédure de

destitution reste l'issue la plus probable. Au **Chili**, les regards sont braqués sur le processus constitutionnel qui décidera, dans les prochains jours, si la constitution nouvellement rédigée pourra être mise en œuvre ou si le processus doit être relancé. Par ailleurs, l'administration de Gabriel Boric travaille à une réforme fiscale ambitieuse et dévoilera bientôt sa proposition de réforme des retraites, qui aura des répercussions importantes sur l'économie et la société. En **Colombie**, la transition électorale s'est déroulée sans heurts, malgré la réforme budgétaire de grande envergure récemment dévoilée qui montre assez clairement que l'administration ne manque pas de propositions ambitieuses plus ou moins en phase avec les promesses faites durant la campagne.

Au **Brésil**, l'élection présidentielle se tiendra en octobre. L'ancien président Luiz Inacio Lula da Silva devance assez confortablement le président sortant Jair Bolsonaro dans les sondages, malgré l'affirmation d'une tendance inverse, favorisée par le ralentissement de l'inflation et l'augmentation des transferts directs. Ici aussi des changements se profilent dans la politique macroéconomique, même s'ils ne seront pas aussi spectaculaires que dans le reste de la région, à l'exception du **Mexique**, qui fait figure d'oasis de paix politique en Amérique latine. Cependant, si le climat politique interne est plutôt calme, les frictions sur le front de l'accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) sont à surveiller, car elles pourraient compromettre les vents favorables particulièrement puissants générés par les récents chocs géopolitiques.

**Nous examinons ci-dessous plus en détail les évolutions politiques propres à chaque pays**

**Colombie : la troisième fois est la bonne pour Gustavo Petro. Transition électorale sans heurts, d'importants changements macroéconomiques sont déjà en cours**

Au mois de juin, Gustavo Petro a remporté le second tour des élections présidentielles

contre Rodolfo Hernandes (indépendant de droite) avec 50,44 % des voix contre 47,31 %

## THÉMATIQUE

*Le nouveau projet de constitution a été rejeté par une grande majorité de Chiliens, même s'ils sont encore plus nombreux à juger l'ancienne Magna Carta de l'ère Pinochet dépassée*

pour son concurrent, devenant ainsi le tout premier chef d'État de gauche en Colombie. La troisième fois aura été la bonne (il s'était déjà présenté en 2010 et avait atteint le second tour en 2018). Il est désormais le troisième président de gauche à être élu dans les Andes durant l'actuel cycle électoral.

Gustavo Petro avait fait campagne sur un programme ambitieux de réforme budgétaire (plus de dépenses sociales nécessitant une augmentation structurelle des prélèvements obligatoires) de réforme des retraites, du foncier et de la santé, d'interdiction de toute nouvelle exploration pétrolière (un aspect particulièrement problématique pour une économie présentant un double déficit) de mesures protectionnistes, etc. Il a toutefois modéré son propos entre les deux tours, puis comme Gabriel Boric au Chili, a nommé un ministre des Finances orthodoxe en la personne de José Antonio Ocampo et formé une majorité de travail (conditionnelle) au

**Chili : le rejet par référendum du projet de nouvelle Constitution a relancé le processus, dans un climat qui devrait être constructif**

Le projet de nouvelle constitution a été rejeté à l'issue du référendum obligatoire du 4 septembre, le résultat étant sans appel (62 % contre et 38 % pour). Le processus va cependant continuer, la majorité politique en place jugeant obsolète la loi foncière héritée des années Pinochet et souhaitant éviter une nouvelle période de troubles sociaux similaires à ceux de fin 2019.

Le président Boric est favorable à une réécriture intégrale de la Magna Carta chilienne (dans un environnement plus constructif). L'opposition, en revanche, souhaiterait recourir à des amendements, sachant que le Congrès a déjà réduit les majorités constitutionnelles requises pour faciliter l'adoption de tels amendements. Quelle que soit la méthode choisie, la prochaine constitution sera probablement de meilleure qualité que celle qui vient d'être

Congrès qui devrait en théorie éviter les pièges de gouvernance rencontrés au Pérou. Pourtant, bien que relativement modérée, la réforme budgétaire récemment dévoilée a montré plus clairement ce que la nouvelle administration a en tête : renforcement du rôle de l'État, augmentation des dépenses en taxant davantage les riches, les entreprises et les industries extractives (ces dernières devant également réduire leur taille), l'objectif ultime étant de diminuer les inégalités économiques dans le pays.

Reste désormais à savoir comment les recettes supplémentaires seront dépensées, mais nous supposons qu'elles seront en grande partie redistribuées plutôt qu'épargnées. La manne pétrolière et la surchauffe de l'économie ont permis de stabiliser la dynamique de la dette sur le plan cyclique, mais la Colombie a besoin d'un plan structurel et d'une règle budgétaire efficace pour maintenir les engagements publics sur une trajectoire durable.

rédigée. Il semble donc que le pic soit passé en termes de risques extrêmes, même si l'incertitude va perdurer.

Le gouvernement travaille en parallèle à la mise en place d'une réforme fiscale ambitieuse destinée à générer des recettes supplémentaires de l'ordre de 4 % du PIB, dont une grande partie sera consacrée à des programmes sociaux. De plus, une réforme des retraites, qui sera également dévoilée prochainement, devrait exercer une pression supplémentaire sur les comptes publics. De manière générale, sous la direction pragmatique du ministre des Finances, Mario Marcel, l'économie subit de profondes mutations avec l'augmentation du poids de l'État et l'évolution de son rôle qui, en plus d'être celui d'un régulateur, est de plus en plus aussi celui d'un fournisseur de services.

**Pérou : un énième remaniement gouvernemental ne fait que reporter une éventuelle procédure de destitution, sans améliorer durablement la gouvernabilité**

Le gouvernement de Pedro Castillo connaît, en moyenne, un changement de ministre tous les quelques jours : il y en a eu près de 70 depuis la mise en place du nouveau gouvernement à l'été 2021. Le dernier remaniement, il y a quelques semaines, concernait six ministères, mais la démission du Premier ministre n'a pas été acceptée par le président. Le portefeuille clé des finances et de l'économie a été confié à M. Burneo, ancien ministre, membre du conseil d'administration de la banque centrale et personnalité politique plus influente que son prédécesseur. Les autres nominations sont en

revanche nettement moins consensuelles et concernent des personnalités précédemment déchargées de leurs fonctions, comme M. Chavez. Le refus de la démission de M. Torres et les nominations peu convaincantes à d'autres postes suggèrent que Pedro Castillo a eu du mal à attirer des profils « sérieux » dans son cabinet.

Le remaniement lui-même prolongera le *statu quo* inconfortable, la gouvernabilité constituant un problème majeur. Cependant, contrairement à la situation qui prévaut

## THÉMATIQUE

---

*L'économie gravement déséquilibrée de l'Argentine a désespérément besoin de mesures orthodoxes*

---

en Colombie ou surtout au Chili, de grands changements structurels/de régime sont peu probables étant donné l'absence de consensus sur à peu près tout (y compris la destitution du président actuel - nous y reviendrons plus loin). En d'autres termes, le manque de gouvernabilité constitue davantage un problème cyclique qu'un obstacle structurel impliquant des réévaluations significatives de la part des marchés.

La situation actuelle semble insoutenable et se soldera, selon nous, par une procédure de destitution. En effet, le président en exercice ne souhaite pas démissionner, car cela l'exposerait davantage sur le plan juridique. Selon les rumeurs, s'il ne manque que quelques voix à l'opposition sur les 87 nécessaires pour se débarrasser de M. Castillo,

les parlementaires en place hésiteraient à lancer une procédure de destitution qui leur coûterait leur poste. En effet, au Pérou, une procédure de destitution entraîne également la dissolution du Congrès et la tenue de nouvelles élections auxquelles les députés en exercice ne peuvent pas participer. Pour autant, la situation actuelle étant tout simplement trop erratique pour être soutenable, nous pensons qu'une destitution finira par être prononcée. Tôt ou tard.

Si de nouvelles élections sont susceptibles de faire remonter l'incertitude politique à court terme, elles constitueront probablement un pas dans la bonne direction. Elles devraient en effet conduire à un fonctionnement plus ordonné de l'écosystème politique, bénéfique pour le pays à moyen terme.

**Argentine : un remaniement nécessaire pour enrayer la chute du peso. Le traitement des vrais problèmes ne pourra probablement commencer qu'après les élections**

La dégradation de la situation monétaire au lendemain de la démission du ministre des Finances, M. Guzman, a finalement entraîné un important remaniement politique en août et la nomination de Sergio Massa en tant que « super ministre » responsable de l'Économie, de la Production, de l'Agriculture et des négociations avec le FMI. M. Massa, un ancien chef de cabinet et candidat présidentiel qui présidait jusqu'à récemment la Chambre des députés, est considéré comme l'un des politiques les plus favorables au marché de la coalition au pouvoir. De plus, il dispose d'un poids politique important. M. Massa a commencé par désigner comme son numéro deux Gabriel Rubinstein, un économiste chevronné, connu pour ses critiques sévères de la vice-présidente et de sa politique. Ces choix laissent penser que M. Massa a reçu la liberté de mettre en œuvre les politiques nécessaires à la stabilisation de l'économie, tout en veillant, bien sûr, à en minimiser le coût politique.

L'économie, gravement déséquilibrée, a désespérément besoin de politiques plus orthodoxes. La nomination de M. Massa vient opportunément renforcer la confiance et devrait également rendre le pays plus gouvernable tout en réduisant l'incertitude politique. M. Massa se concentrera sur le respect des objectifs fixés dans le cadre de l'accord avec le FMI, à savoir la réduction du déficit budgétaire primaire à environ

2,5 % du PIB, la réduction du financement monétaire et le resserrement de la politique monétaire, en ramenant notamment les taux réels en territoire positif. En effet, même si la Banque centrale a fortement relevé ses taux, l'inflation très élevée a neutralisé une grande partie des progrès réalisés. En ce qui concerne les ajustements budgétaires, M. Massa entend augmenter les prix des services publics, réduire progressivement les subventions à l'énergie (pour les hauts revenus et sans modifier les prix pour les ménages les plus modestes) et introduire des plafonds de consommation. En outre, les dépenses publiques d'investissement et les transferts aux provinces seront réduits. Pour autant, les programmes d'aide sociale devraient augmenter et non diminuer.

Les mesures prises par M. Massa devraient permettre de stabiliser la situation macroéconomique et de satisfaire les exigences à court terme du FMI. Cependant dans la perspective des élections de l'année prochaine, il est peu probable que l'administration fasse le nécessaire pour résoudre les déséquilibres économiques sous-jacents, par exemple en procédant à une dévaluation. En fait, les dépenses et les pressions populistes vont probablement s'accroître à l'approche des élections, de sorte que la situation macroéconomique va à nouveau se détériorer jusqu'à ce que la prochaine administration soit en place.

**Brésil : malgré le contexte électoral, les risques semblent bien moins importants qu'ailleurs en Amérique du Sud**

La course à la présidence est maintenant bien lancée, le premier tour des élections générales étant prévu pour le 2 octobre. L'ancien président Lula devance le président sortant

Bolsonaro avec une avance confortable d'environ 10 % (45 % contre 35 % en faisant la moyenne des sondages, qui présentent une forte dispersion), mais cette avance

## THÉMATIQUE

*Les deux candidats veulent ajuster le plafond des dépenses, rendre permanentes les mesures temporaires adoptées récemment et remodeler le système fiscal, quoique selon des schémas distincts*

tend à diminuer. Nous pensons que l'écart va continuer à se réduire à la faveur des campagnes médiatiques, des débats, du ralentissement de l'inflation (qui est tombée en dessous de 10 %), des réductions du prix du carburant et de l'augmentation des transferts directs (par exemple, les paiements d'Auxillio Brasil ont été portés à 600 reals par mois).

Toutefois, malgré le resserrement de la course, les marchés semblent assez détendus, quoique pas indifférents. D'un côté, le gauchiste Lula tient un discours populiste prudent et a déjà choisi un vice-président centriste. De l'autre côté, l'actuel ministre de l'Économie, M. Guedes, a confirmé qu'il resterait en poste si M. Bolsonaro était réélu. Enfin, le Congrès, probablement centriste, devrait jouer un rôle modérateur en matière d'action politique.

Toutefois, quel que soit le dirigeant en place au 1<sup>er</sup> janvier 2023, des changements sont à venir. Les deux candidats veulent, certes, ajuster le plafond des dépenses (l'ultime point d'ancrage budgétaire du pays), rendre permanentes les mesures de nature temporaire adoptées récemment et remodeler le système fiscal, mais selon des schémas distincts. Sur un plan plus positif, ils perçoivent également la nécessité d'adopter des réformes structurelles, portant notamment sur l'administration. Tous ces facteurs auront un impact sur la croissance potentielle, les recettes à court et à long terme, les dépenses et la trajectoire budgétaire, et par conséquent sur les anticipations d'inflation et les prix des actifs. Il faudra donc continuer de surveiller la situation.

### Mexique : un climat politique intérieur relativement calme, dans un environnement assombri par des tensions autour de l'ACEUM

Depuis qu'elle a perdu la majorité qualifiée aux élections de mi-mandat de l'été 2021, la coalition Morena a tenté sans succès de faire adopter un amendement constitutionnel

visant à réformer le secteur électrique du pays, qui favorisait clairement l'État par rapport au secteur privé. Intervenant dans un dossier connexe, la Cour suprême ne

Président/Pays	Date d'élection	Volonté de réécriture de la Constitution ?	Ministre des Finances orthodoxe ?	Soutien de politiques redistributives ?	Soutient l'indépendance de la BC ?	Opposition aux industries extractives ?	Autre	Contrepoids-Équilibres/Gouvernabilité
<b>Gustavo Petro</b> Colombie	Juin 2022	Non	Ocampo, oui	OUI ! Présentation d'une réforme budgétaire ambitieuse	Oui, mais ?	Voulait stopper toute nouvelle exploration, les taxe lourdement à présent.	Veut une réforme des retraites + protectionnisme commercial	Majorité « de travail » conditionnelle
<b>Gabriel Boric</b> Chili	Déc. 2021	Oui, en cours	Marcel, oui	Oui, grande réforme fiscale en vue	Oui	Veut les taxer lourdement	Réforme nécessaire des retraites	Congrès équilibré
<b>Pedro Castillo</b> Pérou	Juin 2021	Oui, mais pas de majorité	Burneo, oui	Pas vraiment	Oui	Oui	Protectionnisme	Grande fragmentation = gros problème de gouvernabilité
<b>Andrés Manuel López Obrador</b> Mexique	Juil. 2018	Non, réforme de l'énergie uniquement	Le plus orthodoxe !	Via de fortes hausses du salaire minimum	Oui	Approche centrée sur l'État		Perte de la majorité qualifiée lors des élections de mi-mandat
<b>Jair Bolsonaro</b> Brésil	Oct. 2019	Non	Guedes, oui	Non	Oui	Non	Adoption d'une réforme très prudente des retraites	Majorité « de travail »
<b>Luiz Inácio Lula da Silva</b> Brésil	Oct. 2002	Non	Pas vraiment	Oui	Non	Non	Protectionnisme	Parti des Travailleurs et présidence forts
<b>Alberto Fernández</b> Argentine	Déc. 2019	Non	Maintenant Massa, en termes relatifs	Oui	Non	Non	Protectionnisme, contrôle des capitaux	Équilibré depuis la perte de la majorité

■ Bon ■ Avertissement ■ Mauvais

## THÉMATIQUE

s'est pas prononcée en faveur de l'initiative gouvernementale, sans toutefois invalider la proposition dans son ensemble. Mais le principal obstacle pour l'administration AMLO dans le domaine de l'énergie semble provenir de l'environnement international plutôt que des acteurs nationaux. Les membres de l'ACEUM se sont en effet engagés dans un contentieux officiel sur la violation du Traité, qui devrait prochainement déboucher sur une phase plus formelle et plus longue de négociations dans le cadre d'un panel.

Le secteur énergétique contrôlé par l'État est la priorité d'AMLO, mais nous pensons que l'ACEUM est tout aussi important pour

lui pour des raisons économiques. Nous nous attendons à une solution intermédiaire qui verra la mise en place d'un système plus « flexible » d'attribution de projets et de permis, sans que les grandes lignes de la politique sous-jacente d'AMLO ne changent vraiment. Une telle issue permettrait d'atténuer les risques de rupture de l'ACEUM et doterait le pays d'une base solide pour tirer parti du « near-shoring » (relocalisation d'activités dans un pays plus proche), une tendance importante consécutive aux événements géopolitiques récents.

*Achévé de rédiger le 30 août 2022*

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

### Mise à jour mensuelle

Nous avons révisé le contenu et les probabilités de nos scénarios. Tout d'abord, nous avons intégré dans notre scénario central certains des risques qui sont en train de se concrétiser (par exemple, la stagflation en Europe) et qui étaient précédemment dans notre scénario baissier. Dans ce contexte, la probabilité de ce scénario augmente (de 60 à 70 %). Le scénario baissier devient également bien plus sombre (récession mondiale/crise de la dette). Il est désormais contrebalancé par un nouveau scénario haussier, celui d'une baisse rapide de l'inflation grâce à une détente des prix du gaz.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
<b>Effondrement global</b>	<b>Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes</b>	<b>Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste</b>
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> <li> Aggravation/expansion de la <b>guerre en Ukraine</b>.</li> <li> Crise énergétique et <b>profonde récession en Europe</b>.</li> <li> <b>Désancrage des anticipations d'inflation</b>, ajustements désordonnés par les BC.</li> <li>  <b>Récession en Chine</b>.</li> <li> <b>Retour en force du Covid-19</b>.</li> <li> <b>Ralentissement économique mondial</b> avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes.</li> <li> <b>Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME</b>.</li> <li> <b>Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre leurs politiques budgétaires contracycliques</b>. Action décisive en matière de répression financière.</li> <li> <b>Report des mesures de transition climatique</b>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>Impasse dans la guerre en Ukraine</b>.</li> <li> <b>Choc de confiance dans l'UE</b>, alimenté par les prix élevés de l'énergie.</li> <li> <b>L'inflation ne parvient pas</b> à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.</li> <li> <b>Le Covid-19</b> devient endémique.</li> <li> La croissance <b>du PIB nominal mondial tend à la hausse</b>, atténuant l'impact sur les bénéficiaires.</li> <li> <b>Divergences de croissance</b>: Récession dans la ZE et au R.-U., reprise poussive en Chine, croissance décevante attendue aux États-Unis (nettement en deçà du potentiel en 2023).</li> <li> <b>Divergences entre BC</b>: la Fed poursuit son cycle de resserrement mais en adoptant une position accommodante (fin du T4); la BoE poursuit un cycle haussier modéré; la BCE augmente ses taux et active l'IPT; la PBoC conserve un biais accommodant.</li> <li> <b>Politiques budgétaires divergentes</b>: légère expansion dans l'UE, politique restrictive aux États-Unis en 2022-2023.</li> <li> <b>Le changement climatique</b> perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>Fin de la guerre en Ukraine</b> et retrait progressif des sanctions.</li> <li> <b>La Russie maintient ses approvisionnements en gaz</b>, le marché des matières premières se normalise.</li> <li> <b>L'inflation retombe rapidement</b>, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent.</li> <li> <b>Le Covid-19</b> recule.</li> <li> <b>Diminution de l'incertitude</b>, surplus d'épargne et regain de pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises.</li> <li> <b>Les craintes de récession se dissipent</b> et l'inflation reste sous contrôle, ce qui allège la pression sur les BC.</li> <li> <b>Rétablissement progressif</b> de la discipline budgétaire.</li> <li> Les politiques de <b>lutte contre le changement climatique</b> et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.</li> </ul>

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

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons la probabilité du risque économique, financier et géopolitique à 30 %. 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** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et d'une perte de 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 bénéficiaires** 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 ou 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 marchés développés 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 également être confrontés à une crise de la balance des paiements et à une hausse du risque de défaut
- **Hausse du risque de solvabilité 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
- **L'instabilité du dollar** et la perte progressive de son statut de monnaie de réserve causent l'instabilité des marchés des devises
- **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**
  - Combats militaires prolongés menant à un conflit de haute intensité et potentiellement à une confrontation militaire avec l'Occident
  - Risque élevé d'accident dans les installations nucléaires ukrainiennes
  - [Cela dit, il est possible que dans les mois à venir la situation se calme, ouvrant la voie à une résolution/ cessez-le-feu]
- **Fragmentation politique de l'UE** ou vote populiste entraînant un désaccord sur la manière de gérer la relation avec la Russie
- **Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine** pour bloquer toute tentative d'invasion de Taïwan. Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité politique et troubles dans les pays émergents** dus à la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie
- Regain d'inquiétude et nouvelles sanctions liées aux programmes nucléaires de l'Iran ou de la Corée
- **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 causés par les pénuries d'eau et les flux migratoires
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

**+** 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 ralentit progressivement dans un contexte de pressions inflationnistes qui se renforcent au lieu de s'atténuer et d'affaiblissement de la demande intérieure. Nous continuons de tabler sur un atterrissage en douceur aux États-Unis, mais le risque de récession pour mi-2023 est en hausse. Pour ce qui est de l'Europe, nous anticipons une récession liée au coût de la vie et à l'inflation pendant l'hiver.
- Le sens des révisions des prévisions d'inflation et de croissance continue de diverger dans une dynamique stagflationniste.
- 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 et la volatilité des données.

 FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Le rallye, cet été, tiré par les liquidités a permis d'éliminer la sous-évaluation de la plupart des actifs risqués.
- Les multiples des actions semblent encore trop complaisants compte tenu des intentions des banques centrales (qui prévoient des taux élevés pour plus longtemps) et de la probabilité plus élevée de récession qui doit encore se traduire par une baisse des prévisions de BPA (les prévisions du consensus sont encore trop optimistes).
- Les fondamentaux se dégradent par rapport au mois dernier et la stagflation devrait alerter sur la rentabilité des entreprises.

 FACTEURS TECHNIQUES

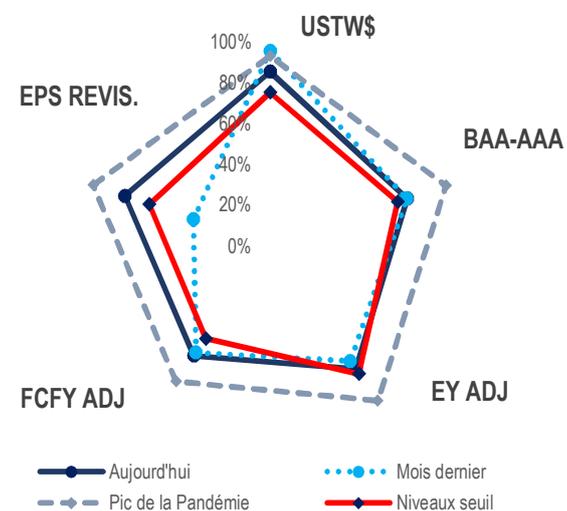
- Les facteurs techniques demeurent la seule dimension capable, de temps à autre, d'appeler à une augmentation du risque dans les portefeuilles. Le rallye estival a éliminé la plupart des signaux contrarians (les indicateurs peur/avidité, hausse/baisse et positionnement sont tous devenus moins favorables à la veille de Jackson Hole), mais nous n'observons pas de fragmentation des tendances comme lors des épisodes passés de correction des marchés. Toutefois, les positionnements pourraient être moins tranchés que ne le suggèrent les enquêtes. Les investisseurs institutionnels semblent avoir conservé des positions sur des actifs risqués et en cas de mauvaises nouvelles (macro, micro) pourraient être amenés à réduire le risque par rapport aux niveaux actuels.

 SENTIMENT

- Les conditions financières se sont assouplies durant l'été et expliquent en grande partie le rebond des actifs risqués que nous avons observé.
- La concentration du risque dans le marché reste élevée et la probabilité d'aversion au risque continue de plaider fortement pour une allocation d'actifs défensive à court terme.
- La dégradation des indicateurs du sentiment de risque a commencé à affecter les fondamentaux. Les révisions des BPA sont passées en négatif, le dollar reste fort et le *spread* Baa-Aaa de Moody's reste au-dessus du seuil d'alerte (malgré le récent durcissement).

## ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Amundi Institute, Données au 26 août 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque au T1, mais devient moins favorable depuis le T2. Les révisions des BPA sont passées en négatif en raison des craintes de récession et le dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à l'aversion au risque. La prime de risque crédit reste élevée et supérieure au seuil d'alerte, ce qui, dans l'ensemble, plaide pour un positionnement défensif sur les actifs risqués.

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

## MÉTHODOLOGIE

### — Scénarios

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

### — Risques

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

## POINTS CLÉS

**1 Révision des prévisions macroéconomiques pour les Etats-Unis : poursuite de la décélération de la croissance**

- La décélération de la croissance n'est pas encore due à la politique de resserrement de la Fed. Toutefois, un atterrissage en douceur reste possible et le risque de récession généralisée à mi-2023 n'est pas négligeable.
- Révision à la baisse de la croissance des États-Unis en raison de la faiblesse de la consommation et de l'investissement (réduction de la croissance du PIB de 2,2 % à 1,6 % pour 2022 et de 1,5 % à 1,0 % pour 2023).
- Le marché du travail reste vigoureux, mais des faiblesses se manifestent.
- L'inflation est appelée à se maintenir à un niveau élevé, malgré les goulets d'étranglement et l'atténuation des pressions sur les prix.
- La Fed reste déterminée à relever ses taux, de 75 points de base (pb) en septembre, puis avec trois hausses consécutives de 25 pb, pour atteindre un taux final de 4,0 % en février 2023.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Maintien d'une sous-pondération des actions mondiales en raison de la poursuite de la détérioration du contexte économique en 2022-2023.
- Biais pour le crédit de qualité et les classes d'actifs sensibles à l'inflation, comme les produits indexés sur l'inflation et les matières premières.
- Position longue sur l'USD face à la plupart des devises des pays du G10. Le taux de change de l'EUR/USD pourrait atteindre 0,94 à court terme.

**2 Europe : récession due à la crise du coût de la vie attendue au T4-2022/T1-2023**

- L'inflation devrait atteindre son pic en Europe cet hiver, à près de 10 % (utilisation par la Russie du gaz comme arme).
- Les pays de la zone euro subiront l'impact direct des difficultés d'approvisionnement en gaz, de l'inflation et des effets de second tour de la récession en Allemagne.
- Le choc stagflationniste se prolongera, dans un contexte de marge budgétaire limitée, de ralentissement de la croissance mondiale et de durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale, entraînant une récession cet automne/hiver.
- Nous tablons désormais sur une croissance du PIB réel de la zone euro de 2,9 % en 2022 et de 0,3 % en 2023.
- L'Allemagne et l'Italie sont les plus durement touchées, la France un peu moins, l'Espagne étant la moins exposée sans pour autant être à l'abri.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Le taux final de la BCE à la fin de l'année est attendu entre 1,00 et 1,25 % après deux hausses consécutives de 50 pb (en septembre et octobre 2022), suivies d'une hausse de 25 pb en décembre 2022.
- Nous restons prudents sur la dette périphérique et le crédit en euros, car les valorisations actuelles ne tiennent pas compte du risque de détérioration durable du secteur énergétique de la zone euro.

**3 Point sur les résultats du T2 : les bons BPA du T2 favorisent un rebond à contre-tendance, mais les résultats sont de « faible qualité »**

- Les BPA du deuxième trimestre ont dépassé les attentes pourtant élevées du marché, mais les marges se compriment.
- Les résultats de l'UE sont largement influencés par le secteur de l'énergie, l'inflation et la faiblesse des devises.
- La croissance sur un an des BPA du T2 aux États-Unis est devenue négative, hors énergie.

**Conséquences en matière d'investissement**

- La résilience des bénéfices n'est pas, à ce stade, une raison suffisante pour justifier un pari haussier sur les actions. Nous restons prudents sur les actions.
- Nous privilégions les actions des États-Unis par rapport à celles de la zone euro.

**4 Capital-investissement et immobilier : la prime d'illiquidité pourrait aider**

- Les prix de l'immobilier sont vulnérables à la hausse des taux. Un effondrement semblable à celui de 2008-2009 paraît néanmoins peu probable.
- Le resserrement des politiques monétaires et le ralentissement du PIB nominal draineront les liquidités en 2023, ouvrant la voie à une réduction du risque et à une concentration sur les actifs défensifs illiquides tels que la dette privée.
- La prime d'illiquidité a traditionnellement été payante dans ce type d'environnement.

**Conséquences en matière d'investissement**

- L'assèchement des liquidités attendu en 2023 devrait favoriser les actifs illiquides et défensifs, tels que la dette privée, au détriment des allocations au crédit High Yield.

## POINTS CLÉS

**5** Chine : ralentissement plus important du secteur du logement**Le scénario central prévoit toujours une reprise. Pas de récession en vue :**

- L'économie s'est encore redressée en juillet et en août, même si le rythme s'est considérablement ralenti par rapport au bond enregistré en juin.
- Les indicateurs de la demande intérieure sont restés globalement faibles, reflétant un manque général de confiance dans le secteur privé.
- Le ralentissement de l'immobilier, compliqué par les restrictions épisodiques liées au Covid-19, pèse sur la reprise économique de la Chine, sapant les efforts d'assouplissement budgétaire et monétaire.

**Logement : trop tard, trop peu**

- Les ventes de logements restent sur une trajectoire fortement baissière et le gouvernement central a intensifié son soutien.
- Pourtant, la politique de stimulation de la demande est déjà passée en phase ultra-accommodante (les gouvernements ont déjà relâché les restrictions à l'achat il y a plusieurs mois et les taux hypothécaires sont à leur plus bas en plusieurs années).
- Nous anticipons une contraction plus importante du logement entre août et décembre, à -20 % sur 12 mois contre -8 % prévu en juillet.

**Nous abaissons notre objectif de croissance annuelle de 3,2 % à 2,9 % pour 2022 et de 5,5 % à 5,2 % pour 2023.**

**Conséquences en matière d'investissement**

- Position longue maintenue sur les indices MSCI China, HSCEI et HIS.
- Position neutre sur le crédit et longue sur la Chine.

**Point sur le Covid-19****Francesca PANELLI, Spécialiste Investment Insights & Client Division**

La vague de Covid-19 engendrée par le variant BA5 d'Omicron, qui a frappé l'Europe et les États-Unis en juin et durant la première moitié de juillet, a commencé à refluer fin juillet/début août malgré la pleine saison touristique, tandis que le nombre de décès et d'hospitalisations est resté limité. Selon le Centre européen de contrôle des maladies, au cours de la semaine clôturée au 31 juillet, le nombre total de cas notifiés sur 14 jours est resté élevé au sein de l'UE (842,5 cas pour 100 000 personnes), mais la transmission a quant à elle diminué. La situation épidémiologique demeure hétérogène entre les différents pays de l'UE, la situation continuant de se dégrader en Europe de l'Est, où la couverture vaccinale est plus faible. Il est toujours difficile d'anticiper la situation pour la prochaine saison automne-hiver ou la survenue d'une éventuelle nouvelle vague. Dans le même temps, il n'est pas certain que les nouveaux vaccins contre les variants BA4 et BA5 soient disponibles dès cette année du fait des difficultés rencontrées lors des essais cliniques. En effet, la population est fortement exposée au virus, soit par le biais de la vaccination, soit par celui de la contamination.

La situation est similaire aux États-Unis, le Centre de contrôle des maladies du pays ayant assoupli ses recommandations pour se concentrer désormais uniquement sur la manière de protéger les personnes très vulnérables. Parallèlement, les cas de Covid-19 ont atteint leur plus haut niveau depuis trois mois en Chine, principalement sur l'île touristique de Hainan, qui est presque entièrement fermée au moment où nous écrivons ces lignes. De nouveaux foyers de contamination se déclarent également dans tout le pays, y compris à Shanghai, ce qui pourrait donner lieu à de nouveaux confinements. Ainsi, le Covid-19 devrait rester un facteur d'une grande incidence sur l'activité économique au cours des prochains mois.

**ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI**

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		La consommation globale est solide, mais des signes précurseurs de faiblesse sont apparus. Dans ce contexte, la croissance des bénéfiques (cette année et en 2023) devrait stimuler les marchés. Nous restons donc attentifs à tout signe de fléchissement de la demande et, dans le même temps, nous sommes en quête de sociétés qui présentent un fort potentiel de bénéfices et qui ont l'habitude de récompenser leurs actionnaires.
	Actions US Value	+		Les actions sous-évaluées ont surperformé cette année, mais cette surperformance n'a pas été linéaire, pénalisée par l'émergence d'inquiétudes concernant la croissance. Nous pensons que les investisseurs devraient compléter leurs positions value par des titres de qualité moins cycliques, capables de mieux résister à la pression sur les bénéfiques et d'offrir des valorisations attractives. D'autre part, nous évitons les actions sous-évaluées onéreuses et en difficulté, et demeurons sélectifs.
	Actions US Croissance	-		Étant donné que la Fed semble déterminée à relever les taux afin de maîtriser l'inflation, nous pensons que cela pourrait exercer une pression supplémentaire sur les valeurs de croissance, en particulier celles qui sont chères et non rentables. Certaines valeurs de croissance de qualité affichent des valorisations raisonnables, mais nous continuons à nous concentrer sur le potentiel de bénéfiques.
	Europe	--	▼	L'inflation élevée pourrait bien causer une récession dans la région, car, en augmentant le coût de la vie, elle finira par peser sur la demande des consommateurs. Nous anticipons des risques à court terme sur les bénéfiques et adoptons un biais légèrement plus prudent. Nous continuons cependant à nous concentrer sur la sélection des titres, la solidité des bilans et les sociétés capables de dégager des bénéfices durables.
	Japon	=		Le ralentissement de la croissance mondiale pourrait s'avérer défavorable pour les marchés japonais axés sur les exportations, mais les valorisations relativement attrayantes et l'affaiblissement du yen les soutiennent.
	Chine	=/+	▼	Le soutien politique, la réouverture de l'économie et l'évolution vers un modèle de croissance plus équilibré sont autant d'éléments positifs. Cependant, les confinements ponctuels liés au Covid et la faiblesse du secteur du logement sont susceptibles de peser sur la croissance économique à court terme.
	Marchés émergents	=		Même si des divergences continuent de prévaloir parmi les ME, le différentiel de croissance entre ces derniers et les MD évolue en faveur de ces derniers. Cela souligne la nécessité d'être sélectif et attentif aux risques géopolitiques et à l'impact des matières premières / de l'inflation sur la demande intérieure. Nous apprécions le Brésil et les EAU (exportateurs de matières premières) mais sommes prudents à l'égard de la Thaïlande.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		Les rendements oscillent dans des directions opposées, en fonction des attentes du marché en matière d'inflation, de croissance économique et de réponse politique de la Fed. Bien qu'aux États-Unis, un « atterrissage en douceur » semble possible, l'inflation reste élevée et, par conséquent, la Fed conserve sa posture intransigeante. Nous restons donc neutres mais très actifs. Nous évaluons également le marché des TIPS après la récente hausse des rendements réels.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		La classe d'actifs offre un portage intéressant, affiche des fondamentaux solides et devrait bénéficier de la résilience de l'économie américaine. La visibilité sur les bénéfiques est toutefois limitée en raison de certaines pressions sur la demande des consommateurs. En outre, les valorisations sont proches de leurs moyennes à long terme, et nous restons donc sélectifs.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Dans un environnement de croissance modérée, nous pensons que les investisseurs doivent être attentifs aux perspectives de défaut et à la manière dont la faiblesse des bénéfiques pourrait affecter les capacités de génération de flux de trésorerie et les fondamentaux, qui demeurent solides pour l'instant. Nous nous concentrons sur la liquidité à la lumière du resserrement de la politique de la Fed et de la persistance de l'inflation.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		La BCE s'est engagée à contrôler l'inflation et elle pourrait procéder à un relèvement de taux plus important que prévu. Elle doit cependant trouver un équilibre en considérant la nécessité d'éviter toute fragmentation. Nous sommes neutres sur les pays core de l'Europe mais flexibles sur l'ensemble des courbes. Même pour la dette périphérique, nous sommes neutres, face aux pressions potentielles de l'actualité politique, malgré le soutien de la BCE.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les perspectives de récession à court terme, l'inflation élevée et la politique intransigeante de la BCE sont autant de pressions potentielles sur les bénéfiques et les <i>spreads</i> . Ainsi, tout en privilégiant la qualité au sein de nos portefeuilles, nous surveillons les risques de décompression et nous vérifions si les fondamentaux sont susceptibles de se détériorer en raison des pressions sur la demande de consommation.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes vigilants en ce qui concerne le HY européen et nous surveillons les perspectives de défaut, qui sont solides pour l'instant. Mais si les conditions financières se durcissent et que les marchés subissent des pressions, la liquidité pourrait s'assécher, en particulier dans les secteurs surendettés, pour lesquels nous avons opté pour la prudence.
	Govies Chine	=/+		La Chine continue d'offrir un avantage en termes de diversification et le recul de la croissance du pays, ainsi que sa politique accommodante, devraient être favorables aux obligations. Toutefois, nous surveillons l'évolution du secteur immobilier.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Avec une préférence pour les obligations HY (malgré le récent rebond induit par les flux entrants) par rapport à leurs homologues IG, nous pensons que les obligations libellées en DF offrent des opportunités intéressantes mais nous restons sélectifs. À court terme, certaines émissions du marché primaire pourraient être disponibles avec une décote.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes prudents et très sélectifs en raison de l'inflation et préférons les carry trades élevés (notamment Afrique du Sud et Brésil). Les devises des ME pourraient être mises à mal à court terme, le dollar se renforçant, et nous privilégions donc les opérations de valeur relative.
AUTRES	Matières premières			La décélération de la croissance mondiale et de la demande chinoise pourrait plafonner les prix du pétrole et d'autres matières premières cycliques. Toutefois, les risques de baisse semblent limités compte tenu de la persistance des problèmes d'approvisionnement et de l'incertitude géopolitique. Notre objectif à 3 mois pour le WTI est de 100 USD/baril. Les fondamentaux de l'or sont un peu compliqués. Le resserrement de la politique monétaire de la Fed et la hausse des taux réels ne sont pas favorables à court terme.
	Devises			L'USD devrait bénéficier de la hausse des taux aux États-Unis et des pressions sur la croissance mondiale. Notre objectif à 6 mois pour l'EUR/USD est de 1,0 et la monnaie européenne pourrait même passer sous la parité à court terme. Cependant, si la Fed devient accommodante (ce qui ne correspond pas à notre scénario central à moyen terme), cela mettrait le billet vert sous pression.

### LÉGENDE

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲  
Négatif Neutre Positif Baisse vs mois précédent Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au vendredi 2 septembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émergentes libellées en devise forte/devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 31/08/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6,2	3,2	2,7	3,9	8,0	5,2
<b>Pays développés</b>	5,2	2,3	0,9	3,2	7,2	4,3
<b>États-Unis</b>	5,8	1,6	1,0	4,7	8,1	4,0
<b>Japon</b>	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
<b>Royaume-Uni</b>	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,6	8,7
<b>Zone euro</b>	5,3	2,9	0,3	2,6	8,3	5,7
<b>Allemagne</b>	2,6	1,5	0,1	3,2	8,5	6,0
<b>France</b>	6,8	2,6	0,4	2,1	6,1	4,7
<b>Italie</b>	6,6	3,3	0,4	1,9	7,7	5,3
<b>Espagne</b>	5,1	4,5	1,1	3,1	9,3	4,9

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** la contraction du premier semestre sera suivie d'une période prolongée de croissance inférieure aux attentes, mais cette décélération n'est pas encore due au durcissement de la politique de la Fed. Le marché du travail, solide en apparence, laisse entrevoir des faiblesses et nous pensons que le manque de productivité entraînera une correction du marché du travail. Il en résulte une augmentation du risque de récession à mi-2023, quand les effets de la politique monétaire commenceront à se faire sentir. L'inflation restera élevée malgré les mesures d'assouplissement. Les goulets d'étranglement et les pressions sur les prix se détendent, mais restent élevés. L'inflation des biens devrait s'en trouver réduite, mais la baisse de l'inflation des loyers ne se concrétisera qu'en 2023, ce qui signifie que l'inflation restera nettement supérieure à l'objectif pendant plusieurs trimestres encore.
- Zone euro :** les conditions météorologiques extrêmes, auxquelles s'ajoute la question du gaz russe, prolongent le choc stagflationniste dans un contexte de marge budgétaire limitée, de croissance mondiale faible et de durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale, entraînant une récession cet automne/hiver. La crise sera une crise du coût de la vie, car les consommateurs et les entreprises seront confrontés à une aggravation des tensions liées au coût de l'énergie. La politique budgétaire pourrait quelque peu aider, mais la marge de manœuvre est limitée. Le pic hivernal amènera l'inflation à près de 10 %. Elle devrait rester soutenue et généralisée, augmentant jusqu'au quatrième trimestre et se stabilisant, avant de décélérer en 2023.
- Royaume-Uni :** nous nous attendons à ce que le choc provoqué par les prix élevés de l'énergie entraîne une récession de la consommation cet hiver, mais celle-ci devrait s'avérer moins grave que ce que prévoit la BoE, car nous anticipons un resserrement moins agressif et un certain soutien budgétaire. L'inflation devrait atteindre un pic à 10 % au quatrième/premier trimestre en raison des prix élevés de l'énergie, mais le nouveau Premier ministre devrait accorder un soutien budgétaire aux ménages pour y faire face.
- Japon :** la reprise économique au deuxième trimestre a été plus faible que ce que nous attendions, car la consommation des ménages a souffert de la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie. Au début du troisième trimestre, les consommateurs sont pris en étau entre l'inflation plus forte et la flambée de Covid-19 sur fond de modération de la demande mondiale. Les perspectives économiques s'assombrissent, à mesure que l'élan de la reprise découlant de la réouverture tardive est freiné par la chute de la demande à l'export, qui devrait entraîner l'ensemble de l'économie vers une récession au premier semestre 2023. Dans l'immédiat, la répercussion du coût des intrants se poursuit et alimentera l'inflation pendant le reste 2022.

*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

	12-09 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	2,33	4,25	3,95	4,25	4,00
<b>Zone euro</b>	0,75	2,25	2,25	2,25	2,25
<b>Japon</b>	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
<b>RU</b>	1,75	3,75	4,06	3,75	4,43

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>8 septembre</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>15 septembre</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>21 septembre</b>
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>22 septembre</b>

Source : Amundi Institute

- Fed** : dans notre scénario, la Fed relèvera ses taux de 75 pb lors de sa réunion de septembre et ralentira le rythme de ses hausses de taux à 25 pb pour les réunions suivantes de novembre et décembre. Notre scénario anticipe également un taux final à 4 % pour ce cycle de hausse qui devrait être atteint d'ici la fin de l'année. Notre vision de la trajectoire des taux pour 2023 diffère de celle du marché qui anticipe des baisses de taux à l'été 2023. En effet, notre scénario d'atterrissage en douceur ne prévoit pas de baisse de taux. Les déclarations récentes de la Fed ont mis l'accent sur le fait que les taux pourraient devoir rester plus élevés pendant plus longtemps et que le rétablissement de la stabilité des prix nécessiterait probablement le maintien d'une politique restrictive pendant un certain temps. Notre scénario d'atterrissage en douceur s'accommode de taux stables (hausse modeste du taux de chômage, faible croissance). Un atterrissage brutal entraînerait bien sûr une baisse des taux.
- BCE** : en juillet, la BCE a relevé ses taux de 50 pb au lieu des 25 pb annoncés précédemment, abandonnant ses orientations prospectives pour s'en remettre davantage aux données. L'instrument de protection de la transmission (IPT), soutenu à l'unanimité, est illimité en taille, lié aux engagements déjà existants et flexible en termes de déclenchement. L'annonce de IPT va indirectement dans le sens de notre scénario central sur les taux, qui table sur deux nouveaux mouvements haussiers de 50 pb lors des deux prochaines réunions et sur une hausse de 25 pb en décembre. Les réinvestissements flexibles du PEPP effectués en juillet ont confirmé la détermination de la BCE à lutter contre la fragmentation.
- BoJ** : l'inflation japonaise s'est encore renforcée et la probabilité que l'inflation sous-jacente (hors aliments frais et énergie) atteigne la cible de 2 % fin 2022/début 2023 a considérablement augmenté. Ceci contraste avec les prévisions de la BoJ, qui envisage une augmentation modeste à 1,5 % d'ici l'exercice 2024. Toutefois, les responsables de la BoJ ont continué d'exprimer leur préférence pour une politique ultra-accommodante au cours de la pause estivale du mois d'août, en invoquant des préoccupations relatives à la croissance et à la demande. Il est probable que la Banque ne prenne pas au sérieux un éventuel dépassement de la cible d'inflation et qu'elle maintienne son orientation accommodante.
- BoE** : la dernière réunion a donné lieu à une hausse de 50 pb et à l'annonce d'un probable resserrement quantitatif actif à partir d'octobre, dont la taille devrait se situer dans la fourchette du consensus. La principale nouveauté tient à la mise à jour des projections économiques, qui anticipent désormais une croissance nettement plus faible qu'auparavant, ainsi qu'une inflation plus élevée cette année et l'année prochaine. Les nouvelles orientations prospectives soulignent la hausse sensible de l'incertitude quant à la trajectoire des taux directeurs à moyen terme, avec un probable durcissement à court terme, mais aussi la prévision d'un ralentissement significatif de la croissance et d'une récession.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 04/07/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6,2	3,2	2,7	3,9	8,0	5,2
<b>Pays émergents</b>	6,9	3,8	4,0	4,4	8,6	5,8
<b>Chine</b>	8,1	2,9	5,2	0,9	2,3	2,4
<b>Brésil</b>	4,6	2,3	1,0	8,3	9,8	5,6
<b>Mexique</b>	4,8	2,3	0,7	5,7	7,9	5,4
<b>Russie</b>	4,7	-3,3	-1,5	6,7	14,3	7,6
<b>Inde</b>	9,1	7,3	5,7	5,1	6,9	6,2
<b>Indonésie</b>	3,7	5,4	5,0	1,6	4,2	4,3
<b>Afrique de Sud</b>	5,5	2,4	1,8	4,6	6,9	5,8
<b>Turquie</b>	11,6	4,3	3,1	19,4	71,0	28,9

Source: Amundi Institute

- Chine :** l'économie s'est encore redressée en juillet et en août, même si le rythme s'est considérablement ralenti par rapport à juin. Les indicateurs de la demande intérieure sont restés globalement faibles, reflétant un manque général de confiance dans le secteur privé. Le ralentissement de l'immobilier, compliqué par les restrictions épisodiques liées au Covid-19, a continué à peser sur la reprise économique de la Chine, sapant les efforts d'assouplissement budgétaire et monétaire. Dans le contexte d'un environnement macroéconomique exigeant et d'une perte de confiance des consommateurs, nous anticipons désormais une contraction plus importante du secteur du logement entre août et décembre, à -20 % sur 12 mois et avons, par conséquent, revu à la baisse nos prévisions de croissance pour le second semestre.
- Indonésie :** compte tenu des conditions économiques intérieures et de l'incertitude financière à l'échelle mondiale, la BI a finalement décidé de relever son taux directeur de 25 points de base (pb) pour le porter à 3,75 %. L'inflation sous-jacente est restée modérée (bien qu'en augmentation), mais l'inflation globale est largement au-dessus de l'objectif, en raison de composantes volatiles non subventionnées. La BI est confrontée au risque de renforcement des anticipations d'inflation. Le cycle de hausse devrait se poursuivre à un rythme progressif, avec environ 100 à 125 pb en perspective. Comme annoncé en août, le budget 2023 prévoit un déficit budgétaire inférieur au seuil légal de 3 %, conformément au plan annoncé pendant la pandémie.
- Thaïlande :** la BoT est une des dernières à relever son taux directeur avec une hausse de 25 pb en août, à 0,75 %. Sa trajectoire de normalisation sera néanmoins très progressive, en raison d'une phase de reprise encore timide, le PIB du deuxième trimestre 2022 étant sorti en deçà des attentes des économistes. Malgré cette croissance modeste, la balance des risques pousse clairement la BoT à lutter contre l'inflation. En effet, l'inflation globale est à son point haut en 14 ans et la pression sur les coûts (alimentation) se répercute sur l'inflation sous-jacente. En parallèle, les revenus du tourisme (une partie importante de l'économie) ont progressé, mais sont encore loin des niveaux d'avant la pandémie.
- Brésil :** la croissance semble plafonner en termes séquentiels après un premier semestre solide, sans pour autant s'effondrer, grâce à une nouvelle série de politiques désinflationnistes préélectorales. Le PIB devrait progresser de plus de 2 % en 2022. L'inflation a déjà atteint un pic en avril, à 12,1 % en rythme annuel et clôturera l'année sous la barre des 7 % grâce notamment à des réductions d'impôts et du prix des carburants. La BCB est prête à conclure son cycle de resserrement vigoureux au cours duquel elle a porté ses taux à 13,75 %, tout en laissant la porte légèrement ouverte à une hausse résiduelle en septembre. À noter que l'élection présidentielle n'est plus qu'à quelques semaines, Lula devançant largement Bolsonaro dans les sondages, même si son avance se réduit.

*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

	05-09	Amundi	Consensus	Amundi	Consensus
	2022	+ 6m.	+ 6m.	+ 12m.	+ 12m.
<b>Chine</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Inde</b>	5,40	6,10	5,95	6,10	6,05
<b>Brésil</b>	13,75	13,75	13,85	11,50	13,30
<b>Russie</b>	8,00	7,00	7,40	6,00	6,75

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>CBR (Russie)</b>	<b>16 septembre</b>
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 septembre</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>21 septembre</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>28 septembre</b>

Source : Amundi Institute

- PBoC :** après avoir maintenu ses taux directeurs inchangés pendant des mois, la PBoC a surpris les marchés en août, en baissant dans un premier temps les taux du marché interbancaire (mises en pension à 7 jours et facilité de prêt à moyen terme [MLF] à 1 an) de 10 pb, puis en réduisant le taux de référence des prêts bancaires (LPR) à 1 an de 5 pb et le LPR à 5 ans de 15 pb. Dans le contexte d'une demande intérieure atone et d'un ralentissement plus marqué qu'attendu de l'activité du secteur du logement, cette réduction non parallèle constitue un effort supplémentaire pour stimuler la demande de logements et étouffer les germes d'une crise plus large. La PBoC conservera un biais accommodant, en se concentrant essentiellement sur l'assouplissement structurel, tout nouvel assouplissement d'ampleur étant fonction des données.
- RBI (Inde) :** la RBI a relevé son taux directeur de 50 pb pour le porter à 5,40 % en août, ce qui a été perçu comme un durcissement de ton, car bon nombre d'économistes s'attendaient à une hausse plus modérée. Or, la RBI a encore accéléré sa normalisation et nous nous attendons à ce qu'elle poursuive sur sa lancée en octobre et en décembre, mais à un rythme plus lent, pour atteindre un taux final de 6,1 %. En parallèle, l'inflation globale (ainsi que l'inflation sous-jacente) a légèrement diminué en juillet, passant de 7,0 % à 6,7 % sur 12 mois, ce qui, à notre avis, ne marque pas encore véritablement le début d'une trajectoire baissière. À ce stade, la RBI se révèle moins accommodante, mais sans réellement être restrictive.
- BCB (Brésil) :** enfin arrivés ? Alors que la Fed semble s'orienter vers un rythme de durcissement moins soutenu, la BCB, qui a pris les devants sur la Fed depuis le début, est en train de conclure un cycle haussier particulièrement intense. Lors de sa réunion de début août, le COPOM a procédé à une nouvelle hausse de 50 pb à 13,75 %, mais a exclu une nouvelle hausse de même ampleur en septembre. La banque centrale pourrait envisager une hausse « résiduelle » de 25 pb mais compte tenu des derniers procès-verbaux et des chiffres d'inflation légèrement meilleurs qu'attendu en juillet, un tel ajustement est peu probable. Mais comme pour la Fed, la BCB attendra de voir les chiffres de l'inflation du mois d'août avant de se prononcer pour la suite.
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau abaissé son taux directeur de 150 pb en juillet pour le ramener à 8 %. Cette réduction a été plus importante que prévu. Les principales raisons de cette réduction sont la baisse de l'inflation et la faiblesse de la demande des consommateurs. La CBR n'exclut pas d'autres baisses de taux. L'inflation a poursuivi son ralentissement en juillet pour revenir à 15,1 % sur 12 mois, contre 15,9 % en juin et 17,1 % en mai. Nous nous attendons à ce que l'inflation continue sur cette lancée pour se fixer à environ 13/14 % à la fin de l'année. Nous anticipons une nouvelle baisse de 100 pb dans les 6 prochains mois et de 100 pb supplémentaires par la suite, ce qui portera le taux directeur de la CBR à environ 6 % sur un horizon de 12 mois.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Les prévisions pour le Royaume-Uni sont établies au 31 août 2022. Au regard des récentes annonces du gouvernement britannique, mais en l'absence de détails permettant d'en apprécier l'impact final au moment de la finalisation de ce document, nous maintenons nos projections inchangées, mais avertissons qu'elles sont susceptibles d'être modifiées sous peu.

### Prévisions macroéconomiques

(31/08/2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	1,6	1,0	4,7	8,1	4,0
Japon	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
Zone euro	5,3	2,9	0,3	2,6	8,3	5,7
Allemagne	2,6	1,5	0,1	3,2	8,5	6,0
France	6,8	2,6	0,4	2,1	6,1	4,7
Italie	6,6	3,3	0,4	1,9	7,7	5,3
Espagne	5,1	4,5	1,1	3,1	9,3	4,9
Royaume-Uni	7,4	3,4	-0,5	2,6	9,6	8,7
Chine	8,1	2,9	5,2	0,9	2,3	2,4
Brésil	4,6	2,3	1,0	8,3	9,8	5,6
Mexique	4,8	2,3	0,7	5,7	7,9	5,4
Russie	4,7	-3,3	-1,5	6,7	14,3	7,6
Inde	9,1	7,3	5,7	5,1	6,9	6,2
Indonésie	3,7	5,4	5,0	1,6	4,2	4,3
Afrique du Sud	5,5	2,4	1,8	4,6	6,9	5,8
Turquie	11,6	4,3	3,1	19,4	71,0	28,9
Pays développés	5,2	2,3	0,9	3,2	7,2	4,3
Pays émergents	6,9	3,8	4,0	4,4	8,6	5,8
Monde	6,2	3,2	2,7	3,9	8,0	5,2

### Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	12/09 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	2,33	4,25	3,95	4,25	4,00
Zone euro	0,75	2,25	2,25	2,25	2,25
Japon	0,00	-0,1	0,02	-0,1	0,09
Royaume-Uni	1,75	3,75	4,06	3,75	4,43

Pays émergents

	05/09 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	5,40	6,10	5,95	6,10	6,05
Brésil	13,75	13,75	13,85	11,50	13,30
Russie	8,00	7,00	7,40	6,00	6,75

### Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	12/09 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,54	3,4/3,6	3,59	3,4/3,6	3,52
Allemagne	1,36	1,2/1,4	1,48	1,2/1,4	1,48
Japon	-0,07	-0,10/0	-0,05	-0,10/0	-0,06
Royaume-Uni	3,04	2,7/2,9	2,99	2,7/2,9	3,02

Taux 10 ans

	12/09 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,30	3,1/3,3	3,35	3,1/3,3	3,36
Allemagne	1,70	1,8/2,0	1,81	1,8/2,0	1,85
Japon	0,25	0,1/0,3	0,35	0,1/0,3	0,42
Royaume-Uni	3,10	2,9/3,1	3,21	2,9/3,1	3,27

### Prévisions de change

	02/09/2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023		02/09/2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023
EUR/USD	1,00	0,94	1,00	1,03	1,05	EUR/SEK	10,74	10,49	10,55	10,42	10,30
USD/JPY	140	135	135	126	128	USD/CAD	1,31	1,35	1,30	1,26	1,27
EUR/GBP	0,86	0,85	0,85	0,86	0,86	AUD/USD	0,68	0,66	0,70	0,73	0,72
EUR/CHF	0,98	0,93	0,97	0,99	1,00	NZD/USD	0,61	0,59	0,62	0,63	0,64
EUR/NOK	9,97	9,70	9,80	9,48	9,70	USD/CNY	6,90	7,20	6,88	6,60	6,88

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



**Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

**Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



**Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)**

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

**Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

### COMPASS



**How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

### INSIGHTS PAPERS



**Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)**

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

**ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)**

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

### INVESTMENT TALKS



**July 26-27 FOMC Review: Maintaining a Hawkish Course (29-07-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**ECB meeting: larger-than-expected rate hike, with new fragmentation tool outlined (22-07-2022)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate - With the contribution of BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit

**Italy swimming in uncertain waters as PM Draghi resigns (22-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist - Cross Asset Research - Amundi Institute - MARASCIULO Cosimo, Head of Fixed Income Absolute Return

**UK Leadership Change: Economic and market implications (11-07-2022)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - MORRIS Chris, Senior Portfolio Manager; Head of Global Bonds Strategy - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Strategist

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### WORKING PAPERS



#### **Precautionary Liquidity and Retirement Saving (25-07-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - POTERBA James, Massachusetts Institute of Technology and NBER - SZAFARZ Ariane, Université Libre de Bruxelles (ULB), CEBRIG & CERMI

#### **Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)**

CHERIEF Amina - BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

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

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

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

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

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUÉ Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### ASSET CLASS VIEWS



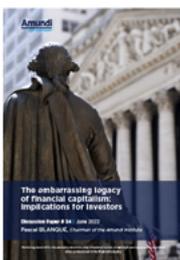
#### **Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)**

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)**

BLANQUÉ 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

### DISCUSSION PAPERS



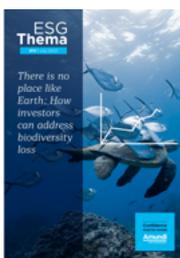
#### **The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

#### **The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

### ESG THEME



#### **ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)**

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst







## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 02 septembre 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: 12 septembre 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs 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*

**DELBO Debora**, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *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*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HERVÉ Karine**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**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*

**MC CONWAY Nick**, *Responsable des actions Asie hors Japon*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*

**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*