

Institute

#03

Mars
2022

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Inflation galopante et tensions géopolitiques :
modérer le risque

AMUNDI INSTITUTE

Spécial Ukraine

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#03 - Mars 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Inflation galopante et tensions géopolitiques : modérer le risque p. 3

L'escalade géopolitique de la fin du mois signe une nouvelle hausse de la volatilité, alors même que la Fed et la BCE avaient précédemment affiché des ouvertures hawkish. Nous suggérons une position plus prudente en matière de crédit dans un contexte de risques de liquidité croissants et de profil risque/rendement moins attrayant pour le crédit par rapport aux actions. En ce qui concerne la duration, notre position globale reste défensive, mais nous recommandons de rester actif sur l'ensemble des courbes, étant donné le statut de valeur refuge des obligations d'État telles que les UST. D'autre part, en ce qui concerne les actions, la rotation valeur-qualité devrait se poursuivre dans un contexte de pause, mais les investisseurs devraient renforcer leurs couvertures. Globalement, une position bien diversifiée avec des couvertures solides est recommandée.

Amundi Institute

Amundi Institute : le début d'un nouveau périple p. 5

Les investisseurs attendent un dialogue plus approfondi et des conseils sophistiqués pour construire des portefeuilles plus résistants compte tenu des nombreux changements de régime structurels en cours dans des domaines comme l'inflation, l'environnement et la géopolitique.

Matières premières: impact de la crise sur le pétrole et le gaz p. 6

Gestion diversifiée

Adaptation à la montée des risques, renforcement des couvertures p. 7

En attendant plus de clarté sur la politique monétaire et l'évolution des tensions géopolitiques, nous pensons qu'il convient de se montrer plus prudent sur le crédit (plus exposé au risque de liquidité) et de mettre en place des couvertures solides.

Marchés obligataires

Zoom sur la liquidité : trajectoire incertaine des taux, géopolitique p. 9

Nous pensons que la volatilité du crédit, ainsi que la disparité entre signatures de qualité supérieure et signatures de qualité inférieure pourraient augmenter à mesure que les marchés apprécient la trajectoire du resserrement quantitatif des BC.

Actions

Faire face à l'incertitude de court terme avec un biais inflation p. 11

Dans un contexte d'incertitude accrue et de pressions inflationnistes croissantes, nous nous intéressons aux valeurs de grande qualité susceptibles de mieux résister dans l'environnement actuel.

Amundi Institute

Spécial Ukraine p. 13

Avant-propos

Anatomie d'une crise p. 14

Notre position

p. 14

À quoi s'attendre ?

p. 18

Des réponses à vos questions p. 21

Nos réponses à certaines des questions clés posées concernant la crise ukrainienne

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs p. 25

> Principaux risques p. 27

> Allocation d'actifs Amundi p. 28

Contexte macroéconomique

> Prévisions macroéconomiques et financières p. 30

> Publications récentes p. 31

VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Inflation galopante et tensions géopolitiques : modérer le risque

L'escalade géopolitique de la fin du mois marque une nouvelle hausse de la volatilité. Les *spreads* de crédit (IG, HY et pays périphériques de la zone euro) ont continué à s'écarter tandis que les marchés actions ont continué à corriger. La rotation *value* s'est poursuivie, mais avec une pause sur les segments les plus cycliques, dans un contexte de hausse des risques pesant sur la croissance économique en raison du conflit entre la Russie et l'Ukraine. **Les marchés continuent de réévaluer le durcissement de ton de la Fed et de la BCE ainsi que les risques liés à l'escalade de la crise dans l'est de l'Ukraine. Sur le plan macroéconomique, les chiffres du marché de l'emploi américain ont été largement supérieurs aux attentes et l'inflation de janvier a atteint son niveau le plus élevé en quarante ans**, ce qui complique la tâche des banques centrales, prises en étau entre le risque de poursuite de la hausse de l'inflation et celui d'un ralentissement plus important de la croissance (renforcement du risque de stagflation).

L'année chinoise du Tigre, en revanche, débute sur une note plus accommodante qui contraste avec le reste du monde, ce qui, une fois de plus, témoigne de **la désynchronisation du cycle économique de la Chine par rapport à celui des États-Unis et renforce le rôle de diversification des actifs chinois à l'échelle mondiale**. À ce stade, compte tenu des importantes variations de prix déjà observées depuis le début de l'année, deux questions brûlantes se posent aux investisseurs :

1. La volatilité actuelle pourrait-elle entraîner un marché baissier à la fois pour les obligations et pour les actions, exigeant une réduction structurelle du risque dans l'allocation d'actifs ? La volatilité est clairement en augmentation dans tous les domaines (obligations, actions, matières premières, devises) et le contexte de marché semble plus risqué qu'il y a un mois. Pour autant, la croissance devrait rester solide en 2022, grâce à la reprise post-Omicron et à l'atterrissage en douceur de la Chine, tandis que la croissance des bénéficiaires, malgré un ralentissement par rapport au pic, devrait rester positive. Il existe toutefois un autre risque, celui des éventuelles répercussions du conflit entre la Russie et l'Ukraine, qui pourraient avoir un impact significatif sur les perspectives de croissance et d'inflation. C'est là le point crucial que les investisseurs doivent surveiller. Les phases baissières des marchés d'actions se produisent durant les récessions (à l'exception du krach de 1987). Nous n'en anticipons pas, mais le risque de récession en Europe augmente dans un contexte de pressions inflationnistes croissantes, alors que la BCE envisage de réduire son dispositif d'assouplissement quantitatif. Les risques géopolitiques sont très difficiles à évaluer et tout changement positif peut entraîner un rebond de soulagement, tandis qu'une nouvelle escalade risque d'accentuer la pression sur le marché. **Les investisseurs devraient donc continuer à chercher à profiter de la reprise, via la sélection sur les marchés actions pour l'essentiel, tout en se préparant au pire (en ajustant les couvertures pour faire face à une éventuelle détérioration de la situation). De manière générale, le thème de l'inflation semble se renforcer**, ce qui à moyen terme, plaide à nouveau pour les actions décotées/de qualité, malgré quelques pauses, à court terme, de la rotation *value*. En ce qui concerne le crédit, nous avons adopté un positionnement plus prudent dans un contexte de hausse des risques de liquidité et de profil risque/rendement moins attractif pour le crédit par rapport aux actions.

2.2 % est-il un niveau de rendement cible pour les UST ou faut-il s'attendre à plus et, par conséquent, rester court sur la durée ? Le durcissement de ton de la Fed et l'inflation surprise ont temporairement poussé le rendement du 10 ans américain au-dessus de 2 % pour la première fois depuis juillet 2019 et ont contribué à une revalorisation, notamment sur le segment court terme de la courbe. Le conflit entre la Russie et l'Ukraine présente, en premier lieu, un risque pour les systèmes financiers et l'inflation, mais aussi pour l'économie mondiale. Or, comme le marché anticipe déjà une action importante de la Fed, nous pensons que la hausse des rendements pourrait marquer une pause en attendant la réunion de la Fed en mars. **Certains ajustements techniques de la durée sont à prévoir et nous recommandons donc une approche active. Pour l'heure, nous confirmons notre prudence en matière de durée tout en jouant activement les opportunités au niveau des courbes et des pays.**

L'incertitude sur les marchés restera élevée. Nous sommes confrontés à une période de faible visibilité sur les évolutions géopolitiques et leurs implications économiques. La volatilité

Sentiment de risque global



Réduction du risque crédit et renforcement de la protection des actifs risqués.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Réduction du risque crédit et concentration accrue sur la sélection.
- ▶ Renforcement des couvertures de portefeuille au vu des tensions géopolitiques.
- ▶ Appétit *value* intact à moyen terme.

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

des actions restera élevée, car étant donné le profil de liquidité élevé des actions, elles seront la première cible en cas d'ajustement rapide du risque, ce qui pourrait également offrir des opportunités d'acheter la baisse et de revenir sur certains segments survendus du marché.

La durée de la crise jouera un rôle crucial, car une période prolongée d'incertitude et d'escalade pourrait entraîner une nouvelle réévaluation des primes de risque mondiales. Les banques centrales seront au centre de l'attention et il se peut qu'elles doivent, à un moment ou à un autre, ajuster leurs programmes pour faire face au risque croissant de stagflation. Pour les investisseurs, cela signifie qu'ils doivent rester bien diversifiés, renforcer leurs couvertures et se concentrer sur les secteurs capables de résister à une inflation élevée.

AMUNDI INSTITUTE

Amundi Institute : le début d'un nouveau périple



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Les investisseurs attendent un dialogue plus approfondi et des conseils sophistiqués pour construire des portefeuilles plus résistants compte tenu des nombreux changements de régime structurels en cours dans des domaines comme l'inflation, l'environnement et la géopolitique

Présentation et mission

Le monde de l'investissement, confronté à de nouvelles tendances impliquant des dimensions économiques, financières, géopolitiques et ESG, présente de nouveaux défis aux investisseurs. Comment la transition énergétique influencera-t-elle l'évolution des classes d'actifs ? Quel est l'impact de l'actuel changement de régime sur l'allocation stratégique d'actifs ? À quoi ressemblera le nouvel ordre géopolitique et quelles en sont les implications pour les investisseurs ?

Ce ne sont là que quelques-unes des questions qui occupent l'esprit des investisseurs aujourd'hui. Nous nous trouvons à un point délicat du changement de régime que je qualifie de « **retour aux années soixante-dix** ». **Le grand retour de l'inflation** est un élément clé de ce changement. **La réorganisation des forces géopolitiques** en est un autre qu'exacerbe la dynamique de hausse des prix (notamment de l'énergie) et les ajustements post-Covid des chaînes d'approvisionnement. **Le risque de liquidité constitue une pièce supplémentaire de ce puzzle**. En février, la volatilité du marché des bons du Trésor a atteint son niveau le plus élevé depuis le début de 2020 en raison de la réduction de la liquidité du marché. Le retrait de grandes banques des activités de négociation après la crise de 2008 a fragilisé la structure du marché, ce qui pourrait se ressentir maintenant qu'avec la fin de l'argent facile, les marchés accros à la liquidité pourraient bientôt être confrontés au test du resserrement quantitatif. La Fed prévoit en effet de réduire son bilan qui a atteint près de 9 000 milliards de dollars. Enfin, nous sommes également à **l'ère de la généralisation de l'ESG dans le monde de l'investissement** comme dans l'économie en général. Les années 2020 seront cruciales pour la transition énergétique, d'une part, mais il est également indispensable de concevoir un modèle de croissance plus inclusif pour lutter contre les inégalités héritées des crises passées.

Cela signifie que les investisseurs doivent revoir leur allocation d'actifs autour de quatre éléments (risque, rendement réel, liquidité et ESG) pour réévaluer leurs objectifs d'investissement et repenser la construction de leur portefeuille autour de ces piliers. La dimension essentielle à prendre en compte sera le pouvoir d'achat des portefeuilles par unité de risque. **Cela signifie qu'il faut rechercher des sources de rendements réels positifs durables** et s'exposer aux actifs en corrélation positive avec l'inflation. Dans ce contexte, les actions (certaines d'entre elles) représentent un choix positif à long terme, car ce sont des actifs liquides à rendement réel, en particulier celles qui présentent des caractéristiques obligataires (faible endettement, forte visibilité des bénéfices).

Afin d'aider les investisseurs dans cette phase délicate, nous lançons donc l'Amundi Institute, que j'ai le plaisir de superviser en tant que Président. L'Amundi Institute a pour mission de renforcer le dialogue au quotidien, tant en interne chez Amundi, en partenariat étroit avec les équipes de gestion, qu'en externe, avec nos clients et la communauté financière au sens large. En regroupant au sein d'une même entité nos idées d'investissement, notre recherche macroéconomique, notre stratégie de marché, notre recherche quantitative et nos activités d'allocation d'actifs, nous visons à fournir une vision globale des principaux défis auxquels sont confrontés les investisseurs aujourd'hui afin de stimuler le débat et le dialogue avec les clients. Ce mois-ci, notre débat interne s'est concentré sur la dynamique des prix du pétrole et du gaz dans le contexte du conflit entre la Russie et l'Ukraine.

AMUNDI INSTITUTE

Matières premières : impact de la crise sur le pétrole et le gaz



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute

L'invasion russe a des répercussions sur les marchés et l'offre d'énergie, notamment en Europe

Le prix du gaz naturel a augmenté au cours des derniers jours. Cette forte hausse **aura probablement de graves répercussions sur la croissance et l'inflation européennes et nous anticipons à la fois une révision à la baisse de la croissance du PIB et une révision à la hausse de l'inflation (stagflation).**

En contraste, les prix du gaz naturel américain n'ont que peu augmenté. Cette hausse n'est pas attribuable à une pénurie intérieure, mais aux anticipations de hausse de la demande européenne de gaz naturel liquéfié (GNL). Or, les États-Unis n'ayant pas les capacités nécessaires pour remplacer en totalité le gaz russe destiné à l'Europe, nous anticipons des pressions haussières sur les prix du gaz naturel américain.

En ce qui concerne le pétrole, les prix ont déjà dépassé notre objectif à court terme d'environ 80 dollars le baril et la Russie étant un fournisseur important, toute perturbation pourrait entraîner une nouvelle hausse des prix. Toutefois, pour l'instant, les hausses de prix du pétrole (relativement faibles par rapport à celles du gaz naturel) ont intégré les anticipations du marché quant à la conclusion d'un accord avec l'Iran et au rétablissement de la production de pétrole par d'autres grands producteurs, dont l'Arabie saoudite et d'autres membres de l'OPEP.

Côté demande, il ne faut pas sous-estimer le rôle de la Chine

Le GNL, bien plus écologique que le gaz naturel, est la source d'énergie utilisée par de nombreux grands pays, dont la Chine, pour amorcer leur transition énergétique.

Par ailleurs, la Chine peut potentiellement remplacer l'Europe en tant que principal acheteur des exportations russes (de pétrole et de gaz), et ce, pas nécessairement aux prix du marché. Il est donc possible que les sanctions énergétiques n'aient pas le succès escompté, alors qu'elles aggraveraient la situation énergétique en Europe.

Enfin, il n'est pas complètement irréaliste d'imaginer une interruption par la Russie de ses exportations de gaz et de pétrole vers l'Europe en représailles aux sanctions américaines et européennes contre son secteur financier.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Adaptation à la montée des risques, renforcement des couvertures



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

En attendant plus de clarté sur la politique monétaire et l'évolution des tensions géopolitiques, nous pensons qu'il convient de se montrer plus prudent sur le crédit (plus exposé au risque de liquidité) et de mettre en place des couvertures solides

L'augmentation récente de l'incertitude des marchés résulte de l'escalade des tensions géopolitiques, du durcissement de ton des banques centrales et de la persistance de l'inflation. Collectivement, ces signes avant-coureurs d'un resserrement quantitatif et les effets de l'inflation sur le revenu disponible des consommateurs représentent un risque majeur. Toutefois, les conditions financières restent souples et la croissance économique robuste. **Nous ne pensons donc pas qu'il soit temps de procéder à une réduction structurelle du risque. Il convient en revanche d'ajuster tactiquement son exposition au risque, suivant une approche prudente.** La conjugaison du risque d'inflation, du durcissement de la politique des banques centrales pour maîtriser ce risque et de la crise entre la Russie et l'Ukraine constitue un cadre de corrélation unique des actifs. **Un positionnement actif et bien diversifié s'impose. Il convient également de renforcer les couvertures et d'ajuster les positions de change tout en surveillant les politiques des banques centrales et les risques de guerre.**

Des idées à conviction forte

Notre positionnement global sur les actions est proche de la neutralité tant sur les marchés développés qu'émergents, mais avec une certaine prudence découlant des couvertures contre le risque de dégradation des marchés. **Nous surveillons l'évolution de la situation géopolitique pour mieux cerner l'évolution à moyen terme des actions en Europe.** Le contexte incertain accentue le besoin de sélection active des actions. Le style *value* devrait aider les investisseurs à protéger leur portefeuille contre l'inflation, mais les risques émergents liés à la politique russe pourraient affecter le scénario stagflationniste ce qui privilégierait les secteurs de qualité.

En parallèle, nous restons légèrement positifs sur la Chine dans un contexte de stabilisation de son cadre réglementaire (le pays devrait bénéficier d'un regain de visibilité sur sa politique, celle-ci, après une phase de resserrement, privilégiant désormais un assouplissement ciblé).

En ce qui concerne le marché obligataire, nous restons globalement défensifs sur la durée via les obligations allemandes à 5 ans, mais recommandons aux investisseurs de gérer cette exposition de manière active.

Les rendements ont fortement évolué après les annonces de la BCE et l'attaque russe, confortant notre choix d'une approche agile et active sur l'ensemble des courbes. Nous cherchons à profiter de tout mouvement tactique du marché vers les actifs refuges et notamment les bons du Trésor américain. En revanche, nous pensons qu'il faut chercher du revenu hors des segments traditionnels, comme la dette publique chinoise et la dette des pays périphériques de la zone euro. En ce qui concerne ces derniers, nous pensons désormais que les BTP italiens offrent des opportunités de valeur relative attractives par rapport à la dette allemande, compte tenu de la stabilité politique du pays et de son potentiel de croissance économique, ainsi que de l'objectif de la BCE d'éviter la fragmentation de la zone euro malgré une légère inflexion de sa position d'ensemble. En Asie, nous maintenons notre opinion positive sur la dette souveraine chinoise pour ses avantages en termes de diversification et du fait de l'assouplissement monétaire de la PBoC, mais nous surveillons l'anticipation des dépenses en début de période. **En Europe, nous attendons plus de précisions sur la politique de la banque centrale pour réévaluer nos convictions à long terme sur le crédit.** Nous pensons pour l'heure,

Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+). Cette analyse est susceptible d'évoluer. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds. QT = Resserrement quantitatif

GESTION
DIVERSIFIÉE

que l'ajustement de la BCE (dû à l'urgence d'agir sur l'inflation) pourrait entraîner un écartement des *spreads* de l'IG EUR, affectant le sentiment des investisseurs, notamment en ce qui concerne les émissions à plus longue échéance. Nous ne sommes donc plus positifs sur ce segment et restons vigilants. Pour autant, les fondamentaux des entreprises (faibles taux de défaut) et les bilans sont solides tandis que les entreprises HY poursuivent leurs efforts de désendettement. Nous maintenons donc notre position légèrement constructive sur le HY EUR, mais le surveillons de près en restant attentifs à la géopolitique et aux pressions inflationnistes qui menacent la croissance du PIB.

L'univers des devises nous permet de concrétiser nos opinions géopolitiques et d'identifier des stratégies de valeur relative à l'échelle mondiale. Nous pensons que la livre sterling s'est suffisamment appréciée par rapport au franc suisse et ne sommes plus optimistes à son sujet, étant donné

que le marché a déjà intégré la séquence de hausses très agressives de la BoE. Toutefois, nous maintenons notre prudence sur la paire GBP/EUR. Nous pensons, en effet, que le Royaume-Uni restera isolé géopolitiquement dans le monde post-Brexit, tant par rapport aux États-Unis que par rapport à l'Union européenne. Enfin, nous pensons que le CNH devrait bien performer face à l'EUR. D'un point de vue géopolitique et commercial, la Chine restera le principal moteur du commerce régional intra-asiatique, ce qui devrait soutenir les actifs chinois.

Risques et couvertures

Il convient de mettre en place des couvertures suffisantes pour protéger les expositions au HY américain et aux actions américaines et européennes, en tenant compte de la volatilité supplémentaire découlant du contexte géopolitique actuel. L'or peut également servir de couverture tactique durant la phase d'incertitude actuelle.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Zoom sur la liquidité : trajectoire incertaine des taux, géopolitique



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Nous pensons que la volatilité du crédit, ainsi que la disparité entre signatures de qualité supérieure et signatures de qualité inférieure pourraient augmenter à mesure que les marchés apprécient la trajectoire du resserrement quantitatif des BC

L'inflation aux États-Unis et en Europe incite les banques centrales à adopter un ton plus sévère, provoquant une réévaluation des taux européens et américains. D'un autre côté, les marchés attendent de voir si les banques centrales parviennent à maîtriser l'inflation sans freiner le rebond économique, compte tenu notamment du contexte géopolitique en Europe de l'Est. L'enchaînement des politiques sera donc déterminant. Le resserrement quantitatif pourrait notamment provoquer un affaiblissement du sentiment à l'égard du crédit par le biais d'une baisse de la liquidité/volatilité, même si les fondamentaux des entreprises sont solides. La vigueur de la demande des consommateurs et l'épargne accumulée constituent un autre élément positif. **Nous estimons donc qu'il est nécessaire de faire preuve de plus de prudence en matière de crédit**, en mettant davantage l'accent sur la sélection. **Pour ce qui est de la durée, bien que notre positionnement à moyen terme soit défensif, un regard tactique sur la dette souveraine s'impose à des fins de protection.**

Obligations mondiales et européennes

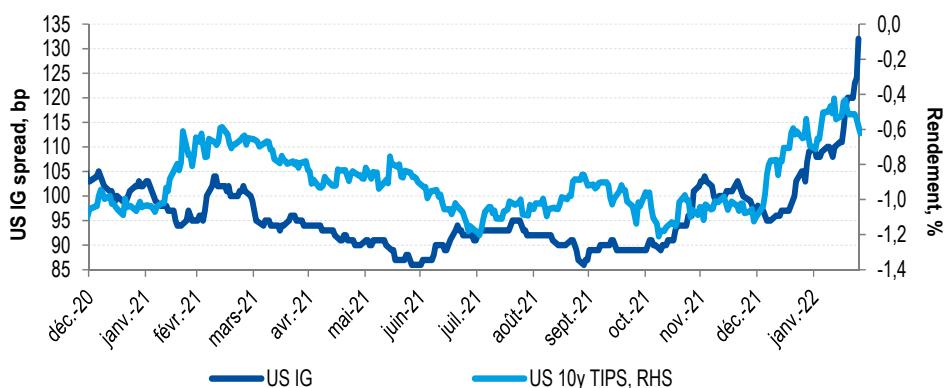
Nous sommes prudents sur la durée (États-Unis, Europe core et semi-core) en raison de la pression haussière sur les rendements, mais nous restons agiles compte tenu de la nouvelle dynamique de l'inflation et des questions politiques. Dans le contexte géopolitique actuel, les obligations souveraines (États-Unis, Europe core) offrent une protection aux portefeuilles. En ce qui concerne les pays périphériques de la zone euro, nous restons vigilants, mais reconnaissons le fort

potentiel de croissance et la stabilité politique de l'Italie et restons donc constructifs. Nous recherchons les opportunités de revenu sur la durée chinoise. Toutefois, pour ce qui est des points morts américains, les valorisations commencent à être moins attractives. **En ce qui concerne le crédit, l'inflation et la liquidité sont source d'inquiétude, mais les taux de défaut restent bas et les bénéfices solides.** Pour faire face à l'inflation, nous nous concentrons sur les signatures capables de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs. Dans le segment IG nous préférons les échéances à court et moyen terme et dans celui du HY nous voyons des opportunités de compression des *spreads* (hybrides, BB/CCC) dans les espaces présentant un potentiel d'amélioration de leurs indicateurs de crédit. Il convient, sur ces segments, de privilégier la diversification et la liquidité. Globalement, nous voyons d'un bon œil la dette subordonnée des sociétés financières, ainsi que les secteurs de l'énergie et de l'automobile.

Obligations américaines

La Fed semble se préparer à amorcer un cycle de hausses de ses taux directeurs en mars, en raison de l'inflation qui reste un enjeu politique majeur et de la forte demande insatisfaite, que soutiennent la démographie et les revenus des consommateurs. Malgré cela, les coûts de financement des entreprises restent assez accommodants, ce qui confirme notre opinion selon laquelle la Fed pourrait conserver un certain degré de liberté vis-à-vis de l'inflation. Pour autant, nous surveillons de près les coûts de financement à court terme et les

Rendements réels et *spreads* IG



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 24 février 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

tensions sur le marché du travail et restons sur la défensive concernant la durée. **Nous pensons également que l'évolution des courbes sera liée à la trajectoire de l'inflation à court terme, ce qui souligne l'importance d'une position flexible en matière de durée.** D'un autre côté, le crédit d'entreprises présente des opportunités idiosyncrasiques. Sur ce marché, il convient d'envisager une réduction des risques du portefeuille et la mise en place de couvertures contre l'exposition au risque de crédit. Il est également important de trouver un équilibre entre le besoin de rendements plus élevés et la liquidité. Ailleurs, les bilans solides des ménages nous permettent d'explorer de manière sélective les actifs titrisés.

Obligations des marchés émergents

Les perspectives des pays émergents sont contrastées. D'une part, elles se sont améliorées du fait de l'assouplissement de la politique chinoise et de la vigueur des prix des matières premières (ce qui est positif pour

l'Amérique latine), d'autre part, elles subissent le poids des risques géopolitiques. Suivant une approche très sélective, nous privilégions la dette en devises fortes et maintenons un biais en faveur du HY par rapport à l'IG. Pour ce qui est de la dette en devises locales, il convient de privilégier les pays (Chine) où les taux réels sont positifs. Nous restons prudents vis-à-vis des actifs russes. De façon plus générale, nous considérons les pays émergents à travers un ensemble de critères dont l'inflation, les taux réels, le resserrement monétaire et la vulnérabilité extérieure.

FX

Nous restons positifs sur le dollar, mais prudents sur l'euro et le yen. Le positionnement de la BCE est essentiel et nous le surveillons dans une perspective de durabilité de la dette de la région. Dans les marchés émergents, nous restons positifs sur les devises cycliques (roupie indonésienne et peso chilien) et sommes désormais défensifs sur le rouble.

ACTIONS

Faire face à l'incertitude de court terme avec un biais inflation



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Dans un contexte d'incertitude accrue et de pressions inflationnistes croissantes, nous nous intéressons aux valeurs de grande qualité susceptibles de mieux résister dans l'environnement actuel

Évaluation globale

Le revirement des banques centrales qui ont durci le ton a entraîné une forte réévaluation du risque de durée et des anticipations de hausse des taux par le marché. De plus, la dégradation rapide de la situation en Russie/ Ukraine, qui est très préoccupante, va peser sur les multiples de valorisation. D'un autre côté, la reprise économique se poursuit dans un contexte de forte consommation, ce qui, à moyen terme, devrait soutenir la rotation vers les actions décotées. Cependant, toutes les entreprises ne sont pas en mesure de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs, de sorte que la compression des marges et le pouvoir de fixation des prix varient d'une entreprise à l'autre. Nous recherchons les marques, les brevets et les produits différenciés qui permettent aux **entreprises dotées de modèles économiques solides d'augmenter leurs prix, de préserver leurs marges et de verser des dividendes.**

Actions européennes

Nous conservons un biais pour les actions décotées, cycliques et analysons les publications de résultats au regard de l'inflation et des marges, car nous constatons que les ventes de certaines entreprises sont meilleures que leurs bénéfices. En effet, **certaines entreprises ne sont pas en mesure de répercuter leurs coûts et d'augmenter suffisamment leurs prix, tandis qu'un petit nombre d'entre elles profitent du contexte de « consommation vigoureuse » pour accroître leurs marges en augmentant leurs prix.** D'autre part,

nous évaluons le comportement des consommateurs alors que l'inflation devient une question politique et qu'il existe un risque de mesures réglementaires. Nous examinons comment cela pourrait affecter différents secteurs comme les services aux collectivités, où nous sommes prudents, ainsi que les technologies de l'information, bien que ces dernières nous inquiètent un peu moins, certains cas de croissance structurelle ayant été malmenés par la récente volatilité. Mais notre priorité reste la sélection et la solidité des bilans dans le cadre de notre anticipation de normalisation et nous voyons des opportunités dans les secteurs de l'industrie et de la finance. Enfin, nous explorons les valeurs défensives dont la valorisation est attractive, notamment dans le secteur de la santé.

Actions américaines

Dans un environnement où l'inflation est désormais clairement une question politique, nous pensons que les marchés ne tiennent pas encore compte du risque d'augmentation du coût du capital. La rotation des valeurs de croissance vers les valeurs décotées s'inscrit donc dans une perspective de moyen terme, en raison des valorisations encore attractives de ces dernières et de la croissance économique qui reste suffisamment vigoureuse (réouverture).

Nous étudions les entreprises décotées de haute qualité capables de résister aux défis opérationnels grâce à la force inhérente de leur modèle économique, à leur pouvoir de fixation des prix et à leurs compétences fondamentales. La sélection

Volatilité des actions américaines et européennes



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Données au vendredi 25 février 2022

ACTIONS

des titres est donc cruciale dans cette dernière séquence de la rotation value. Nous restons par ailleurs prudents sur les actions de croissance et de long terme qui restent chères, mais reconnaissons que certaines valeurs technologiques de croissance redeviennent attractives à la suite du récent épisode de volatilité. De manière générale, les titres de croissance restent surévalués et pourraient s'affaiblir davantage si les taux réels augmentent.

Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs cycliques dans les secteurs de la finance (banques), des matériaux et de l'énergie. On notera également que certaines valeurs liées à la consommation et au thème de la réouverture deviennent moins chères, mais nous nous concentrons sur celles qui sont capables de relever les défis liés à l'étroitesse des marchés du travail et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement.

Actions émergentes

Les valorisations des actions émergentes, la stabilisation de la croissance économique en 2022 et l'assouplissement du positionnement de la PBoC devraient être des facteurs positifs pour la classe d'actifs, mais le conflit entre la Russie et l'Ukraine risque de nuire au sentiment de marché à court terme. L'espace émergent semble de plus en plus fragmenté dans un contexte de risques géopolitiques et idiosyncrasiques et d'inflation mondiale. Au niveau des pays, nous privilégions les opportunités liées aux matières premières, comme l'Inde, la Hongrie et les Émirats arabes unis. Nos principales convictions sectorielles sont la consommation discrétionnaire, l'immobilier et les services de communication, avec une préférence pour l'énergie par rapport aux matériaux. Enfin, nous continuons à surpondérer les actions décotées par rapport aux actions de croissance.

Spécial Ukraine



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

Avant-propos

L'invasion de l'Ukraine par les troupes russes a pris l'Europe par surprise, lui rappelant les heures les plus sombres qui ont précédé la Seconde Guerre mondiale. Les pays de l'OTAN et les dirigeants européens ont jusqu'à présent exclu toute confrontation militaire directe en raison du risque d'escalade entre puissances nucléaires.

Cependant, les démocraties occidentales et la Russie se sont engagées dans une confrontation sans précédent au cours des derniers jours. Celle-ci prend la forme d'une guerre économique et financière sans merci, dont l'objectif déclaré est d'asphyxier l'économie russe. Le gel des avoirs de la Banque centrale russe est une mesure qui porte atteinte à sa souveraineté financière, l'empêchant de lutter contre l'effondrement du rouble. Les sanctions entraîneront une profonde récession en Russie, ce qui devrait empêcher Poutine de financer une guerre longue.

Notre scénario de base est donc « un conflit de courte durée ». Mais nous gardons à l'esprit que dans l'histoire, les conflits de courte durée peuvent durer de nombreux mois. L'incertitude quant à l'issue du conflit ne devrait pas se dissiper rapidement.

L'interconnexion financière et le niveau élevé de mondialisation confèrent aux armes économiques une puissance qu'elles n'avaient guère aux siècles passés. Deux ordres s'affrontent : l'ordre économique et financier et l'ordre militaire, ce qui est sans précédent dans l'histoire moderne. Le choc de l'incertitude qui en résulte aura inévitablement des conséquences majeures.

Dans cette édition spéciale, nous tentons d'apporter un éclairage sur différents scénarios et questions possibles. Paradoxalement, c'est peut-être à plus long terme que les conséquences les plus évidentes de la crise actuelle émergent.

Sur le plan politique, l'OTAN est sortie renforcée de cette crise et l'Europe a pu montrer son unité sur des questions qui faisaient l'objet de désaccords (politique de défense, livraisons d'armes, nature des sanctions). Mais les conséquences vont au-delà de l'Europe et de l'OTAN. Le rôle que jouera la Chine donnera une nouvelle forme au nouvel ordre international.

Les investisseurs doivent garder à l'esprit que nous ne vivons pas une époque normale. Nous sommes au milieu d'un changement de régime caractérisé par des forces inflationnistes sans précédent, jamais observées ces cinquante dernières années. Le régime vers lequel nous nous dirigeons (voir « Russia conflict marks a further step on the road back to the '70s »¹) n'est pas seulement inflationniste par nature. Il s'accompagnera d'un sévère réajustement de l'ordre géopolitique (impliquant une plus grande fragmentation), avec la mort définitive de la mondialisation et l'émergence d'une régionalisation centrée sur de nouvelles puissances mondiales. Parmi les gagnants figurera la Chine, dont le cycle économique gagne en indépendance par rapport aux États-Unis et dont le renminbi est de plus en plus utilisé comme monnaie d'échange pour la région.

Dans tous les cas, l'évolution du conflit aura des conséquences (géo)politiques et économiques importantes et nous espérons que ce document aidera les investisseurs à comprendre les enjeux de l'allocation d'actifs.

¹Pascal Blanqué. « Russia conflict marks a further step on the road back to the '70s ». *Shift & Narratives* #14 mars 2022.

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

[A]¹ Notre position

Impact géopolitique

1. La réponse de l'Occident à l'invasion de l'Ukraine par la Russie

L'Occident cherche à asphyxier progressivement l'économie russe. Les sanctions visent à déclencher une crise financière systémique et une récession économique en Russie. L'Occident fera tout ce qu'il faut pour éviter une confrontation militaire directe.

Au moment de la rédaction de ce rapport, des sanctions partielles sont en place et des décisions importantes ont été prises :

- Des **sanctions individuelles** contre les oligarques russes avec un impact limité, car ils avaient isolé de manière préventive leurs affaires
- L'exclusion de plusieurs prêteurs russes de **SWIFT**. Les principaux prêteurs à surveiller seront VTB, Sberbank et Gazprombank
- Le gel des **réserves de la Banque centrale de Russie** à l'étranger pour limiter la protection du rouble. Cette mesure aura les conséquences financières les plus graves, car elle accroît le risque de défaut sur les actifs russes
- **L'interdiction de l'espace aérien européen** aux avions russes
- Les **annonces d'augmentation des dépenses militaires**, à commencer par l'Allemagne, ce qui constitue un changement de paradigme politique

Points clés à souligner :

- Les **sanctions** doivent être fortes, mais pas au point d'exacerber la flambée des prix de l'énergie (la Russie aura toujours accès à plusieurs milliards de dollars de recettes d'exportation en devises fortes) ou de mettre Poutine dans une position où il n'a plus rien à perdre
- La **Chine est dans une attitude attentiste** : une position pragmatique et opportuniste
 - La Chine appelle à l'arrêt de la violence ; elle ne veut pas devenir le canal financier des avoirs russes, mais elle ne veut pas non plus faire capoter son partenariat commercial avec la Russie.
 - C'est la Chine qui change la donne. La Chine voudra, à un moment donné, montrer qu'elle jouera un rôle central dans le nouvel ordre mondial
 - La Chine n'a probablement aucun intérêt dans un conflit à long terme qui aggraverait les pressions déflationnistes mondiales. Cela renforcerait le rôle international du renminbi et la diversification procurée par les actifs chinois, à moins que la situation actuelle n'inspire une résolution militaire à Taïwan
- **L'Inde** reste fidèle à la Russie et s'est abstenue de voter la résolution du Conseil de sécurité des Nations Unies qui condamne l'invasion de Poutine

2. Ukraine et Russie : premiers pourparlers diplomatiques près de la frontière entre l'Ukraine et la Biélorussie

Il ne s'agissait pas de négociations directes, mais de « négociations sur la formation d'un ensemble de premier round de négociations – sur le lieu et le moment où ces négociations peuvent avoir lieu ». Bien que le premier round n'ait pas été concluant, les deux parties ont accepté de se rencontrer pour un deuxième round.

La Russie a déjà déclaré qu'elle n'arrêterait pas l'opération militaire, même pendant la durée de ces négociations.

L'Ukraine résiste, tandis que Poutine a ordonné dimanche que les forces nucléaires russes soient mises en état d'alerte, citant des déclarations agressives de l'OTAN.

¹ Les lettres renvoient à la position de l'événement (p.17) dans l'arborescence

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Impact économique

3. Ralentissement de la croissance et hausse de l'inflation en Europe

La guerre ukrainienne se déroule dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et d'inflation élevée. Plus le conflit durera, plus la confiance des consommateurs et des entreprises se détériorera, et plus il est probable que l'inflation restera élevée et que l'activité économique ralentira.

Il est difficile d'anticiper les retombées économiques liées au conflit, compte tenu du niveau élevé d'incertitude. C'est une douche froide pour les investisseurs, car, en plus de l'inflation, il y aura un impact négatif sur la croissance, en particulier en Europe.

L'Europe a déjà été touchée par l'augmentation des prix de l'énergie, qui érode le pouvoir d'achat des consommateurs et les bénéfices des entreprises, et dilue la puissance de feu du plan de relance NGEU par la hausse des coûts. Par conséquent, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance et à une hausse de l'inflation : le risque de stagflation d'ici fin 2022 / début 2023 augmente. La zone euro va payer le prix économique le plus élevé, même si la crise est de courte durée.

4. La politique monétaire, un contexte plus difficile pour la BCE que pour la Fed

La BCE et la Fed vont préférer rester prudentes à court terme. Toutes deux auront probablement à cœur de marquer leur volonté de normaliser leur politique monétaire cette année afin d'ancrer les anticipations d'inflation, ce qui pourrait exercer une pression supplémentaire à la baisse sur la demande intérieure.

Toutefois, la question de la politique monétaire ne se posera pas dans les mêmes termes pour la Fed et la BCE. La Fed peut plus facilement justifier les hausses de taux et réduire son bilan que la BCE. Le risque d'un net ralentissement économique est beaucoup plus prononcé en Europe qu'aux États-Unis.

5. L'autonomie stratégique de l'Europe devient une priorité et modifie la politique budgétaire

En raison de sa proximité géographique et de sa dépendance énergétique, l'UE aura besoin d'un soutien budgétaire important et devra décider ce qui doit être prioritaire : diversifier les fournisseurs d'énergie ou la défense.

a) Diversifier l'approvisionnement en énergie :

Le but ultime est d'accélérer la transition écologique et de diversifier les fournisseurs d'énergie pour limiter les dépendances extérieures, mais l'évolution prendra plusieurs années. Par conséquent, des solutions d'atténuation devront être mises en œuvre dans l'intervalle :

- L'Allemagne construit rapidement deux terminaux de GNL pour sortir de sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie.
- L'UE a annoncé une émission d'obligations extraordinaire en mars pour permettre des prêts aux États membres et atténuer les fluctuations des prix du gaz (instruments de type SURE)

b) Un revirement dans les budgets militaires :

L'UE a approuvé une aide militaire de 450 millions d'euros pour l'Ukraine. L'Allemagne a annoncé un « fonds spécial » de 100 milliards d'euros pour son armée dans son budget 2022, ce qui constitue un changement de régime en ce qui concerne le budget militaire.

Nous pouvons nous attendre à ce que d'autres pays européens emboîtent le pas à ce qui constitue un revirement majeur de la doctrine européenne en matière de dépenses importantes dans le secteur militaire.

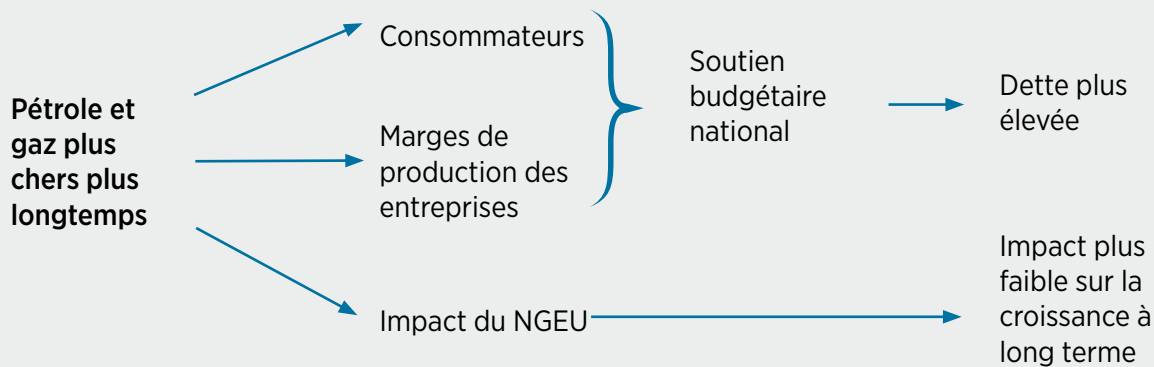
Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Point clés à souligner :

- Si les Européens veulent financer la transition écologique, diversifier les fournisseurs d'énergie et augmenter les dépenses de défense en même temps, ils devront revoir considérablement leur doctrine en matière de politique budgétaire. Mais il n'y a probablement jamais eu autant de convergence d'intérêts en Europe sur ce point.

Impact sur les matières premières

Les prix de l'énergie resteront élevés : l'Europe restera l'otage de la Russie jusqu'à ce que la diversification de l'offre et/ou la transition énergétique progressent.

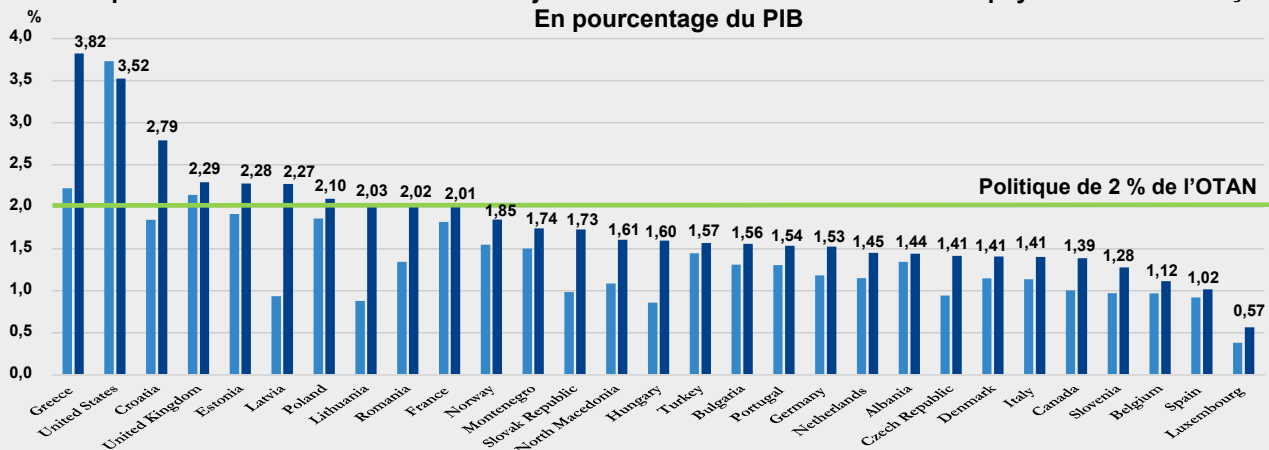


Les prix des denrées alimentaires et du gaz chimique (pour la production de semi-conducteurs) ont augmenté mais pourraient se normaliser si le conflit est de courte durée

Marchés financiers

La réaction de la semaine dernière a été limitée : les rendements à long terme et les devises sont restés pratiquement inchangés, les actions mondiales ont progressé (l'indice HSCEI étant la seule exception). Nous nous attendons à ce que cette réaction modérée du marché soit de courte durée, à moins que la désescalade ne se concrétise. Nous pensons que l'action du marché et les prix des actifs ne reflètent pas une nouvelle escalade militaire ni la nouvelle évolution du régime (vers plus de stagflation, du moins en Europe). Une correction du marché pour réinitialiser les primes de risque nous semble probable.

Dépenses de défense inférieures à l'objectif de 2 % de l'OTAN – de nombreux pays sont bien en deçà
En pourcentage du PIB



Remarque : les chiffres pour 2021 sont des estimations

Source : OTAN, juin 2021

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

[A]
L'Ukraine résiste, tandis que Poutine a ordonné dimanche que les forces nucléaires russes soient placées en état d'alerte

[B]
Résolution à court terme
+ pas de confrontation militaire avec l'Occident, ni d'escalade nucléaire

[C]
Lutte militaire prolongée et escalade militaire mondiale

B1] Porte de sortie acceptable
pour parler diplomatiques / sanctions dissuasives

B2] La Russie crée un gouvernement « soumis » en Ukraine, nombre de victimes limité, pas de siège de Kiev

B3] Siège de la guerre civile à Kiev, nombre élevé de victimes (résolution à l'image du conflit tchétchène)

B4] Troubles dans le régime de Poutine (putsch militaire)

B5] Désescalade nucléaire appuyée par la Chine

C1] Conflit de faible intensité avec perturbations limitées de la chaîne d'approvisionnement (évolution de B2)

C2] Conflit de haute intensité (évolution de B3)

- Division et démilitarisation de l'Ukraine et/ou passage de l'Ukraine à un statut « neutre »
- Retour des banques centrales au mantra de la normalisation
- Soulagement des marchés : réévaluation limitée des primes de risque relatives mondiales, retombées mondiales limitées, mais risque réel de récession des bénéficiaires.
- Les prix de l'énergie demeurent élevés jusqu'à ce qu'une diversification de l'offre se concrétise (p. ex., en Arabie saoudite ou en Iran) et que la recherche pour diversifier les fournisseurs progresse davantage.
- Les prix de l'énergie resteront élevés
- Instabilité des marchés (les marchés commençant à comprendre que la Russie pourrait franchir de nouvelles lignes rouges)
- > - Risque réel de récession des bénéficiaires (Europe)
- Recherche de valeurs refuges, vente d'actifs liquides (les actions et le crédit étant les principaux candidats à la réévaluation)
- Affaiblissement de l'euro
- Escalade militaire sélective avec capitulation et vente de panique sur les grands marchés
- > - Reflet de la crise économique et financière russe dans les prix intérieurs avec des retombées sur l'Europe de l'Est
- Reflet de la crise économique et financière russe dans les prix intérieurs avec des retombées sur l'Europe de l'Est
- Les États-Unis, l'Amérique latine et la Chine sont les classes d'actifs privilégiées, une Europe sélective valeur + qualité
- Les prix de l'énergie resteront élevés
- > - Retour des banques centrales au mantra de normalisation, aplanissement des courbes de rendement
- Risque élevé de récession des bénéficiaires (Europe)
- Affaiblissement de l'euro, effondrement du rouble, perturbation des devises
- Les actifs chinois sont le véritable facteur de diversification offrant des rendements réels + RMB > USD ; affaiblissement de l'euro
- > - Retour des banques centrales au contrôle de l'inflation, aplanissement des courbes de rendement
- Réévaluation des primes de risque mondiales mais risque de récession mondiale des bénéficiaires
- Lutte contre la stagflation mondiale : mouvement discutable des rendements sur la partie longue de la courbe
- Taux réels négatifs, après correction, retour aux actions, au crédit et à la recherche de sources de rendement réel dans les pays émergents
- Recherche d'actifs liquides sûrs (liquidités, trésorerie, actions de haute qualité et de valeur)
- > - Le pire est à prévoir, y compris une confrontation militaire entre l'Occident et la Russie

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

À quoi s'attendre ?

Nous décrivons ci-dessous deux issues possibles [B] et [C] avec le sous-ensemble de l'évolution potentielle (1, 2, 3...) et leurs impacts sur les marchés économiques et financiers

[B] Résolution dans quelques semaines ou quelques mois

B1] Sortie acceptable pour Poutine (rappelant Cuba en 1962 ?) – Succès des pourparlers diplomatiques entre l'Ukraine et la Russie et / ou des sanctions dissuasives

Impact économique (B1)

- Les banques centrales reviennent à leur rhétorique de normalisation, mais la croissance européenne ralentit et risque de tomber en récession (sur les cicatrices existantes et les erreurs de politique de la BCE dans le relèvement des taux et la réduction progressive des dispositifs de soutien)
- Les États-Unis, les exportateurs de matières premières de l'Amérique latine et la Chine sont les classes d'actifs privilégiées

Marchés financiers (B1)

- Privilégier les actions liées à la défense et à la cyber-défense
- Les actions liées à l'informatique pourraient à terme bénéficier de cette crise
- Les prix de l'énergie restent élevés jusqu'à ce qu'une diversification structurelle des fournisseurs soit mise en place (cela prendra des années)

B2] La Russie gagne : elle met fin au gouvernement de Zelensky, le remplace et se prépare à franchir de nouvelles lignes rouges

Impact économique (B2)

- Le conflit en Ukraine ouvre la porte à la poursuite du déploiement de la Russie en Europe, en visant les Pays baltes et la Pologne
- Guerre civile en Russie / Ukraine avec un grand nombre de pertes humaines
- La Russie teste l'OTAN avec des cyberattaques ou l'OTAN riposte, franchissement par la Russie de nouvelles lignes rouges dans le futur
- La Chine voudra montrer son rôle dans le nouvel ordre international
 - > D'autres conflits militaires pourraient éclater

Marchés financiers (B2)

- Les prix de l'énergie resteront élevés
- Instabilité des marchés (les marchés commençant à comprendre que la Russie pourrait franchir de nouvelles lignes rouges)
- La récession des bénéfices est un risque réel (Europe)
- Recherche de valeurs refuges, vente d'actifs liquides (actions, crédit)
- L'euro s'affaiblit

B3] Guerre civile, siège de Kiev, nombre élevé de victimes (résolution à l'image du conflit tchétchène)

Impact économique (B3)

- Massacre à Kiev et dans d'autres villes : le nombre de victimes est inacceptable pour les Russes
- Cela entraînera probablement une forme de confrontation militaire directe avec l'Occident (mais pas d'escalade nucléaire)

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Marchés financiers (B3)

- Capitulation des marchés et vente de panique

B4] La Russie perd : une opposition importante menace le régime de Poutine

- La répression autoritaire intérieure se durcit, conduisant à des troubles sociaux et/ou à une guerre civile en Russie

Impact économique (B4)

- La Russie connaît une récession économique et une crise financière avec des retombées mondiales limitées si la nouvelle structure russe est perçue comme un « satellite occidental ».

Marchés financiers (B4)

- Correction des marchés puis un monde de type fragmenté qui pourrait favoriser les actifs américains et asiatiques et peut-être l'Europe si une récession profonde est évitée

B5] Désescalade nucléaire appuyée par la Chine : manœuvres rapides de guerre

- L'UE et les États-Unis appliquent de nouvelles sanctions, un pouvoir écrasant sous une forme civilisée.
- La Chine se joint à l'Occident pour condamner la violence
 - > La Russie arrête ses opérations militaires. L'économie est gelée mais le régime politique survit.

Impact économique (B5)

- Retards dans les chaînes d'approvisionnement en matières premières (notamment en ce qui concerne le pétrole brut, le gaz naturel, le charbon, le nickel, l'aluminium, le palladium, le titane et le minerai de fer), perturbation ou blocage des échanges
- Frein à la croissance économique mondiale
- La Russie rentre dans une crise financière systémique et une récession économique (dont la profondeur dépend de la durée de la guerre)
- Efforts budgétaires et monétaires de plus en plus audacieux. La BCE recule par rapport à la normalisation
- Crise des migrants en Europe
- L'Europe entre dans la nouvelle doctrine militaire

Marchés financiers (B5)

- Pression soutenue sur les marchés de l'énergie
- Des marchés financiers en eaux inconnues (en raison du risque systémique sur les marchés russes)
- Fuite vers la qualité (valeurs refuges classiques)
- La coupure de certaines banques russes de SWIFT encourage l'utilisation de canaux alternatifs, notamment les crypto-actifs (par exemple, Ethereum)

[C] La résolution du conflit prend plus de temps

Impasse militaire, résistance de l'Ukraine et poursuite de l'offensive russe pendant des mois

C1] Lutte militaire prolongée, mais conflit de faible intensité

Impact économique (C1)

- Pertes civiles et militaires
- Perturbation limitée de la chaîne d'approvisionnement mondiale



Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

- Mécontentement et colère croissants de la population en Russie
- Escalade dans les sanctions infligées à la Russie
- Élargissement de l'OTAN, avec adhésion probable des pays nordiques, mais pas de confrontation militaire directe
- Stagflation en Europe
- La BCE perd de facto son indépendance. Elle devra reconsidérer les achats d'actifs (pour soutenir les dépenses de défense et de transition énergétique) directement ou indirectement.

Marchés financiers (C1)

- Lutte contre la stagflation mondiale : Retour des banques centrales au premier plan avec une progression discutable sur la partie longue de la courbe des taux et les conditions financières mondiales
- Les taux réels resteraient en territoire négatif : après une correction, les investisseurs se repositionneraient sur les actions et le crédit, à la recherche de sources de rendement réel dans les pays émergents
- Recherche d'actifs liquides sûrs (liquidités, trésorerie, actions de haute qualité et de valeur)

C2] Lutte militaire prolongée et à fort impact : attendez-vous au pire

- Utilisation possible d'armes nucléaires
- Risque systémique mondial, stagflation mondiale, effondrement et forte volatilité des marchés financiers

Une période de guerre peut justifier une forte répression financière. Les taux d'intérêt réels resteront en territoire profondément négatif.

Finalisé le 1^{er} mars 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

Des réponses à vos questions

Nos réponses à certaines des questions clés posées concernant la crise ukrainienne

1] L'économie mondiale va-t-elle ou non entrer en stagflation ?



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment
Intelligence

*Plus le conflit durera,
plus la confiance
des ménages et
des entreprises se
détériorera*

La guerre ukrainienne intervient dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de forte inflation. La reprise post-Covid-19 est désormais l'affaire du passé. Les économies devaient revenir vers leur potentiel avec moins de goulets d'étranglement et de difficultés d'approvisionnement, ce qui aurait permis de réduire les pressions inflationnistes. Mais, l'invasion russe a poussé les prix de l'énergie à des niveaux records et a réduit la visibilité à court terme.

En Europe notamment, nous prévoyons que la dynamique de la demande intérieure sera freinée par **une hausse de l'inflation (augmentation des prix de l'énergie et des matières premières), que la hausse des prix à la production aura un impact sur les marges bénéficiaires des entreprises, que la hausse des taux d'intérêt affectera les investissements et que l'impact du programme NGEU sera dilué par la hausse des coûts.** Ce choc d'incertitude pourrait, à court terme, affecter la dynamique des investissements des entreprises et de la consommation des ménages. Les sanctions contre la Russie pourraient limiter les exportations de matières premières essentielles et de céréales, en plus du pétrole et du gaz. Les pénuries d'approvisionnement pourraient à terme avoir un impact négatif sur la production industrielle et les consommateurs pourraient être affectés par la hausse des prix des denrées alimentaires.

Plus le conflit durera, plus la confiance des ménages et des entreprises se détériorera, et plus l'inflation risque de rester élevée et l'activité économique de ralentir. Le choc de confiance sera plus fort en Europe continentale qu'aux États-Unis, en raison de la proximité géographique du Vieux Continent et de sa dépendance énergétique. Ceci est d'autant plus vrai que la crise actuelle pourrait se doubler d'une crise migratoire (les pays voisins de l'Ukraine comptent déjà près de 400 000 réfugiés).

Nous pensons que la BCE et la Fed feront preuve de prudence à court terme. Les deux banques centrales seront probablement soucieuses de marquer leur volonté de normalisation monétaire cette année afin d'ancrer les anticipations d'inflation, ce qui pourrait renforcer la pression baissière sur la demande. Cependant, la question de la politique monétaire ne se posera pas dans les mêmes termes pour la Fed et la BCE. Il est, en effet, plus facile pour la Fed de justifier une hausse de taux et de mettre fin à ses achats d'actifs. Le risque d'un ralentissement économique marqué est bien plus prononcé en Europe qu'aux États-Unis. Plusieurs économies européennes pourraient entrer en stagflation d'ici fin 2022 ou en 2023.

En conclusion, on peut dire que **les forces stagflationnistes sont déjà à l'œuvre en raison du ralentissement de la croissance et de l'inflation élevée. Mais la stagflation au sens propre (un fort ralentissement, voire une récession, avec des pressions inflationnistes persistantes) ne se concrétisera que si le conflit ukrainien s'enlise et si plusieurs niveaux de sanctions sont mis en œuvre.**

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

2] Programmes de rachats d'actifs des banques centrales : réduction ou pas ?



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

Le conflit russo-ukrainien va pousser l'inflation à la hausse

La crise ukrainienne pourrait retarder la normalisation de la politique monétaire de la zone euro, mais sans la remettre en question à plus long terme et devrait avoir un impact très limité sur les décisions de la Fed.

En février, les intervenants du marché ont réévalué de manière radicale leurs anticipations d'inflation et de politique monétaire. Nous pensons que les banques centrales agiront, mettant fin aux mesures accommodantes, malgré la terrible escalade militaire.

L'inflation aux États-Unis et dans la zone euro reste à un niveau record et le conflit entre la Russie et l'Ukraine va peser sur les chiffres de l'inflation, notamment en Europe, par le biais des prix de l'énergie (notamment du gaz naturel). Il faudra du temps avant que les effets de second tour se répercutent sur la croissance par le biais d'une baisse du revenu disponible alors qu'en parallèle, les dernières données économiques confirment la forte reprise des économies développées.

Le marché du travail américain est en plein essor et la croissance des salaires dans le pays est très forte. La reprise du marché du travail est également impressionnante dans tous les pays de la zone euro, même si la croissance des salaires y est encore faible.

Les nouvelles projections économiques de mars en zone euro pourraient mener à une hausse des taux en 2022 et, implicitement, à la fin du programme d'achat d'actifs au troisième trimestre. Toutefois, **nous nous attendons à ce que la BCE soit plus prudente.** François Villeroy de Galhau, membre du Conseil des gouverneurs, a déclaré que la BCE « suit évidemment de près les évolutions géopolitiques et leurs éventuelles implications économiques et financières. L'optionnalité, concernant la bonne orientation monétaire, et la flexibilité, pour garantir la bonne transmission monétaire, sont les deux maîtres mots de notre politique ».

La Fed relèvera ses taux en mars (25 pb) et amorcera un « léger » resserrement quantitatif au deuxième trimestre afin de ne pas affaiblir le potentiel des marchés d'actions. **La prévision du taux final de la Fed devrait être revue à la hausse si la Fed veut ramener l'inflation dans le rang, soit en dessous de 2 %.**

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

3] Comment jouer les actions décotées européennes durant cette phase ?



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie
sur les Marchés Développés

*Le style value
a le potentiel
pour résister
aux turbulences*

Depuis l'automne 2020, le facteur *value*, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a entamé une phase de rebond par rapport au facteur *growth*. L'écart de valorisation historique entre ces deux facteurs et le rebond des taux longs et des anticipations d'inflation ont fortement contribué à ce retournement. Le MSCI Europe Value a surperformé le MSCI Europe Growth de 15 % entre fin octobre 2021 et le 10 février 2022, date à laquelle les États-Unis avertirent du risque d'invasion totale de l'Ukraine. Depuis cet avertissement, le MSCI Europe est en chute (-7 % au 24 février), un mouvement amplement accentué par le secteur bancaire (-14 %), celui-ci étant souvent associé au style *value*, alors que le MSCI Europe Value lui-même n'a baissé qu'un peu plus que le reste du marché (-8 %).

En effet, les autres secteurs surpondérés de l'indice *value* ont compensé la sous-performance des banques. L'indice est exposé à trois groupes de secteurs : 1) les valeurs financières (surpondérées de 10 %, dont 6 % pour les banques), 2) l'énergie et les matériaux (surpondérés de 7 %), 3) les secteurs défensifs, tels que les services aux collectivités et les services de communication, les secteurs cycliques traditionnels (industrie, consommation discrétionnaire et informatique) étant sous-représentés de 16 %.

Sur le plan économique, **la crise russo-ukrainienne pourrait finalement entraîner une baisse de la croissance et une hausse de l'inflation en Europe, ces deux phénomènes étant portés pour l'essentiel par les prix de l'énergie. De plus, compte tenu de l'augmentation des risques, le coût du risque pourrait également augmenter au niveau bancaire.** Si la situation géopolitique se complique, le premier groupe de secteurs (valeurs financières) de l'indice MSCI Value Europe pourrait être davantage touché, **mais l'exposition de l'indice aux matières premières et aux valeurs défensives devrait lui permettre d'absorber ce choc en termes relatifs**, comme ce fut le cas au cours des dernières semaines. Il convient également de souligner que le rendement offert par les valeurs décotées (environ 3,5 % contre environ 1,5 % pour les valeurs de croissance) constitue un argument supplémentaire.

Pour conclure, nous estimons que **le style value a le potentiel pour résister aux turbulences.** Il est par ailleurs judicieux de **le combiner avec le style qualité, qui privilégie les entreprises qui ne sont pas endettées.** Enfin, n'oublions pas que les crises résultant d'événements géopolitiques sont souvent temporaires et génèrent des opportunités qui pourraient bien profiter au style *value* à moyen terme, d'autant que les niveaux d'inflation devraient être durablement plus élevés dans les années à venir.

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

4] Quel pourrait être l'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés émergents ?



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

*L'impact négatif
se concentrera pour
l'essentiel sur les
régions proches
de la zone de conflit*

Pour les marchés émergents, **l'impact négatif se concentrera pour l'essentiel sur les régions proches de la zone de conflit et sur les importateurs nets de pétrole et de gaz.**

L'Europe de l'Est souffrira directement de son exposition commerciale à la Russie et indirectement des difficultés que la crise actuelle inflige aux pays du cœur de la zone euro comme l'Allemagne, l'un des plus importants partenaires commerciaux.

Si le conflit se prolonge, **les mouvements de réfugiés pourraient peser sur les positions budgétaires qui n'ont pas encore été rétablies après la pandémie.** À cet égard, les pays les plus fragiles en termes de réserves budgétaires sont la Hongrie et la Roumanie. Pour la **Pologne**, qui a déjà du mal à se conformer aux règles d'accès au Fonds européen, les flux de réfugiés pourraient détourner les ressources de postes plus productifs. Les **importateurs nets de pétrole et de gaz** souffriront d'une dégradation de leur situation extérieure et budgétaire (facture d'importation élevée et coût élevé des subventions énergétiques), en particulier ceux qui ont un double déficit comme l'Inde. En revanche, les **exportateurs de matières premières** bénéficieront, en termes relatifs, des événements récents. C'est le cas notamment de l'**Amérique latine** (à l'exception du Mexique), qui en plus d'être physiquement éloignée et peu liée commercialement à la zone de conflit, est la plus positivement corrélée au cycle des matières premières, que ce soit par le biais du pétrole ou des métaux. La Chine qui a opté pour l'instant pour un positionnement neutre sur le conflit, aura une influence importante sur les pourparlers de paix.

Côté actions, si la prudence et la sélectivité restent de mise, les tendances d'avant la crise devraient se renforcer : **l'indice des actions brésiliennes**, déjà affecté par la rotation *value*, s'est montré assez résistant face aux événements récents. En ce qui concerne les titres obligataires, il convient de privilégier la **dette en devise forte, dans un contexte de prix du pétrole élevés** et de perspectives plus incertaines en matière de croissance et d'inflation qui pénalisent la **dette en devise locale**. Les obligations en devises locales peuvent, en termes relatifs, s'avérer moins attractives en période de crise : la tendance à la stagflation implique la persistance d'une inflation élevée ainsi qu'un assouplissement différé des politiques monétaires, ce qui réduit l'appétit pour les durations longues ou pour les devises émergentes.

Achevé de rédiger le 2 mars 2022

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

Mise à jour mensuelle

Nous modifions nos scénarios pour tenir compte des conséquences de la guerre en Ukraine. Nous augmentons la probabilité de notre scénario baissier de 15 % à 30 % pour refléter le risque croissant de stagflation. La probabilité de notre scénario central passe de 70 % à 60 % tandis que la probabilité du scénario haussier est réduite de 15 % à 10 %. Nous prévoyons une réévaluation des primes de risque dans toutes les classes d'actifs dans ce nouveau contexte géopolitique et économique.

SCÉNARIO BAISSIER 30 %

Nouvel effondrement vers la stagflation

Analyse

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

SCÉNARIO CENTRAL 60 %

Parcours chaotique, divergences régionales

Analyse

- 🌍 La **guerre en Ukraine** ébranle la confiance et pousse temporairement le prix des matières premières et de l'énergie à la hausse.
- 🌸 Le **Covid-19** devient une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires.
- ✨ **L'activité mondiale** se maintient mieux que lors des vagues précédentes, mais les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement subsistent jusqu'à la fin de 2022.
- ✨ **La croissance** diminue progressivement vers la tendance en 2022, exposant 2023 à un risque de baisse. Passage à vide au S1 2022 en raison du ralentissement de l'économie chinoise, de l'impact négatif du variant Omicron et de l'accélération de l'inflation.
- ✨ Des **pressions inflationnistes** persistantes pendant toute l'année 2022 en raison des prix élevés de l'énergie et des matières premières, des goulets d'étranglement de l'offre, et des pressions sur les salaires, et qui s'atténuent en 2023. L'inflation devient un problème politique.

SCÉNARIO HAUSSIER 10 %

Croissance inclusive et durable

Analyse

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

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

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

- ⊙ **Asynchronie des politiques monétaires :** la Fed passe rapidement du *tapering* à un QT léger et initie un cycle de hausses des taux ; cycle de hausse modérée pour la BoE ; la BCE recalibre le QE avec potentiellement une hausse des taux ; assouplissement monétaire pour la PBoC. Les taux vont monter mais devraient rester bas longtemps.
- ⊙ **Politique budgétaire :** retrait de certaines aides, mais un soutien public ainsi que des subventions sont nécessaires pour lisser l'impact de transition énergétique sur les ménages à court terme.
- ✪ Le **changement climatique** pèse sur la croissance et pousse à la hausse les prix des matières premières et de l'énergie, en renforçant les tendances stagflationnistes.

Répercussions sur les marchés

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

Répercussions sur les marchés

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

Répercussions sur les marchés

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

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.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Nous augmentons la probabilité du risque économique et géopolitique de 20 % à 30 % pour prendre en compte la guerre en Ukraine et ses impacts potentiels sur les risques économiques et financiers.

Nous considérons les risques liés au Covid-19 comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

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

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

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

RISQUE FINANCIER 20 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

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

**Pour plus en détail, voir les pages Spécial Ukraine sur les conséquences possibles*

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

- Crédit et actions, EMBI

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les dernières semaines ont été caractérisées par une plus grande volatilité des marchés, en raison du durcissement de ton de la Fed et de la montée des risques géopolitiques. Compte tenu du contexte de hausse des rendements réels et des risques d'inflation, les actions sont une classe d'actifs à considérer, mais la sélection est essentielle.
	Actions US Value	+	▼	La rotation value est une tendance à moyen terme soutenue par la hausse des taux réels et nous pensons qu'elle va se poursuivre tant que la croissance économique reste solide et que les valorisations des actions décotées restent attractives. Nous nous intéressons aux titres décotés de grande qualité.
	Actions US Croissance	-	▲	De manière générale, les titres de croissance restent surévalués et pourraient s'affaiblir davantage si les taux réels augmentent. Pour autant, nous constatons que certaines valeurs technologiques de croissance commencent à redevenir attractives depuis le dernier épisode de volatilité.
	Europe	=	▼	La visibilité des actions européennes diminue sur fond d'escalade du conflit entre la Russie et l'Ukraine et de hausse des prix de l'énergie. Le redémarrage économique est toujours propice pour la zone euro, mais nous adoptons une position neutre afin de réévaluer l'évolution du conflit et ses implications économiques pour la zone.
	Japon	=		Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes, ainsi que l'amélioration de la dynamique des résultats d'entreprises, devraient soutenir les marchés du pays. Nous surveillons l'évolution de la pandémie et les pressions qui en découlent, le cas échéant.
	Chine	=/+		La meilleure visibilité politique découlant d'un positionnement clairement accommodant, associée à une croissance plus équilibrée qui devrait contribuer à éliminer les risques systémiques est favorable aux actions chinoises. Il reste néanmoins quelques incertitudes à court terme telles que la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid-19. Ceci exige une approche vigilante et sélective des marchés d'actions du pays.
	Marchés émergents	=		Les marchés émergents constituent un univers fragmenté dans lequel les investisseurs doivent éviter une approche trop uniforme en se concentrant sur différents facteurs clés comme les exportations de matières premières, les pays « autonomes » bénéficiant d'une demande intérieure forte, les pays à dominante <i>value</i> et ceux dont la vulnérabilité extérieure est faible. De manière générale, les facteurs spécifiques aux pays et la sélection <i>bottom-up</i> restent importants.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Nous pensons que la Fed relèvera plusieurs fois ses taux cette année (quatre fois), mais nous restons prudents et agiles sur la durée et pensons que la Fed ne durcira pas les conditions financières au point de bloquer la reprise économique. La flexibilité est de mise en matière d'obligations lorsque l'incertitude politique et les risques géopolitiques sont élevés. Les valorisations des TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) paraissent élevées.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Les marchés du crédit ont été affectés par le resserrement de la politique de la Fed, même si les conditions financières restent accommodantes. Nous pensons que les valorisations actuelles reflètent les bons fondamentaux, mais l'incertitude règne quant à la politique à venir de la BC. Nous visons donc à minimiser notre exposition à la durée et recherchons du revenu sur les marchés titrisés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du HY se sont creusés avec le durcissement de ton de la Fed, mais nous pensons que cette évolution résulte davantage du risque de liquidité que des préoccupations fondamentales sur la qualité du crédit. Nous surveillons néanmoins l'incidence de la future politique monétaire sur cette classe d'actifs en nous tenant à l'écart des signatures susceptibles de détruire la valeur en augmentant leur effet de levier.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Le ton relativement ferme de la BCE nous conforte dans notre prudence sur la duration, alors que nous anticipons une trajectoire ascendante des rendements, mais nous restons flexibles sur le plan géographique et selon les courbes afin de tirer parti des mouvements tactiques découlant du sentiment de risque. L'orientation politique de la BCE ne sera pas linéaire et devient de plus en plus incertaine en raison des risques croissants liés à la crise entre la Russie et l'Ukraine.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=	▼	Les récents communiqués de la BCE annoncent de la volatilité à court terme pour la classe d'actifs en raison de la réduction des dispositifs de soutien du régulateur, de l'augmentation des rendements <i>core</i> et de la hausse des primes de liquidité. Toutefois, les fondamentaux des entreprises (solidité du bilan, bénéfiques) sont solides. Nous recherchons les opportunités de valeur relative sur le segment IG et privilégions les actifs à échéance plus courte.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le HY offre des opportunités de portage avec un risque raisonnable, mais nous restons vigilants face aux problèmes de liquidité et aux pressions résultant des mouvements haussiers des rendements <i>core</i> . Les taux de défaut restent faibles et nous privilégions les opportunités de compression des <i>spreads</i> des titres notés BB (étoiles montantes), pour autant, nous cherchons à équilibrer le potentiel de rendement supplémentaire avec la liquidité et la qualité par le biais d'une sélection <i>bottom-up</i> .
	Govies Chine	=/+		Nous constatons un appétit relativement stable pour la dette chinoise dans un contexte d'assouplissement monétaire manifeste, de portage attractif et d'anticipation d'afflux de capitaux étrangers. Nous restons neutres/positifs et surveillons de près l'environnement politique.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Les obligations en devises fortes offrent des rendements attractifs, mais l'inflation et le resserrement des politiques dans les pays développés sont des éléments importants à prendre en compte. Nous pensons que les <i>spreads</i> de la dette émergente pourraient se resserrer en termes absolus et relatifs par rapport à ceux de la dette des pays développés à moyen terme, mais nous conservons un biais pour le HY par rapport à l'IG. Nous sommes défensifs sur la duration, mais un peu moins maintenant en raison des incertitudes liées à l'action de la Russie.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous préférons les pays dont les cycles de resserrement monétaire arrivent à maturité ou qui sont proches du pic et où les taux réels sont de nouveau en territoire positif, comme la Chine (en situation d'assouplissement monétaire par rapport à 2021). Nous restons néanmoins prudents sur les devises émergentes. En termes de pays, nous sommes sur la défensive vis-à-vis des obligations et de la devise russe à court terme et surveillons de près la situation.
AUTRES	Matières premières			Le régime inflationniste et le contexte macroéconomique encore robuste nous permettent de rester constructifs sur les métaux de base. Les risques géopolitiques pourraient apporter un soutien à court terme à l'or.
	Devises			Nous maintenons inchangé notre objectif à 12 mois de 1,14 pour l'EUR/USD, car le potentiel de hausse de la monnaie unique est limité par la position relativement accommodante de la BCE (par rapport à la Fed). Les anticipations de hausse des taux d'intérêt en Europe semblent déjà être prises en compte dans l'euro.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 24 février 2022, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « high yield ». Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

Spécial Ukraine Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques

(28 février 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	3,2/3,4	2,1/2,3	4,7	6,0/5,7	2,9/2,4
Japon	1,7	2,1/2,4	0,6/0,9	-0,2	1,3/0,7	0,1/0,6
Zone euro	5,5	2,0/3,2	1,8/2,3	2,6	5,8/4,5	2,6/2,0
Royaume-Uni	7,5	3,5/4,2	1,9/2,2	2,6	6,7/5,9	2,8/2,2
Russie	4,7	-5,6/-3,6	-0,5/-1,5	6,7	13,0/9,0	7,5/5,4
Chine	8,1	4,2/4,5	4,5/4,9	0,9	2,0/1,4	1,6/1,6
Pays développés	5,1	2,8/3,2	1,9/2,2	3,1	5,0/4,3	2,3/1,9
Pays émergents	6,7	3,6/4,1	3,8/4,3	4,4	7,4/6,1	4,7/4,3
Monde	6,0	3,3/3,7	3,0/3,4	3,8	6,1/5,4	3,6/3,2

La crise entre la Russie et l'Ukraine entraîne un changement de régime, avec des conséquences économiques plus graves pour certaines régions, en l'occurrence l'Europe en raison de sa dépendance énergétique et de sa proximité géographique. Il est encore difficile d'évaluer avec précision l'impact de cette crise sur les fondamentaux macroéconomiques en raison du caractère incertain de son évolution et de son issue. Pour autant, nous prévoyons d'ores et déjà que la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires dans la zone euro restera élevée au cours de l'année et aura un impact négatif sur la demande, mais aussi la production. Dans ce contexte, une récession temporaire n'est pas impossible.

Étant donné l'incertitude liée au conflit Russie/Ukraine et son impact sur la dynamique économique mondiale, nous avons commencé par isoler le canal pétrole/matières premières (en incorporant un risque géopolitique plus prononcé dans notre analyse de la valeur de marché à 6 mois) afin d'évaluer l'impact sur les prévisions macroéconomiques des principaux domaines. La croissance mondiale a globalement été revue à la baisse de 0,5 % en 2022. Ce recul de la croissance est principalement tiré par les pays développés et émergents qui dépendent le plus d'approvisionnements externes en pétrole et en gaz. L'inflation mondiale a été revue à la hausse dans les pays émergents et développés (environ 0,5 % sur 2022), en fonction de la répartition du poids de la composante énergie dans les paniers d'IPC. La fourchette basse de nos prévisions de croissance pour l'UE (2,0 % en 2022) correspond à un scénario de stagflation ou de récession temporaire, dans lequel la croissance en glissement annuel du PIB pourrait ralentir pour tomber entre 0 et 0,5 % durant l'année.

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	25/02/2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	1/1,25	1,21	1,5/1,7	1,85
Zone euro	-0,5	-0,5	-0,4	0,00	-0,01
Japon	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	+0,01
Royaume-Uni	0,50	1,00	1,55	1,25	1,93

Pays émergents

	28/02/2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Inde	4,00	4,50	4,35	5,00	4,75
Brésil	10,75	12,25	11,8	10,75	10,90
Russia	20,00	16,00	na	12,00	na

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	25/02/2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,57	1,6/1,8	1,94	1,8/2	2,11
Allemagne	-0,42	-0,2/0	-0,21	-0,1/0,1	-0,05
Japon	-0,02	-0,10/0	0,00	-0,10/0	0,03
Royaume-Uni	1,21	1,0/1,20	1,38	1,20/1,40	1,39

Taux 10 ans

	25/02/2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,95	2/2,2	2,06	2,1/2,3	2,13
Allemagne	0,18	0,1/0,3	0,25	0,1/0,3	0,32
Japon	0,21	0,1/0,3	0,27	0,1/0,3	0,33
Royaume-Uni	1,43	1,3/1,5	1,54	1,4/1,6	1,58

Prévisions de change

	25/02/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022		25/02/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/USD	1,12	1,09	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,47	10,61	10,33	10,25	10,11
USD/JPY	115	114	116	118	116	USD/CAD	1,27	1,31	1,26	1,23	1,24
EUR/GBP	0,83	0,84	0,83	0,82	0,84	AUD/USD	0,71	0,70	0,73	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,03	1,06	1,10	1,08	NZD/USD	0,67	0,65	0,69	0,68	0,71
EUR/NOK	10,05	10,16	9,86	9,55	9,75	USD/CNY	6,32	6,45	6,40	6,30	6,50

Source: Amundi Institute

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Spécial Ukraine

Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



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

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

Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



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

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

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

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

Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



Spécial Ukraine

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock

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

Spécial Ukraine

Russia-Ukraine escalation adds to the case for additional protection (23-02-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

European equity market: the great value rotation and the dividend appeal (11-02-2022)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

Spécial Ukraine

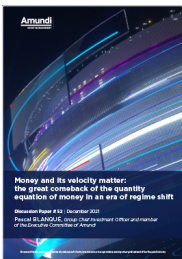
Russia-Ukraine tensions: geopolitical risk adds volatility to risk assets (1-02-2022)

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - SANDRINI Francesco, Head of Balanced, Income & Real Return - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research - FIEJKA Marcin, Head of CEEMEA Equities

25-26 January FOMC review: giving the all clear for March hike (28-01-2022)

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

DISCUSSION PAPERS



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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)

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

NOTES

NOTES

Amundi Research Center



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

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

AVERTISSEMENT

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 2 mars 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 2 mars 2022.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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

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

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

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

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

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

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*