

LE THÈME DU MOIS

T2 2022 : fin de cycle avec une attention plus marquée pour l'inflation



Lorenzo PORTELLI,
Responsable de la Recherche
Cross Asset

- Le glissement vers une fin de cycle inflationniste se précise avec une attention marquée pour la hausse de l'inflation (et des taux). La dynamique économique continue de ralentir au niveau mondial, avec toutefois quelques signes timides de stabilisation.
- Cela se traduit par un positionnement prudent sur les actions, avec un biais marqué en faveur des classes d'actifs résilientes durant les régimes inflationnistes avec une croissance décente. Les incertitudes à court terme qui pèsent sur l'économie européenne en raison de la guerre en Ukraine, poussent à privilégier les actions de style value, les facteurs de qualité et les secteurs résistants à l'inflation, les obligations indexées sur l'inflation pouvant servir de couverture. Les métaux de base sont les matières premières préférées.



Silvia DI SILVIO,
Macrostratège, Recherche
Cross Asset

Mise à jour de l'Inflation Phazer

L'inflation s'est aggravée durant le premier trimestre 2022. Avant le début du conflit ukrainien, les pressions sur les prix étaient censées atteindre un pic à la fin du premier trimestre, avec une normalisation du pétrole (WTI) dans une fourchette de 65 à 75 dollars/baril d'ici la fin de l'année et une détente des prix des biens grâce à une résorption partielle des pressions résultant des goulets d'étranglement de l'offre au deuxième semestre 2022.

Au lieu de cela, au cours du trimestre, certains facteurs ont exercé une pression supplémentaire sur les prix, ce qui a exacerbé les contraintes et les goulets d'étranglement persistants liés à la pandémie et a propulsé les chiffres et les attentes en matière d'inflation à de nouveaux sommets. Le principal événement a certainement été le début du conflit en Ukraine, qui a relancé les pénuries d'approvisionnement, notamment dans le secteur alimentaire (l'Ukraine est l'un des principaux exportateurs mondiaux de blé et d'huile végétale), déclenchant également

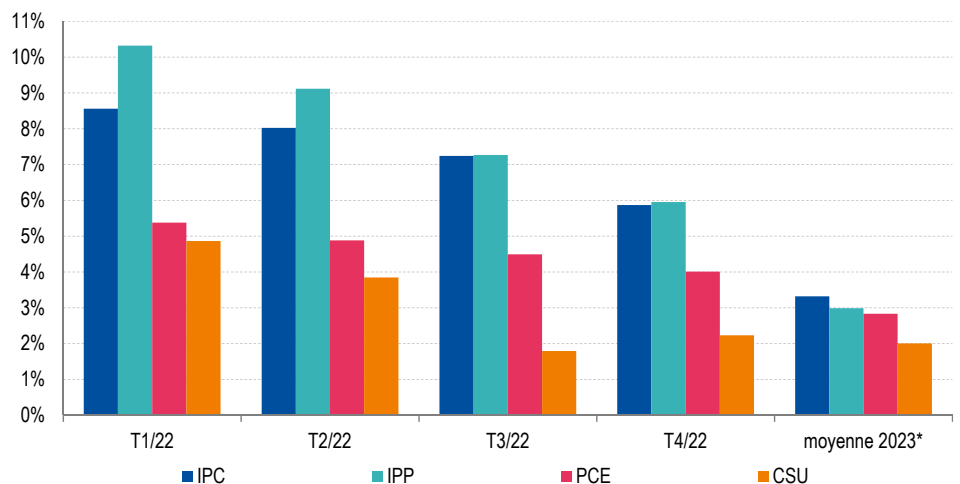
une forte hausse des prix du pétrole et du gaz naturel, en raison de l'aggravation du risque géopolitique et des sanctions contre la Russie. En outre, l'augmentation du nombre des cas de Covid et les nouvelles restrictions sanitaires en Chine menacent d'aggraver la situation. Il est donc peu probable que le timide début de concrétisation des signes d'amélioration des indicateurs de pénurie se poursuive.

Au cours des 12 à 18 prochains mois, l'évolution des prix des matières premières sera un facteur clé pour évaluer la trajectoire de l'inflation. Nous estimons que le pétrole (WTI) devrait se maintenir autour de son niveau actuel (110 dollars/baril) jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2022, avant de redescendre progressivement pour atteindre 75 dollars/baril au premier trimestre 2023. De manière générale, les prix de l'énergie devraient rester soutenus, au moins jusqu'à la fin du conflit ukrainien. Aux États-Unis, les pressions inflationnistes devraient atteindre un pic au début du deuxième trimestre 2022 avant de s'atténuer progressivement au cours



Annalisa USARDI,
CFA, Macrostratège Senior,
Recherche Cross Asset

1/ Prévisions d'inflation d'Amundi pour les États-Unis en glissement annuel trimestriel



* 2023 : moyenne des projections trimestrielles en glissement annuel.
Source : Amundi Institute. Données à avril 2022.

LE THÈME DU MOIS

Prolongement du régime hyperinflationniste actuel au deuxième trimestre 2022

des trimestres suivants sous l'effet d'une correction modérée des prix des matières premières, d'une contribution négative des effets de base et d'une activité économique plus faible (à cet égard, la normalisation de la politique monétaire de la Fed jouera un rôle crucial). Le niveau moyen des indices

d'inflation à l'issue de cette phase sera toutefois supérieur à la fois aux prévisions antérieures et aux normes d'avant la pandémie. Plus précisément, les projections d'inflation toujours élevées sont un corollaire de la dynamique toujours forte de l'IPP, qui devrait se répercuter en douceur sur l'IPC.

Prévisions d'inflation d'Amundi pour les États-Unis en 2022 :

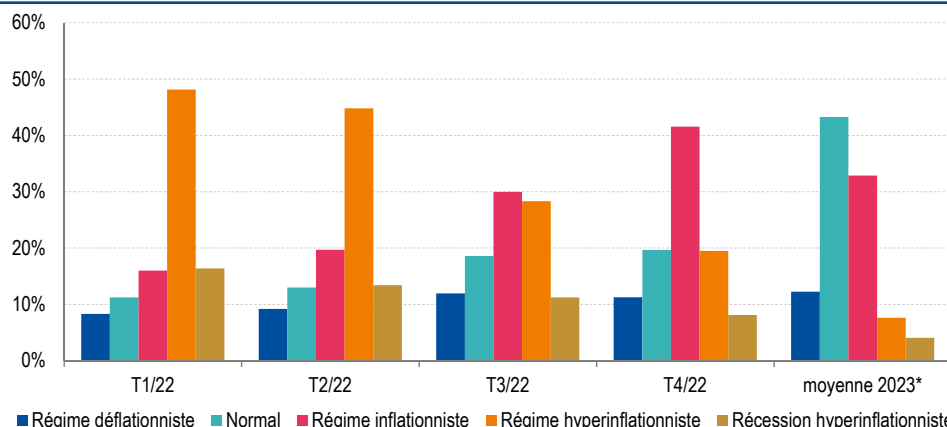
- **L'IPC global** devrait se maintenir à une moyenne d'environ 8 % au deuxième trimestre, mais en suivant une courbe descendante par rapport au pic.
- **Indice des prix à la production (IPP)** : les pressions sur les intrants devraient rester élevées à court terme et commencer à s'atténuer progressivement au second semestre 2022.
- **Inflation sous-jacente (PCE sous-jacent)** : nous allons assister à une transition de 5,4 % actuellement à 4 % d'ici la fin de l'année.
- La tendance des **coûts unitaires de main-d'œuvre** devrait se stabiliser autour des niveaux d'avant la crise (environ 2 %), mais

en restant sur une moyenne légèrement supérieure au cours de l'année.

En 2023, les mesures susmentionnées des prix américains devraient se stabiliser dans une fourchette de 2 à 3 % (moyenne trimestrielle en glissement annuel), à l'exception de l'IPC, qui diminuera en moyenne pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 3 %.

- Partant des projections d'inflation pour les principaux indices de prix américains (voir le graphique ci-dessus), l'**Inflation Phazer d'Amundi** propose une distribution des probabilités pour chacun des cinq régimes d'inflation pertinents sur l'horizon de prévision.

2/ Inflation Phazer : probabilités trimestrielles 2022-202



* Les probabilités pour 2023 sont basées sur la moyenne des prévisions trimestrielles en glissement annuel.

Source: Amundi Institute. Données à avril 2022.

*L'Inflation Phazer est un outil propriétaire d'Amundi, dont l'objectif est de servir de boussole pour identifier le régime d'inflation le plus probable à court et moyen terme, ainsi que l'impact d'un tel régime sur les principales classes d'actifs. L'outil permet d'identifier cinq régimes d'inflation en utilisant les indices américains suivants comme facteurs discriminants : l'indice des prix à la consommation (IPC), l'indice des prix à la production (IPP), l'indice des dépenses de consommation des ménages et les coûts unitaires de main-d'œuvre. Les données historiques sont mensuelles en glissement annuel depuis 1959.

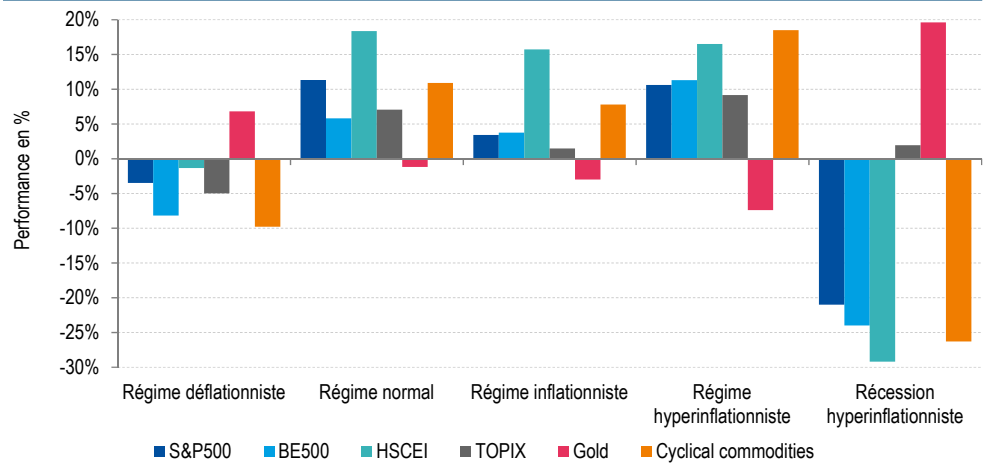
<https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

D'après notre outil, la phase d'**hyperinflation** du premier trimestre (et qui se poursuit en fait depuis le second semestre 2021) se prolongera au deuxième trimestre, où les données sur l'inflation devraient atteindre un pic. En effet, ce type de régime se caractérise par des niveaux d'inflation compris entre 6 et 10 %, ce qui correspond à nos prévisions pour l'IPC et l'IPP au deuxième trimestre. Après le pic des chiffres de l'inflation, le régime deviendra **inflationniste**, avec des niveaux de prix en glissement annuel se rapprochant d'une fourchette de 3 à 6 % d'ici la fin de l'année. Il convient toutefois de noter qu'au troisième trimestre, les risques d'**hyperinflation**

resteront élevés (la probabilité d'un régime hyperinflationniste n'est inférieure que de 3 % à celle d'un régime inflationniste). Pour 2023, la stabilisation des indices d'inflation dans une fourchette de 2 à 3 % (à l'exception de l'IPC) plaidera en faveur d'une nouvelle évolution vers un régime d'inflation plus modéré, dit **normal**. Malgré ces prévisions de retour de l'inflation à des niveaux plus équilibrés et plus soutenables, la probabilité de voir un régime inflationniste en 2023 reste très élevée (33 %, contre 43 % pour le régime normal) et doit donc être prise en compte dans les décisions d'allocation d'actifs.

LE THÈME DU MOIS

3/ Amundi US Inflation forecasts YoY Quarterly



Source : Amundi Institute. Données à avril 2022. Les performances des actions sont exprimées en fonction du prix des indices en devises locales. Pour l'indice HSCEI, les performances dans le cadre des scénarios de reprise hyperinflationniste et de récession hyperinflationniste sont basées sur des simulations effectuées par Amundi Institute à partir de l'indice EM equity élargi.

Au deuxième semestre 2022, le cycle économique passera de la phase de reprise à la phase de fin de cycle

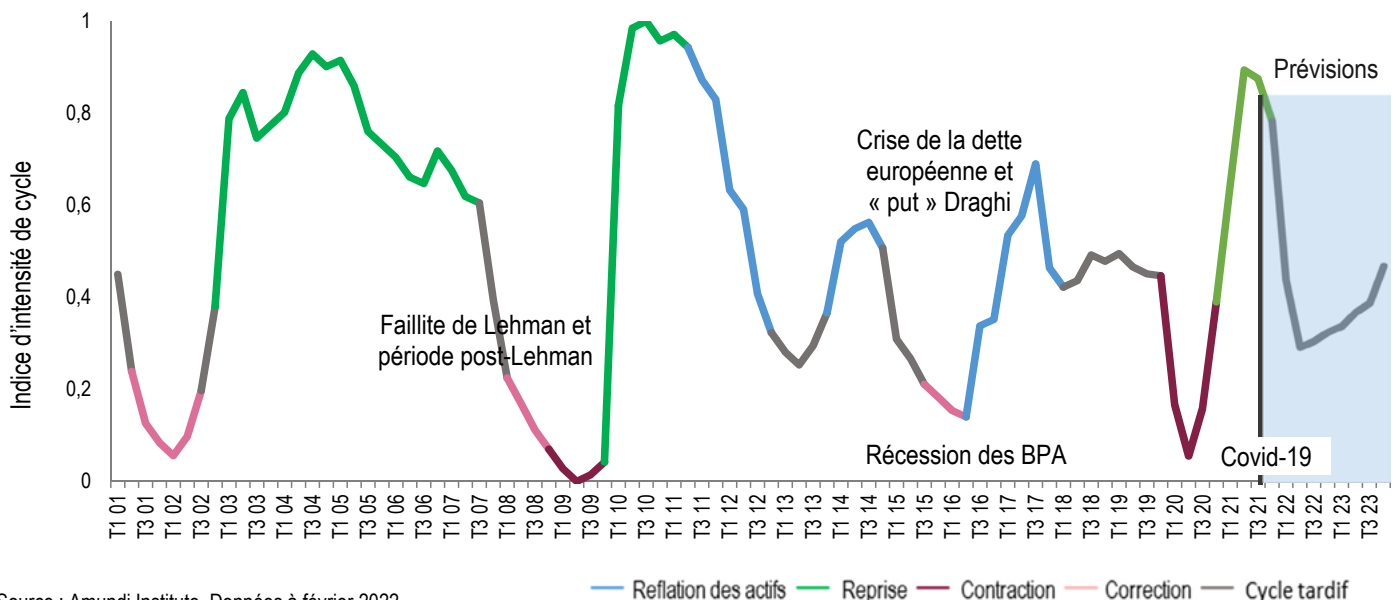
En termes de répercussions sur les investissements, la répétition de la séquence de surprises positives pour l'inflation depuis le second semestre 2021 et les nouvelles menaces qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement mondiales en raison du conflit ukrainien, qui pourrait déboucher sur un nouvel ordre géopolitique, renforcent les arguments pour une allocation axée sur les actifs susceptibles de profiter d'un régime de pression élevée sur les prix, dans un contexte de croissance économique encore correcte (comme dans le régime de **reprise hyperinflationniste**).

Sur les marchés d'actions, les investisseurs peuvent envisager un renforcement de leur exposition aux secteurs qui bénéficient de la hausse des prix des matières premières et qui disposent d'un bon pouvoir de fixation des prix, tels que l'énergie, les matériaux et les services financiers et de jouer leur valeur

relative par rapport aux secteurs qui sont plus vulnérables aux augmentations des taux d'intérêt (par exemple, la technologie et les secteurs de « croissance » en général). Du point de vue géographique, les actions européennes sont généralement bien placées dans un tel environnement, mais les incertitudes liées au conflit en Ukraine invitent à la prudence.

Le contexte actuel de forts déséquilibres entre l'offre et la demande est favorable aux matières premières cycliques, en particulier les métaux de base, qui devraient conserver un certain potentiel d'appréciation, compte tenu de la faiblesse des stocks et de la forte demande future liée à la transition verte. Enfin, nous pensons que les obligations indexées sur l'inflation offrent toujours une couverture intéressante pour protéger les portefeuilles contre un scénario d'inflation élevée.

4/ Advanced Investment Phazer : occurrence des régimes depuis 2001



Source : Amundi Institute. Données à février 2022.

LE THÈME DU MOIS

Pression sur les bénéfices en raison de l'augmentation des coûts

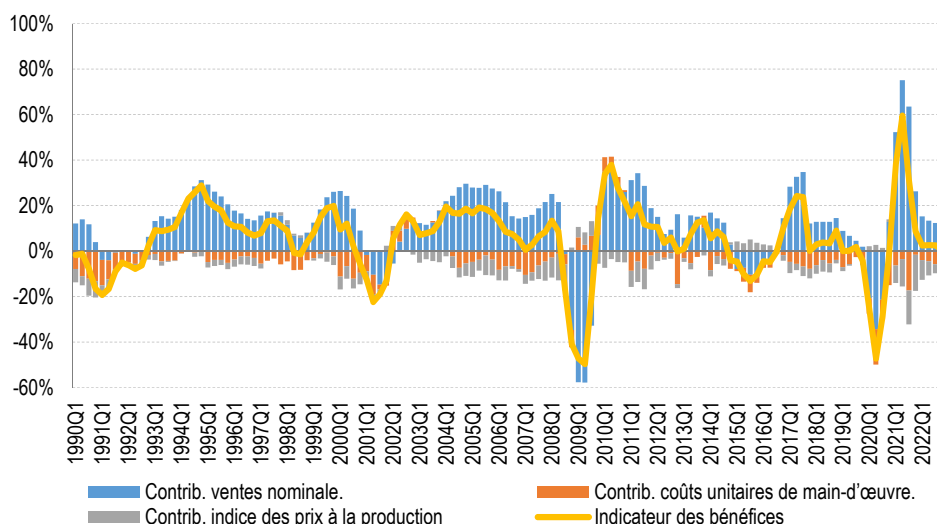
Cycle économique à moyen terme

Les événements géopolitiques qui influencent les prix des matières premières et les anticipations d'inflation contribuent également à la **détérioration des perspectives de croissance mondiale et régionale**. Amundi a revu ses prévisions de PIB mondial à la baisse (3,2 % en 2022 et 2023, contre 4 % et 3,4 %, respectivement), avec une inflation mondiale plus élevée (6,9 % en 2022 et 4 % en 2023, contre 5,3 % et 3,4 %, respectivement). Cette accélération supplémentaire des prix a encore renforcé les prévisions de **durcissement des politiques monétaires** au cours des 12 à 18 prochains mois, pour tenter de rétablir la stabilité des prix et d'empêcher que les anticipations d'inflation à long terme ne perdent leur ancrage. Un **resserrement des conditions financières** sera le principal canal de transmission de ce durcissement du positionnement des banques centrales, avec un ralentissement général du rythme actuel de l'activité économique. La détérioration attendue des perspectives macro-financières est visible dans l'évolution

de la distribution des probabilités entre les régimes de l'**Advanced Investment Phazer d'Amundi**. Au deuxième trimestre de 2022, la phase de **fin de cycle** prendra le pas sur la phase de **reprise**, qui dure depuis le quatrième trimestre de 2020, et se prolongera jusqu'en 2023. Dans ce contexte, la croissance des BPA a peu de potentiel et devrait se situer dans une fourchette de 0 à 10 %. Sur le plan de l'allocation d'actifs, le passage d'une phase de reprise à une phase de fin de cycle exige une réallocation des marchés à bêta élevé vers des actifs plus défensifs et de meilleure qualité.

Pour l'année prochaine, alors que le cycle économique continue de mûrir et que l'activité économique se rapproche à nouveau de la tendance ou se stabilise en dessous, la **correction** devient le deuxième régime le plus probable, ce qui implique une allocation d'actifs encore plus prudente, avec un recentrage sur les actifs défensifs (emprunts d'État et or).

5/ **cette fois, les marges bénéficiaires sont vulnérables à la hausse des coûts de production et aux perturbations de l'offre**
CA et résultats nets : contributions en variation annuelle



Source : Bloomberg, Amundi Institute, données à avril 2022

Note méthodologique : L'indicateur des bénéfices est calculé comme suit : chiffre d'affaires (contribution des ventes nominales en glissement annuel) - résultat net (contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre et des prix à la consommation en glissement annuel).

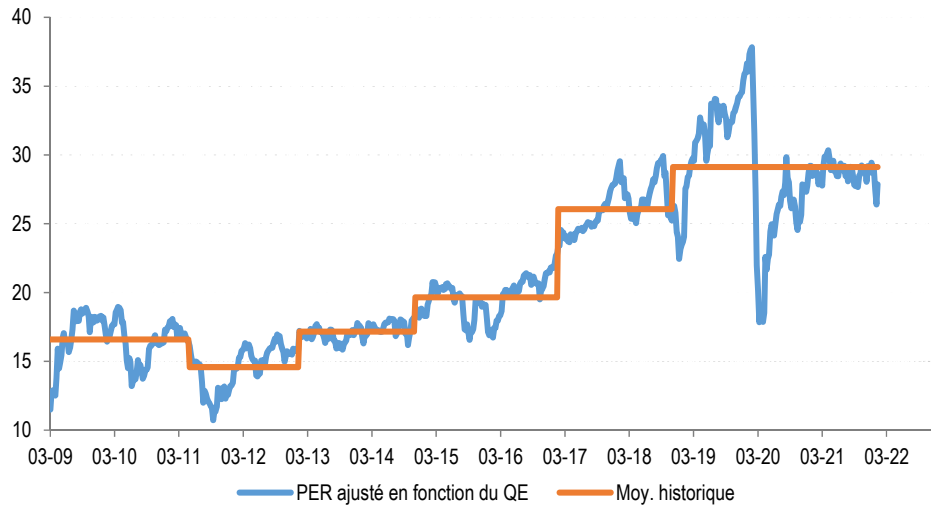
Resserrement quantitatif (QT) et ralentissement des bénéfices peu propices à une expansion des multiples

La politique monétaire et les outils non conventionnels de la Fed ont injecté des quantités extraordinaires de liquidités dans les marchés, apportant un soutien considérable à la reprise des actions en 2021, outre le fort rebond des bénéfices et de la croissance économique. Pour l'heure, les indicateurs de valorisation ajustés de la liquidité sont,

à quelques exceptions près, restés bon marché. La Fed devrait rester accommodante, soutenant l'économie par des augmentations de la base monétaire, mais le processus de QT devrait réduire les apports de liquidités aux marchés, tandis que le ralentissement des BPA devrait tempérer la complaisance des investisseurs. Par conséquent, le passage d'une

LE THÈME DU MOIS

6/ **Hausse peu probable des multiples à partir des niveaux actuels, même sur base ajustée de la liquidité**
PER du S&P 500 tenant compte de l'expansion du bilan de la Fed



Source : Bloomberg, calculs Amundi Institute. Données à avril 2022.

Note méthodologique : Le PER du S&P500 est la moyenne pondérée dans le temps des PER de l'année en cours et des PER de l'année prochaine. Ces PER sont ensuite ajustés (ratio) en fonction d'un multiplicateur de liquidité : Bilan des actifs totaux de la FED (en base 1 au début du QE en mars 2009). Cette moyenne historique est dynamique et tient compte des ruptures historiques pour refléter les changements de régimes monétaires et économiques.

politique monétaire non conventionnelle à une politique plus classique sera plus favorable aux investissements en immobilisations qu'aux marchés, ce qui limitera l'expansion des multiples à l'avenir. Les bénéfices seront

mis sous pression en raison de la compression des marges due à l'augmentation des coûts du travail (salaires), du capital (taux) et des coûts réels (matières premières).

Achévé de rédiger le 27/01/2022

Amundi Research Center



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

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

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 3 mai 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 3 mai 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 - AndreyPopov

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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

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

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

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

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

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

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

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*