

Institute

#07-08
Juillet/Août
2022

CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Miser sur la désynchronisation du cycle

AMUNDI INSTITUTE

Les défis des marchés émergents

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#07-08 - Juillet-Août 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Miser sur la désynchronisation du cycle p. 3

La réévaluation actuelle illustre le changement de régime en cours dans lequel les préoccupations stagflationnistes deviennent prépondérantes. Il convient de se tourner vers les segments de qualité des marchés de crédit et d'actions et de chercher à tirer parti des divergences régionales qui nous font préférer les actions américaines (à celles d'Europe) et plus récemment les actions chinoises, mais une sélection rigoureuse reste de mise. Côté obligataire, nous conseillons d'adopter une position neutre sur la duration, tout en restant agiles. Quant au crédit, nous privilégions la dette de qualité élevée, car les bénéfices pourraient être mis sous pression. De manière plus générale, nous privilégions un positionnement bien diversifié qui exploite certains espaces non conventionnels comme les matières premières et des stratégies faiblement corrélées aux actions et aux obligations.

Amundi Institute

Les banques centrales en quête de crédibilité p. 5

Plus l'écart entre ce que les banquiers centraux disent et ce que les gens croient est grand, plus la maîtrise de l'inflation pourrait coûter cher.

Gestion diversifiée

Prudence avec une préférence pour la Chine et les États-Unis p. 7

Les actions et les rendements ont déjà corrigé, mais nous pensons que ce n'est pas encore fini. Au lieu de renforcer le risque, il convient d'essayer de tirer parti des divergences des perspectives économiques mondiales

Marchés obligataires

Dette souveraine et crédit investment grade en ligne de mire p. 9

La volatilité pourrait persister dans un contexte d'incertitude quant aux perspectives de croissance et d'inflation, mais à leur niveau actuel, les rendements souverains sont plus attractifs qu'auparavant.

Actions

Moment de vérité pour les bénéfiques p. 11

Le pouvoir de fixation des prix est primordial et ce n'est qu'une question de temps avant que les bénéfiques soient mis sous pression, ce n'est donc pas le moment de faire des compromis sur la solidité des bilans.

Thématique Global views

Le dollar peut-il rester la devise dominante du système monétaire international ? p. 13

Un important ralentissement économique semble se profiler en Europe comme aux États-Unis, ce qui redonnerait de l'attractivité aux marchés obligataires, en particulier aux États-Unis. L'économie chinoise, en revanche, devrait s'accélérer à nouveau. Le système monétaire international est appelé à devenir multipolaire, à mesure que les facteurs géopolitiques prennent le dessus.

Le thème du mois

Les défis des marchés émergents p. 14

Nous n'envisageons pas la propagation d'un risque systémique dans les marchés émergents, mais les perspectives macro-financières restent difficiles dans un contexte de préoccupations en matière de croissance, d'inflation toujours élevée et de durcissement des conditions financières mondiales. L'environnement géopolitique actuel et son impact sur les conditions macroéconomiques et financières accentuent la probabilité de crises idiosyncrasiques.

Thématique

La capacité de la BCE à relever ses taux dépendra de la solidité de l'outil anti-fragmentation p. 18

La BCE est déterminée à resserrer sa politique monétaire face à l'inflation record. Toutefois, en freinant l'inflation, la BCE court le risque de précipiter l'économie dans une phase de récession ou de déclencher une flambée des coûts de la dette périphérique, comme en 2012. Les marchés tirent déjà la sonnette d'alarme. C'est notamment le cas en Italie où ce mois-ci, pour la première fois depuis 2014, la dette souveraine a bondi au-dessus de 4 % les investisseurs s'inquiétant des premiers pas de la BCE vers la normalisation de sa politique monétaire.

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 20
> Principaux risques	p. 22
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 23
> Points clés de la Recherche	p. 25
> Allocation d'actifs Amundi	p. 27

Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 29
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 31
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 33
> Publications récentes	p. 34



VUES DES CIO



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Miser sur la désynchronisation du cycle

Les actions et les obligations ont connu des fluctuations spectaculaires au cours des dernières semaines, en raison des chiffres d'inflation élevés, des mesures et annonces des banques centrales et des inquiétudes croissantes concernant la croissance économique. **Ces évolutions rappellent le changement de régime en cours, marqué par la réapparition des risques stagflationnistes tandis que les banques centrales s'efforcent d'affirmer leur crédibilité.** Pour l'heure, la croissance, l'inflation et les politiques des banques centrales restent les principaux déterminants des marchés :

1. Croissance : alors que nous nous attendions déjà à un tassement de la croissance au début de l'année, nous nous dirigeons désormais vers un ralentissement marqué, notamment dans la zone euro, avec le risque d'une récession technique. En Europe (zone la plus touchée par l'inflation), ceci est principalement dû à la faiblesse de la consommation des ménages et de l'investissement. Aux États-Unis, en revanche, la consommation et l'investissement sont nettement plus vigoureux et devraient à continuer à soutenir la croissance. Nous anticipons toutefois un ralentissement marqué et une augmentation des risques de récession en 2023. Le marché va porter son attention sur la trajectoire de la croissance et, en particulier, sur tout signal de détérioration des perspectives aux États-Unis.

2. Inflation – le pic n'a pas encore été atteint et les déterminants sont différents aux États-Unis et en Europe : le point culminant de l'inflation devrait être plus tardif et plus élevé qu'anticipé auparavant. Les déterminants de l'inflation sont différents de part et d'autre de l'Atlantique, l'inflation étant davantage tirée par la demande aux États-Unis, tandis qu'en Europe elle est principalement due aux contraintes d'approvisionnement, le choc énergétique provoqué par la guerre ne faisant qu'aggraver la situation. Au fur et à mesure du ralentissement de la croissance, l'inflation devrait ralentir aussi.

3. Les banques centrales ont la tâche difficile de restaurer leur crédibilité : en général, un resserrement monétaire est plus efficace lorsque l'inflation est alimentée par une forte demande intérieure. Quand, en revanche, l'inflation est imputable à des facteurs extérieurs (contraintes d'offre), le resserrement risque d'être beaucoup moins efficace. Les États-Unis disposent donc d'une plus grande marge de manœuvre, tandis que la BCE se trouve dans une position moins favorable, d'autant plus qu'elle doit également composer avec le risque de fragmentation de l'UE, comme le montre la récente annonce, par la BCE, d'un outil anti-fragmentation. Globalement, nous pensons que lorsque l'inflation atteindra son pic et que l'attention se portera davantage sur le ralentissement de la croissance, les banques centrales pourraient marquer le pas et resserrer la politique monétaire un peu moins qu'initialement annoncé.

Dans ce contexte toujours très volatile, les investisseurs doivent rester diversifiés et éviter de prendre davantage de risques, car la correction du marché, bien qu'avancée, n'est pas encore terminée. Il convient maintenant de s'orienter vers des secteurs de haute qualité avec des modèles économiques résilients, capables de préserver leurs marges.

- **La correction récente des obligations rend cette classe d'actifs plus attractive à condition d'être sélectif**, étant donné que le durcissement de ton des banques centrales est désormais intégré dans les cours et qu'à un moment donné, elles pourraient être contraintes d'en faire moins pour éviter une récession ou une plus grande fragmentation. Les niveaux actuels commencent également à être attractifs pour certains investisseurs comme les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ce qui pourrait limiter le potentiel de hausse des rendements. **Nous sommes plus positifs qu'auparavant et presque neutres sur la durée aux États-Unis et en Europe core**, mais nous conservons, dans l'ensemble, une approche agile. Nous restons neutres sur la dette périphérique de la zone euro et surveillons de près les risques de fragmentation.
- **Crédit – nous recommandons de privilégier le crédit de qualité supérieure** et d'être plus sélectif en général sur l'ensemble du spectre du crédit (IG et HY), compte tenu des inquiétudes sur les bénéfices. Nous maintenons néanmoins notre préférence régionale pour l'IG des États-Unis, au vu de la vigueur de la consommation et du marché du travail du pays qui devraient lui assurer une meilleure croissance économique.
- **Actions** – nous restons globalement vigilants. Nous sommes un peu plus prudents sur l'Europe où les révisions à la baisse des bénéfices ne sont pas entièrement prises en compte

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Vu l'environnement stagflationniste il ne faut pas augmenter le risque, mais rester diversifié et s'orienter vers les secteurs de meilleure qualité et moins cycliques des marchés d'actions et du crédit.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Nous sommes prudents sur l'Europe à court terme en raison des risques de récession des bénéfiques.
- ▶ Regard positif sur la Chine sur fond de réouverture et de soutien politique.
- ▶ Nous sommes moins optimistes sur le yen, car la BC maintient sa politique accommodante.

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

et où l'inflation élevée pourrait freiner la demande des consommateurs. Les États-Unis, en revanche, devraient s'en sortir relativement bien et nous maintenons notre préférence pour ce pays. En termes de style, les investisseurs devraient privilégier les secteurs moins cycliques des actions value, qualité et rendement. Les entreprises présentant un bilan solide et un pouvoir de fixation des prix, ainsi que la capacité à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs et à préserver leurs marges, devraient tirer leur épingle du jeu.

- **Notre optimisme pour les actions A chinoises se renforce légèrement**, celles-ci étant moins exposées aux risques de stagflation que les actions des pays développés. Nous nous attendons également à ce que cette classe d'actifs bénéficie de la réouverture de l'économie chinoise et des politiques de relance.
- **Il convient, à des fins de diversification, de s'intéresser aux matières premières et aux stratégies peu corrélées aux actions et aux obligations.** Concernant les devises, nous maintenons notre préférence pour le dollar face à l'euro et, dans une moindre mesure, pour le yen.



AMUNDI INSTITUTE

Les banques centrales en quête de crédibilité



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

Plus l'écart entre ce que les banquiers centraux disent et ce que les gens croient est grand, plus la maîtrise de l'inflation pourrait coûter cher

En l'espace de quelques semaines, les politiques monétaires occidentales ont effectué un impressionnant virage à 180°. La Réserve fédérale a annoncé sa plus forte hausse de taux depuis 1994 et la Banque centrale européenne s'apprête à hausser les siens sous peu. Ceci a fortement secoué les marchés, les investisseurs s'interrogeant sur la crédibilité des banques centrales dans un contexte de remontée du risque de récession. Plus l'écart entre le discours des banquiers centraux et les attentes des agents est grand, plus la maîtrise de l'inflation risque d'être coûteuse, car un resserrement significatif de la politique monétaire peut devenir nécessaire pour contenir les anticipations de rapide hausse des prix.

Aujourd'hui, la plupart des gens n'ont jamais été confrontés à des périodes prolongées de forte inflation. Au contraire, la mémoire collective a été marquée par un environnement où les banques centrales s'inquiétaient plutôt d'être trop en dessous de leurs objectifs d'inflation et étaient libres d'agir pour soutenir la croissance. Mais ces décennies de faible inflation ne sont pas tant dues à la politique monétaire qu'à d'autres facteurs (ou coïncidences), comme l'entrée de la Chine sur la scène économique mondiale qui a fait baisser les coûts internationaux de main-d'œuvre. Maintenant que les anticipations d'inflation sont en train de perdre leur ancrage, une nouvelle approche est nécessaire. Trois grands scénarios sont possibles :

- 1. « Désinflation crédible » :** prévalence de la mémoire collective récente d'une inflation peu élevée et rétablissement de la crédibilité des banques centrales. Dans ce scénario, un atterrissage en douceur de l'économie pourrait être orchestré. Les marchés financiers reviendraient à leur situation d'avant la crise, caractérisée par des taux relativement bas et des primes de risque faibles. C'est plus ou moins le scénario qu'intègrent les marchés aujourd'hui, malgré le repli de certaines classes d'actifs et segments de marché surévalués. Ce scénario ne semble pas très probable, à moins que l'inflation ne recule d'elle-même, ce qui représenterait une chance comparable à la série de coïncidences qui ont permis la faible inflation des dernières décennies.
- 2. « Désinflation sans crédibilité » :** les banques centrales ayant trop laissé filer l'inflation s'efforcent d'empêcher que des souvenirs d'inflation longtemps endormis ne refassent surface et ne s'installent durablement. Dans ce scénario, les mesures de resserrement monétaire seraient douloureuses pour les marchés et l'activité économique, mais nécessaires pour juguler l'inflation. Les investisseurs, pour leur part, devraient chercher refuge et attendre la fin de la tempête. Il y aurait une récession et l'éclatement des bulles de prix d'actifs, avant un retour à la normale. Ce scénario est en soi plausible, mais les responsables politiques ne sont sans doute pas assez déterminés pour mener un combat aussi long et difficile.
- 3. « Inflation sans crédibilité » :** les banques centrales laissent filer l'inflation non par hasard ou par erreur, mais parce qu'elles sont en train de se transformer en profondeur. Elles tolèrent une inflation plus élevée pour soutenir la croissance nominale. Un tel scénario suppose également un changement structurel dans la psychologie des agents, des anticipations d'inflation plus élevées devenant la norme. Dans ce scénario, les actions afficheraient des performances supérieures aux attentes et les taux réels resteraient bas pendant un certain temps, retardant, sans les éliminer, les risques de récession. Les investisseurs devront faire face à l'inflation en se positionnant sur les actifs réels. Ce scénario constitue une alternative crédible au consensus actuel.

AMUNDI INSTITUTE

Découvrez le nouveau Global Investment Outlook pour le second semestre 2022 “Life above zero: investors’ journey at a time of rising rates”



	Scénario le plus probable		
Scénario	Désinflation crédible	Désinflation sans crédibilité	Inflation sans crédibilité
Probabilité	 BASSE	 MOYENNE	 ÉLEVÉE
Conséquences	Résorption autonome de l’inflation et orchestration d’un atterrissage en douceur de l’économie.	Les politiques monétaires agressives viennent à bout de l’inflation, mais entraînent aussi une récession.	Les BC tolèrent une inflation plus élevée pour encourager la croissance. Il en résulte une modification durable des anticipations d’inflation.
Répercussions	POSITIVES Retour des marchés à leur niveau d’avant-crise, avec des taux bas et des primes de risque réduites.	TRÈS NÉGATIVES Éclatement de bulles des prix des actifs et période d’ajustement brutal des marchés financiers.	POSITIVES POUR LES ACTIONS Taux réels bas longtemps et performances meilleures qu’attendu des marchés actions.

Source : Amundi Institute, au lundi 27 juin 2022.



GESTION
DIVERSIFIÉE

Prudence avec une préférence pour la Chine et les États-Unis



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



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

Les actions et les rendements ont déjà corrigé, mais nous pensons que ce n'est pas encore fini. Au lieu de renforcer le risque, il convient d'essayer de tirer parti des divergences des perspectives

Les répercussions de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, la dynamique de l'offre et de la demande d'énergie et les hausses de taux des banques centrales constituent autant de facteurs perturbants pour les marchés. Alors même que nous observons des pressions baissières sur la croissance, les pressions à la hausse sur l'inflation se sont accentuées depuis un certain temps (répression financière), la conjonction de ces deux tendances affectant les bénéfices des entreprises, en particulier en Europe. L'évolution du *policy mix* monétaire et budgétaire ajoute une autre couche de complexité qui va durcir les conditions financières. **Nous pensons que les investisseurs doivent privilégier les stratégies de valeurs relatives et jouer les divergences : rester prudent sur les actions européennes et exploiter de manière sélective la résilience des États-Unis et la réouverture de la Chine.** En ce qui concerne la durée, la neutralité et l'agilité sont à privilégier. En outre, la corrélation positive entre les actions et les obligations exige une diversification par le biais de solutions alternatives telles que les matières premières (par exemple, le pétrole ou l'or).

Des idées à conviction forte

Nous privilégions une certaine prudence sur les actions en raison essentiellement de notre positionnement sur l'Europe, mais nous maintenons notre préférence régionale pour les États-Unis. L'Europe souffre davantage de la crise ukrainienne et de son impact sur l'inflation et la demande ainsi que de la faiblesse des bénéfices des entreprises. Dans les pays émergents où nous recherchons des opportunités de valeur relative, notre regard sur la Chine devient plus favorable (par rapport à l'Inde où les matières premières ont un impact inflationniste) en raison de sa

désynchronisation avec l'économie mondiale et des politiques chinoises de relance.

Nous avons réduit notre position prudente sur la durée (États-Unis, Europe core) et évolué vers la neutralité sur les obligations, en raison de la forte hausse des rendements core aux États-Unis et en Europe et de l'apparition d'inquiétudes quant à la croissance économique. Toutefois, nous restons flexibles compte tenu des incertitudes liées à la trajectoire de l'inflation et aux niveaux que les taux des banques centrales atteindront en fin de cycle. Au Royaume-Uni, nous ne croyons plus à la pentification du segment de 2 à 10 ans de la courbe des rendements. L'aplatissement des courbes de taux mondiales, suite à l'augmentation importante des rendements à court terme du fait de l'attitude restrictive des banques centrales, pourrait exercer une pression à la hausse sur les taux courts britanniques. Nous recommandons aux investisseurs de rester actifs sur l'ensemble des courbes et des régions afin de tirer parti de toute opportunité future.

Concernant la dette périphérique en euros, nous sommes moins constructifs qu'auparavant sur les BTP italiens à 10 ans. Le discours plus musclé de la BCE et la tendance générale à la hausse des rendements core ont provoqué une certaine volatilité. Nous surveillons de près la communication et les efforts de la BCE pour éviter une fragmentation de la zone euro. **Ailleurs, nous pensons que la détermination de la Fed à resserrer sa politique pourrait affecter les obligations des pays émergents, sur lesquelles nous sommes désormais neutres. La situation est néanmoins dynamique et nous restons donc vigilants.** Sur les marchés du crédit, nous continuons à penser

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 les titres IG des États-Unis offrent des opportunités dans un contexte de résilience des bénéficiaires, de consommation élevée et de fondamentaux solides des entreprises américaines. Cependant, nous nous méfions des paris directionnels sur le segment HY en raison des risques de creusement des *spreads* et de nouvelle augmentation des défauts. La hausse de la volatilité peut offrir des opportunités, mais nous restons sélectifs.

Sans surprise, les décisions politiques des banques centrales affectent les marchés des changes. Nous sommes moins constructifs sur le JPY (par rapport à l'EUR) maintenant que la banque centrale japonaise a décidé de maintenir son attitude très accommodante. Nous conservons en revanche notre opinion positive sur le CHF/EUR et notre position prudente sur l'EUR/USD dans un contexte de différentiel de taux d'intérêt important en faveur des États-Unis. Le dollar devrait

continuer à faire bonne figure face au CAD. Sur les marchés émergents, malgré notre prudence vis-à-vis des devises en général, nous restons positifs sur le BRL face au PLN et au HUF. Le réal brésilien devrait bénéficier de la hausse des prix des matières premières tandis que la Pologne et la Hongrie sont importatrices de matières premières et géographiquement proches du conflit ukrainien.

Risques et couvertures

Les coûts de couverture ont augmenté en raison de la forte hausse de la volatilité. Nous recommandons aux investisseurs d'évaluer le rapport coût-efficacité des couvertures et de maintenir les protections sur le crédit, les devises et les actions. Il convient de se protéger en gardant à l'esprit les risques liés aux prochaines saisons de publication des résultats ainsi que le risque de récession (encore limité pour l'heure).



MARCHÉS
OBLIGATAIRES

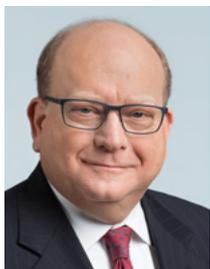
Dettes souveraine et crédit investment grade en ligne de mire



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

La volatilité pourrait persister dans un contexte d'incertitude quant aux perspectives de croissance et d'inflation, mais à leur niveau actuel, les rendements souverains sont plus attractifs qu'auparavant

Les pressions inflationnistes, la persistance de goulets d'étranglement et le resserrement des conditions financières pourraient mener certaines économies développées à la récession. Les banques centrales interviennent vigoureusement pour contrôler l'inflation, et les taux à court terme sont donc appelés à dépasser le taux neutre. La grande question pour les marchés est de savoir quel degré de resserrement monétaire s'avérera nécessaire et quel en sera l'effet sur la demande des consommateurs et les bénéfices des entreprises. **Concernant les rendements, il faut s'attendre à une poursuite de la volatilité, mais leurs niveaux actuels deviennent attractifs si l'on considère que la croissance est orientée à la baisse et que l'inflation atteint son pic. Côté crédit, il convient de s'intéresser aux actifs de meilleure qualité pour les portefeuilles et de se tenir à l'écart des segments à haut risque et endettés.**

Obligations mondiales et européennes

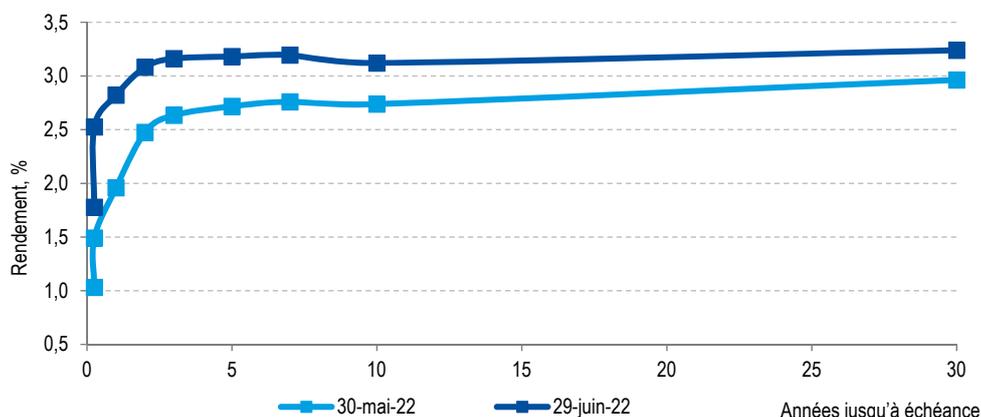
Nous restons proches de la neutralité sur la durée en général, mais gardons un positionnement flexible sur l'ensemble des régions et des courbes de rendement compte tenu du manque de visibilité sur les taux finaux et des craintes liées à l'inflation et à la croissance économique. **En Europe et au Royaume-Uni, par exemple, nous sommes légèrement prudents, voire neutres, mais nous restons défensifs aux États-Unis.** Sur les points morts d'inflation, nous ne sommes plus positifs, car nous pensons que la politique

musclée de la Fed pourrait entraîner des mouvements à la hausse des taux réels. En revanche, concernant la dette périphérique, nous restons neutres et surveillons l'évolution de la politique de la BCE et la manière dont la banque centrale aborde la question de la fragmentation de l'UEM au moyen de son outil anti-fragmentation qui reste à préciser. **Les obligations chinoises continuent d'offrir des opportunités de diversification.** Sur les marchés du crédit, les primes des nouvelles émissions peuvent être attractives, à condition d'être sélectif. De manière générale, **nous préférons l'IG américain à l'IG européen** et pensons que les fondamentaux sont robustes. Les préoccupations en matière de croissance et de liquidité pourraient toutefois exercer une pression sur les segments plus risqués. Il convient donc de conserver des marges de sécurité suffisantes et de s'écarter des signatures plus risquées au profit de titres de qualité, notés A et plus liquides.

Obligations américaines

La Fed continue de viser un « atterrissage en douceur », mais nous pensons qu'elle pourrait tenir compte du ralentissement de la croissance économique en cherchant un équilibre permettant de contenir l'inflation sans entraver la croissance. Nous pensons également que l'emploi et la demande des ménages restent forts, ce qui devrait empêcher une récession à court terme. Ainsi, même si les marchés anticipent déjà un durcissement important de la politique monétaire de la Fed, le risque reste bidirectionnel pour les

Nouveau réajustement de la courbe des rendements américains en juin



Source : Amundi Institute, Bloomberg, données au 29 juin 2022.

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

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

rendements. C'est pourquoi **nous sommes quasi neutres, tout en restant très actifs**. Sur le segment des actifs de consommation, les MBS d'agence semblent s'être remis des craintes liées au resserrement quantitatif et nous pensons qu'ils offrent un bon potentiel moyennant une approche sélective. **Nous mettons l'accent sur la qualité dans le domaine du crédit d'entreprises** et, ce faisant, limitons la durée de nos *spreads*. Ce point est important, car les valorisations du crédit (IG et HY) sont proches de leurs moyennes à long terme, mais ne sont certainement pas bon marché (dans l'ensemble) et pourraient être affectées si la liquidité s'assèche. La liquidité et les facteurs spécifiques aux entreprises sont donc à considérer en priorité.

Obligations des marchés émergents

Dans un contexte de prudence globale, nous pensons que la croissance des marchés émergents ralentira en 2022, avant de rebondir en 2023. Nous sommes un peu

moins prudents sur la durée compte tenu des évolutions observées cette année. Sur le marché de la dette en devises fortes, les valorisations du HY sont plus attractives que celles de l'IG. Sur le marché de la dette en devises locales, la sélectivité reste primordiale compte tenu des incertitudes en matière d'inflation et de notre prudence sur les devises émergentes. Au niveau régional, nous privilégions les pays exposés au cycle des matières premières (Amérique latine et Afrique du Sud).

Devises

Nous sommes optimistes sur le dollar en raison des prévisions de hausse des taux, mais nous en surveillons les évolutions de près. Nous restons en revanche prudents sur l'EUR, le JPY et le CNY. Concernant les marchés émergents, les devises des pays exportateurs de matières premières (MXN, CLP) bénéficient de la hausse des prix, alors que les devises d'Europe de l'Est sont pénalisées.



ACTIONS

Moment de vérité pour les bénéfices



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Le pouvoir de fixation des prix est primordial et ce n'est qu'une question de temps avant que les bénéfices soient mis sous pression, ce n'est donc pas le moment de faire des compromis sur la solidité des bilans

Évaluation globale

Nous insistons depuis un certain temps sur le fait que les valorisations ne sont pas totalement justifiées compte tenu des risques pesant sur la croissance économique, mais les marchés ne s'en sont rendus compte que récemment. **Les craintes liées à la croissance, le durcissement énergétique des politiques monétaires et l'inflation élevée sont à l'origine de la récente correction.** Pour l'avenir, nous pensons que la croissance des bénéfices pourrait être affectée par la baisse des revenus disponibles et par la hausse des coûts de financement et du coût des intrants (les bénéfices pourraient être revus à la baisse). Toutefois, ceci ne sera pas ressenti de manière égale dans tous les secteurs, régions et entreprises. Les entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix et proposant des produits différenciés devraient mieux s'en sortir. **La sélection de titres reste le facteur clé des performances à long terme, mais nous exploitons également les divergences régionales (préférence à court terme pour les États-Unis et la Chine).**

Actions européennes

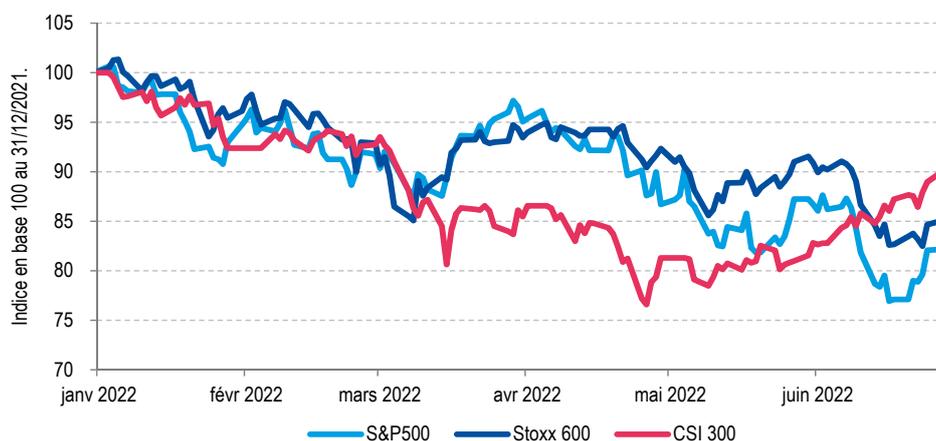
Dans un contexte difficile pour l'Europe, nous pensons que la hausse des prix des intrants et des taux pèsera sur les bénéfices des entreprises et les valorisations. Nous notons également que la dispersion des valorisations est élevée dans tous les secteurs et estimons qu'il convient d'appliquer une stratégie *barbell*, avec des valeurs défensives (santé, produits de base) d'un côté et des entreprises *value* cycliques (matériaux, industrie) de

l'autre. **Il est toutefois important de rester équilibré, de maintenir un biais qualité dans les portefeuilles et de se concentrer sur le pouvoir de fixation des prix et la solidité du bilan des entreprises.** En effet, les entreprises capables de répercuter la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs sont susceptibles de préserver leurs marges. Nous maintenons donc la sélection comme notre principal déterminant de risque. Nous restons prudents sur les technologies de l'information et les services aux collectivités, en particulier dans les segments où les valorisations sont tendues et où nous jugeons le rapport risque/rendement peu attractif.

Actions américaines

L'« effet richesse » (perte de valeur des actifs qui décourage les dépenses discrétionnaires), associé à une inflation élevée, pourrait entraîner un ralentissement de la croissance. Pour autant, notre scénario central ne prévoit pas de récession. La récente correction a fait baisser les valorisations, mais les multiples ne sont pas bon marché et les entreprises sont toujours exposées au risque de correction des bénéfices, car les marges restent élevées. D'un autre côté, le consensus actuel prévoit une inflation élevée et un ralentissement de la croissance, même si les marchés peinent à le comprendre. **Nous maintenons notre conviction en faveur des entreprises qui rémunèrent leurs actionnaires par des rachats ou des dividendes et qui maintiennent leur efficacité opérationnelle dans un contexte de hausse des prix des intrants.** De telles entreprises existent dans les segments qualité et *value* de marchés dont les

Persistance des divergences régionales sur les marchés d'actions



Source : Amundi Institute, Bloomberg, au lundi 27 juin 2022.



ACTIONS

prix sont raisonnables. Par ailleurs, nous nous intéressons aux entreprises rentables dans certains secteurs de croissance, qui après leur correction sont redevenues attractives, mais la sélection reste essentielle. Nous sommes en revanche prudents vis-à-vis des entreprises de croissance non rentables et recherchons, au contraire, celles qui présentent un rendement stable des capitaux propres. C'est le cas notamment des titres *value* et des banques américaines, ainsi que d'une sélection de titres des secteurs de l'énergie, des matériaux et de la santé. Nous privilégions néanmoins les secteurs moins cycliques et davantage axés sur la qualité.

Actions émergentes

Nous conservons une position prudente au vu de la forte incertitude globale. **Des valorisations attractives associées à de fortes divergences subsistent au niveau des pays, ce qui nous permet d'être très sélectifs** en privilégiant les exportateurs de matières premières (Brésil, EAU). En Chine, le climat est devenu favorable, notamment concernant la consommation discrétionnaire, en raison du rebond attendu de la demande. De manière plus générale, nous maintenons notre préférence pour le style *value* par rapport au style croissance.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Le dollar peut-il rester la devise dominante du système monétaire international ?

Un important ralentissement économique semble se profiler en Europe comme aux États-Unis, ce qui redonnerait de l'attractivité aux marchés obligataires, en particulier aux États-Unis. L'économie chinoise, en revanche, devrait s'accélérer à nouveau. Le système monétaire international est appelé à devenir multipolaire, à mesure que les facteurs géopolitiques prennent le dessus.



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

Le gel des avoirs de la banque centrale russe suite à l'invasion de l'Ukraine est venue rappeler à tous les investisseurs souverains que leurs choix en matière d'allocation revêtaient, de facto, une dimension stratégique

Le retour de l'inflation affecte la stratégie d'allocation de tous les investisseurs, y compris donc celle des banques centrales et des fonds souverains. Oui mais dans quel sens ? La remontée très rapide des taux d'intérêt directs de la Fed a provoqué une remontée rapide des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et dans une moindre mesure en Europe. Le dollar s'est fortement apprécié. Parallèlement, un ralentissement économique marqué (voire une récession) se profile à l'horizon en Europe voire aux États-Unis. Cela va sans doute redonner l'opportunité à de nombreux investisseurs pour se repositionner sur les titres du Trésor américain. Car au niveau actuel, ces derniers redeviennent attractifs comparés, par exemple, aux titres de dette chinoise. Surtout si l'inflation américaine commence à se tasser, ce qui est vraisemblable à l'horizon 2023.

Est-ce à dire que le dollar va continuer de dominer le SMI ? C'est une ancienne question qui refait surface périodiquement. Force est de constater que malgré les changements structurels majeurs que le système monétaire international a connu au cours des 60 dernières années, le dollar américain demeure la monnaie de réserve internationale dominante. Pourtant, la part du dollar dans les réserves mondiales a diminué de 71 % à 59 % depuis le lancement de l'euro en 1999. Cette évolution montre que les banques centrales avaient commencé à se détourner progressivement du dollar avant la guerre en Ukraine. Et certains s'attendent à ce que ce mouvement se poursuive voire s'accélère, les banques centrales des économies émergentes cherchant à diversifier davantage la composition de leurs réserves.

Le gel des avoirs de la banque centrale russe suite à l'invasion de l'Ukraine est venu rappeler à tous les investisseurs souverains que leurs choix en matière d'allocation revêtaient, *de facto*, une dimension stratégique. L'administration américaine - par la voix de sa secrétaire au Trésor Janet Yellen - promeut désormais le concept de « friend-shoring », qui consiste pour chaque pays à s'engager à travailler avec des pays qui adhèrent « à un ensemble de normes et de valeurs sur la façon d'opérer dans l'économie mondiale et sur la façon de gérer le système économique mondial ». Les pays occidentaux, qui cherchent à accroître leur résilience et leur indépendance stratégique, ne seront naturellement pas insensibles à cet argument. Dans l'histoire, la force militaire et la domination monétaire sont étroitement imbriquées. Les pays qui gravitent autour de la Chine chercheront, pour cette même raison, à accroître leur exposition au renminbi. Et la naissance du yuan digital les y aidera.

Il est difficile de dire aujourd'hui quel sera l'impact sur le système monétaire international de la guerre en Ukraine. Cela dépend vraisemblablement des pays car il est clair que les facteurs géopolitiques seront davantage pris en considération. Dans un monde fragmenté et multipolaire, il ne peut plus y avoir une seule devise dominante. L'internationalisation du yuan est devant nous, mais elle concernera peut-être un nombre réduit de pays. Dit autrement, le renminbi sera amené à jouer un rôle de plus en plus important mais il ne sera pas en mesure de supplanter le dollar.

Achévé de rédiger le 24 juin 2022



LE THÈME DU MOIS

Les défis des marchés émergents



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche Stratégie
Macroéconomique



Debora DELBO,
Stratégiste Senior Marchés
émergents

L'environnement géopolitique et macroéconomique actuel augmente la probabilité de crises idiosyncratiques, mais il est peu probable qu'elles se transforment en crises systémiques

Le policy mix est progressivement devenu moins favorable, en particulier en ce qui concerne la politique monétaire

Nous n'envisageons pas la propagation d'un risque systémique dans les marchés émergents, mais les perspectives macro-financières restent difficiles dans un contexte de préoccupations en matière de croissance, d'inflation toujours élevée et de durcissement des conditions financières mondiales. L'environnement géopolitique actuel et son impact sur les conditions macroéconomiques et financières accentuent la probabilité de crises idiosyncrasiques.

Nous n'envisageons pas la propagation d'un risque systémique dans les marchés émergents, mais les perspectives macro-financières restent difficiles dans un contexte de préoccupations en matière de croissance en raison du fléchissement de la demande intérieure, du ralentissement de la demande mondiale et des taux d'inflation trop élevés, mais qui ont provoqué un resserrement des politiques monétaires et des conditions financières mondiales jusque-là ultra-accommodantes.

Par nature, l'environnement géopolitique actuel ne devrait pas entraîner de déstabilisation systémique. Il ne devrait toutefois pas s'améliorer de sitôt et ses répercussions sur les conditions macroéconomiques et financières augmentent la probabilité de crises idiosyncrasiques dans les marchés émergents et la nécessité d'interventions d'institutions internationales telles que le FMI. Dans le cas de la Turquie, la facture énergétique élevée et les importantes mesures de relance de l'économie en place continuent d'impacter les comptes extérieurs et d'aggraver le risque de crise de la balance des paiements une fois que le répit apporté par les recettes touristiques de l'été se sera dissipé. La capacité des pays à faible revenu à assurer le service de leurs dettes s'est fortement dégradée, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des importations de denrées alimentaires et de la nécessité de financer des systèmes de subventions coûteux. Dans un contexte de mesures ponctuelles (hausse de la supertaxe au Pakistan) et de réformes plus structurelles en cours de discussion, les pays sont plus nombreux à vouloir négocier de nouveaux financements auprès du FMI ou à actualiser des programmes existants. Le cadre commun du G20 pour les traitements de dette, quant à lui, ne progresse que lentement.

Concernant la croissance sous l'angle de la demande intérieure, plusieurs gouvernements tentent de limiter l'érosion du pouvoir d'achat des ménages due à la hausse du coût de la vie, en prolongeant les dispositifs mis en place lors de la pandémie ou en adoptant de nouvelles mesures comme le plafonnement des prix, l'augmentation des subventions, la baisse des droits d'accise ou diverses mesures non

monétaires. De manière générale, ces mesures ne freinent que très lentement la demande intérieure. Cela étant, pour les importateurs de matières premières, l'impact sur les comptes budgétaires est encore plus négatif et ne peut être négligé, celui-ci n'étant pas compensé par une augmentation des revenus, des dividendes ou des redevances comme c'est le cas pour les exportateurs de matières premières. Depuis le début de l'année, les objectifs de solde budgétaire pour 2022 se sont progressivement dégradés dans de nombreux pays émergents, à l'exception des pays du Golfe, de plusieurs pays d'Amérique latine, de l'Afrique du Sud et de certains pays d'Asie comme la Malaisie et l'Indonésie, où nous attendons une stabilisation plutôt qu'une véritable amélioration. Le caractère complexe et hétérogène de l'univers émergent est encore plus frappant lorsque l'on considère certains pays qui devraient bénéficier du contexte actuel, mais qui n'y parviennent pas. Au Nigéria, par exemple, le système de production obsolète ainsi que les quantités de pétrole qui disparaissent des comptes officiels font qu'il est difficile de tirer un quelconque avantage du prix relativement élevé du pétrole et, au contraire, la position budgétaire du pays souffre du coût élevé des subventions aux carburants.

Le retrait des dispositifs de relance budgétaire mis en place après la pandémie ainsi que la normalisation des politiques monétaires amorcée en début 2021 (et même déjà au second semestre 2020 en Chine) vont progressivement peser sur l'activité économique et la demande intérieure. L'inflation très élevée a permis aux taux directs réels de rester longtemps favorables, même au milieu du cycle actuel de resserrement de la politique monétaire. Seuls quelques pays émergents ont progressé vers des taux réels positifs (Chine, Brésil, Mexique, pour en citer quelques-uns). **La progression de l'inflation a été plus marquée que prévu et a principalement été portée par des facteurs mondiaux volatils tels que l'énergie et les denrées alimentaires.** Toutefois, l'absence de pression de la demande en raison du prolongement des restrictions sur la mobilité et les politiques de subventions efficaces ont permis de différencier les scénarios



LE THÈME DU MOIS

L'économie chinoise devrait s'améliorer après sa récente récession transitoire

Les marchés semblent avoir intégré la morosité du contexte économique

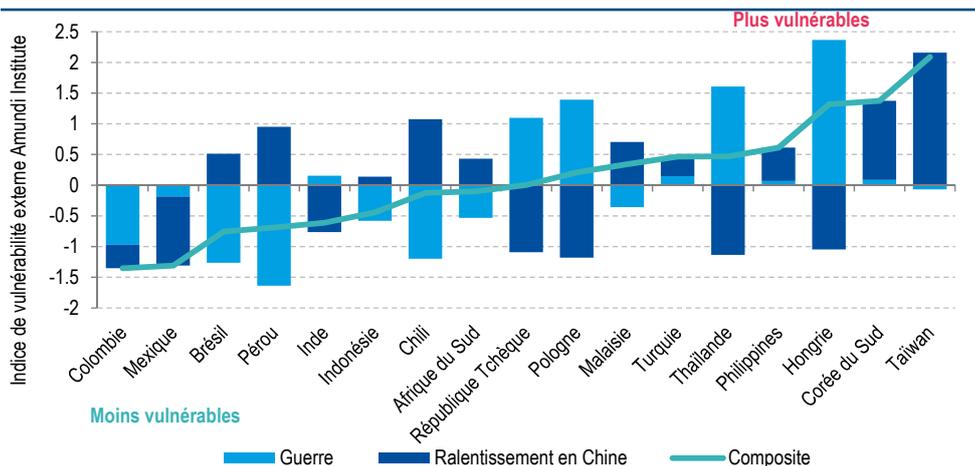
d'inflation en Asie de ceux d'Amérique latine et de la région CEEMEA. Au cours des six prochains mois, la dynamique de l'inflation devrait se stabiliser, puis se modérer, sous l'effet d'une évolution plus favorable des prix du pétrole et des matières premières (par rapport aux sommets atteints au premier semestre de l'année) et d'une réduction des goulets d'étranglement de l'offre (déjà visible dans la baisse des coûts du fret sur certaines routes). Selon nos prévisions, **les pays ayant amorcé un cycle haussier plus vite et plus fort auront un temps d'avance sur les autres ME : le Brésil, par exemple, a déjà atteint le point d'inflexion entre avril et mai.**

Contrairement à ce qui se passe habituellement, les marchés émergents ont amorcé la normalisation de leur politique monétaire et l'abandon de leurs positions exceptionnellement accommodantes bien plus tôt que les marchés développés. **La vague des normalisations monétaires s'est poursuivie sans relâche jusqu'à aujourd'hui et ce n'est pas fini. C'est notamment le cas en ce qui concerne les déterminants externes des politiques monétaires des pays émergents, car bien que la Réserve fédérale n'ait commencé à muscler son discours que tardivement, elle n'a cessé de durcir le ton et de prendre des mesures depuis lors.** Les pays émergents ne peuvent donc pas se contenter de tenir compte des facteurs intérieurs et le durcissement des conditions financières mondiales a amené les autorités de politique monétaire des pays émergents à se montrer plus prudentes. Certaines banques centrales ont même dû renoncer à leur politique prématurée de neutralité ou de souplesse de leur politique monétaire, tandis que d'autres ont finalement entrepris de relever leurs taux en l'absence de toute pression inflationniste.

Toutefois, compte tenu de nos perspectives d'inflation dans les pays émergents et de nos anticipations d'évolution du cycle haussier de la Fed (avec un taux final d'environ 3,75 % d'ici début 2023), des rendements américains et du dollar, le point d'inflexion des politiques monétaires des pays émergents, qui devrait concerner une poignée de pays au début, n'a été que légèrement repoussé de fin 2022 à début 2023.

Pour en revenir à la dynamique de croissance sous l'angle extérieur, il convient de souligner qu'en raison du conflit ukrainien, les prévisions de croissance mondiale ont été fortement revues à la baisse et que, presque simultanément, nous avons assisté à une série de reconfinements locaux en Chine. Du jour au lendemain, la demande mondiale s'est vue privée de quelques-uns de ses plus gros contributeurs : la croissance européenne flirtera avec des taux nuls, voire négatifs, le PIB américain a été sensiblement revu à la baisse et la Chine devrait réaliser une performance inférieure à l'objectif de croissance officiel fixé fin 2021 (environ 3,5 % en glissement annuel contre 5,5 %). Dans les pays émergents, les exportateurs de matières premières bénéficieront d'un certain répit grâce à la flambée des matières premières, qui atténuera ou compensera le ralentissement de la demande. De fait, les derniers chiffres relatifs aux balances commerciales mettent en évidence une dynamique nettement positive pour les exportateurs de matières premières, alors qu'elle est négative pour les pays importateurs. En Asie, par exemple, ceci est clairement mis en évidence par les différentes tendances de la balance commerciale de l'Indonésie et des Philippines. Malheureusement, certaines mesures protectionnistes visant à orienter la production de matières premières vers le

1/ La guerre et le ralentissement de la Chine accentuent la fragmentation des marchés émergents



Source : Amundi Institute, ComTrade, FMI, CEIC, Bloomberg. Données au 15 juin 2022.



LE THÈME DU MOIS

Catalyseurs positifs
pour les marchés
d'actions chinois

marché intérieur au lieu de l'exporter limitent en partie l'avantage lié aux prix élevés des matières premières.

En ce qui concerne la Chine, la mise en place des confinements devrait entraîner le pays dans une récession passagère au deuxième trimestre. Cependant, depuis le mois d'avril, le nombre de nouveaux cas de Covid a chuté. L'activité a pu progressivement reprendre et on peut légitimement s'attendre à ce que la réouverture se poursuive. Compte tenu de ces hypothèses, nos perspectives de croissance pour la Chine au second semestre sont nettement plus constructives. En parallèle de la réouverture, la Chine a adopté ses propres politiques économiques : le pays a adopté des politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes qui se sont accélérées depuis le mois de mai. L'amélioration des perspectives chinoises est un pilier important du scénario de croissance relativement favorable des pays émergents.

Au cours des derniers mois, **les classes d'actifs émergentes semblent avoir intégré une grande partie du climat négatif évoqué plus haut.** Les rendements de la dette en devises fortes et en devises locales se sont envolés, tandis que les devises émergentes se sont considérablement dépréciées vis-à-vis du dollar, à l'exception du rouble russe et de quelques devises d'Amérique latine. En parallèle, les marchés actions ont davantage sous-performé dans la région EMOA, pénalisée par sa proximité avec le conflit ukrainien et les incertitudes grandissantes quant aux prévisions de croissance et d'inflation.

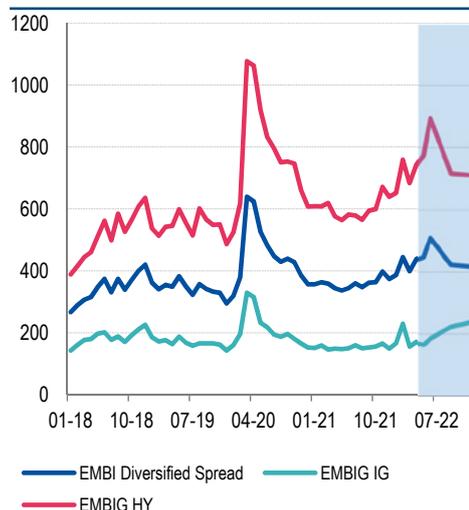
Au cours des prochains mois, les marchés devraient rester aux aguets, avec une attention particulière pour le ralentissement de la croissance, la dynamique de l'inflation

(risque de stagflation) et l'évolution des risques géopolitiques.

Cela dit, il convient de mentionner l'existence d'**éventuels catalyseurs positifs.** Les indicateurs avancés confirment le scénario selon lequel la Chine aurait touché le fond et que le pire est derrière nous. En 2021, le marché actions chinois a traversé une longue phase baissière qui a débuté avec la mise en place d'un nouveau cadre réglementaire impactant essentiellement les secteurs de la technologie et de l'immobilier et qui a été amplifiée par un durcissement politique et le manque de clarté sur la question des retraits de la cote. Bien que ces éléments mettent du temps à se dissiper et qu'ils contribuent à un environnement très volatile, ils devraient déjà être pris en compte dans les valorisations des actions chinoises. **Le relâchement de l'effort réglementaire et les signaux politiques plus accommodants associés à la poursuite de la levée des restrictions sanitaires devraient favoriser la reprise du marché des actions H** qui a été boudé par les investisseurs ces derniers mois. En parallèle, les actions A devraient bénéficier des politiques nationales visant à stimuler la demande et la production intérieures. Celles-ci présentent dès à présent des points d'entrée attractifs.

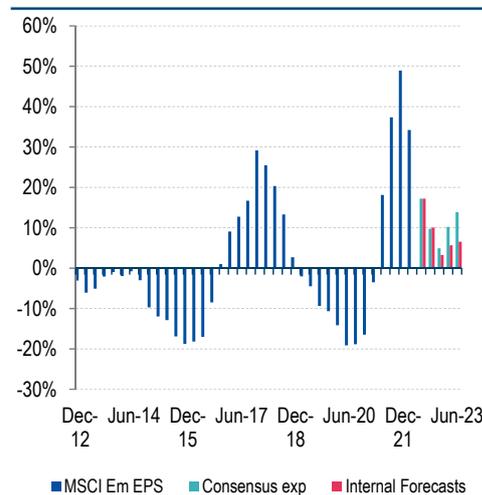
Dans la seconde moitié de l'année et au début de 2023, les déterminants macroéconomiques offrant une prime de croissance plus large aux pays émergents devraient fixer un plancher pour certaines classes d'actifs émergents qui ont fortement sous-performé jusqu'à présent. Les pays émergents exportateurs de matières premières bénéficieront de l'effet de substitution (par rapport au pétrole et au gaz russes) et de l'amélioration des termes de l'échange. L'inflation devrait passer son

2/ Le spread du «HY EMBI Diversified» devrait se resserrer



Source : Bloomberg & Factset, Amundi Institute - Données à juin 2022

3/MSCI Marchés émergents - Prévisions BPA - USD



Source : Bloomberg & Factset, Amundi Institute - Données à juin 2022



LE THÈME DU MOIS

pic et se stabiliser avant de baisser dans les prochains mois, même si elle devait rester plus élevée qu'avant la pandémie. Le dollar étant fort, nous recommandons une grande sélectivité et un positionnement tactique sur les marchés des changes des pays émergents (exportateurs de matières premières, perspectives de croissance plus favorables et politique monétaire saine). **En ce qui concerne les titres obligataires, nous maintenons notre préférence pour les titres libellés en devises fortes et pour le haut rendement plutôt que l'investment grade, en cherchant à tirer profit de la vigueur du dollar américain et du maintien des prix élevés du pétrole.** Pour l'heure, la dette en devises locales bénéficie d'un soutien moindre, bien que la stabilité

(ou l'absence de flambée) des rendements américains à 10 ans et la stabilisation, voire le retournement, des politiques monétaires locales, pourraient bientôt offrir des points d'entrée attractifs. Les premiers pays à avoir amorcé leur cycle haussier, notamment certains pays d'Amérique latine, voient, ou verront bientôt, l'inflation culminer et la fin de leur cycle de resserrement monétaire. Les pays d'Europe de l'Est offrant un portage attractif emprunteront le même chemin, mais avec un temps de retard. Le principal risque pour la dette des marchés émergents est l'augmentation de l'incertitude géopolitique et, par conséquent, du risque de stagflation.

Achévé de rédiger le 28 juin 2022



THÉMATIQUE



Valentine AINOUZ,
CFA, Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés

*L'inflation galopante
reste la priorité absolue
de la BCE*

*Le resserrement
de la politique
monétaire accentue la
fragmentation financière
dans la zone euro*

La capacité de la BCE à relever ses taux dépendra de la solidité de l'outil anti-fragmentation

La BCE est déterminée à resserrer sa politique monétaire face à l'inflation record. Toutefois, en freinant l'inflation, la BCE court le risque de précipiter l'économie dans une phase de récession ou de déclencher une flambée des coûts de la dette périphérique, comme en 2012. Les marchés tirent déjà la sonnette d'alarme. C'est notamment le cas en Italie où ce mois-ci, pour la première fois depuis 2014, la dette souveraine a bondi au-dessus de 4 %, les investisseurs s'inquiétant des premiers pas de la BCE vers la normalisation de sa politique monétaire.

L'inflation élevée reste un défi majeur

- L'inflation globale dans la zone euro a atteint un nouveau record de 8,1 % en mai. Les pressions inflationnistes ont été exacerbées par la guerre en Ukraine et la poursuite des mesures de confinement en Chine. Les chaînes d'approvisionnement mondiales restent sous pression. Les prix de l'énergie sont 39 % au-dessus de leur niveau d'il y a un an.
- Nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation globale plafonne avant le mois d'octobre. De plus, l'inflation sous-jacente a continué à progresser et pourrait à nouveau surprendre à la hausse au second semestre. Les entreprises sont de plus en plus nombreuses à augmenter leurs prix pour compenser la hausse record des coûts de production. Tandis qu'en zone euro la demande pourrait être soutenue par des mesures gouvernementales ciblées ou par une hausse des salaires.

La Banque centrale européenne reste déterminée à lutter contre l'inflation

- La BCE est toujours bien plus préoccupée par le risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation que par les risques baissiers pesant sur la croissance. « Plus les chiffres de l'inflation se maintiennent à leur niveau élevé actuel, plus il est probable que les négociations salariales, la hausse des salaires d'entrée et la renégociation des conventions existantes se concrétisent. » (Christine Lagarde).
- Les banques centrales ont peur de perdre leur crédibilité. « L'inflation est excessivement élevée et devrait rester au-dessus de notre objectif pendant un certain temps ». « Le Conseil des gouverneurs veillera à ce que l'inflation revienne à notre objectif de deux pour cent à moyen terme. » (Christine Lagarde).
- Nous maintenons donc notre prévision d'une hausse de 25 points de base en juillet, suivie de hausses de 50 points de base en septembre et octobre.

La BCE est confrontée à deux dilemmes dans sa lutte contre l'inflation

- Une banque centrale dispose de peu d'« outils » pour lutter contre l'inflation induite par les coûts sans nuire à la croissance. Or dans la zone euro, l'inflation est essentiellement liée à des facteurs exogènes comme les coûts élevés de l'énergie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la BCE doit resserrer sa politique monétaire pour limiter la transmission de la hausse des prix dans l'économie.
- Le resserrement de la politique monétaire accentue la fragmentation financière dans la zone euro. Face à ce risque de fragmentation financière, il convient de surveiller les obligations périphériques en se concentrant sur les rendements et non seulement sur les *spreads*, car dans un pays fortement endetté, le coût de la dette ne peut être supérieur à la croissance nominale, sur une durée prolongée. Or, le niveau élevé d'endettement en Europe, et notamment en Italie, suscite d'ores et déjà des inquiétudes.

La capacité de la BCE à relever ses taux dépendra de la solidité de l'outil anti-fragmentation

- Les marchés tirent déjà la sonnette d'alarme. En Italie ce mois-ci, pour la première fois depuis 2014, la dette souveraine a bondi au-dessus de 4 % les investisseurs s'inquiétant des premiers pas de la BCE vers la normalisation de sa politique monétaire.
- Les achats de dette souveraine par la BCE devraient être ciblés. Les niveaux d'inflation ne permettent plus à la BCE de recourir à des programmes d'achat d'actifs à grande échelle pour maintenir le rendement des obligations périphériques à des niveaux bas. La BCE veut limiter la pression haussière sur les *spreads* en s'appuyant sur (1) la flexibilité en matière de réinvestissement du PEPP et (2) sur un « outil anti-fragmentation ». Les détails de ce nouveau dispositif de protection devraient être annoncés en juillet.



THÉMATIQUE

*La capacité de la BCE
à relever ses taux
dépendra de la solidité
de l'outil
anti-fragmentation*

- À l'occasion du Forum des banques centrales à Sintra, la présidente de la BCE Christine Lagarde a expliqué que « le nouvel instrument devra être efficace tout en restant proportionné et devra intégrer des mécanismes de garantie suffisants pour préserver la dynamique vers une politique budgétaire saine des États membres ». Le défi pour la BCE est de trouver le bon équilibre entre les attributions des gouvernements et celles de la banque centrale.
- La capacité de la BCE à relever ses taux dépendra de la solidité de l'outil anti-fragmentation.
- L'évolution des marchés de taux euro dépendra fortement de l'évolution du secteur de l'énergie, des choix politiques (soutien budgétaire) et monétaires (arbitrage entre inflation et croissance, outil anti-fragmentation).

Achévé de rédiger le 29 juin 2022

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. La nouvelle vague de Covid-19 et la stagnation dans la zone euro sont une source d'incertitude pour la croissance à court terme.

SCÉNARIO BAISSIER 30 %	SCÉNARIO CENTRAL 60 %	SCÉNARIO HAUSSIER 10 %
<p>Nouvel effondrement vers la stagflation</p>	<p>La grande divergence</p>	<p>Croissance inclusive et durable</p>
<p>Analyse</p>	<p>Analyse</p>	<p>Analyse</p>
<ul style="list-style-type: none">  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 Russie réduit les livraisons de gaz à l'Allemagne, qui entre en récession en 2023.  La résurgence du Covid-19 entraîne de nouvelles restrictions de mobilité et des goulets d'étranglement à l'échelle mondiale qui perturbent les chaînes d'approvisionnement.  Ces deux éléments déclencheurs conduisent à une récession économique alors que l'inflation reste élevée et incontrôlée.  Plusieurs défaillances de pays émergents et viabilité de la dette publique au rang des problèmes des pays développés.  Pour soutenir l'économie les politiques monétaire et budgétaire accommodantes sont renouvelées, avec probablement une nouvelle étape dans la répression financière.  Dans un contexte de ralentissement de la croissance, l'inflation oblige les BC, et la BCE en particulier, à s'écarter de leurs orientations et à perdre potentiellement leur crédibilité.  Les politiques et les investissements destinés à lutter contre le changement climatique sont reportés et/ou les politiques nationales sont mises en œuvre de manière désordonnée. 	<ul style="list-style-type: none">  La guerre en Ukraine ébranle la confiance et maintient le prix des matières premières et de l'énergie à un niveau élevé.  Le Covid-19 est une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires; les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement subsistent.  Divergences de croissance à la hausse : <ul style="list-style-type: none"> • La croissance mondiale diminue progressivement vers la tendance en 2022, exposant 2023 à un risque de baisse. • Rebondissement attendu en Chine au S2, après la contraction du PIB au T2.. • Stagnation ou récession de courte durée en zone euro et au Royaume-Uni. • L'économie américaine résiste bien, mais devrait ralentir (vers une croissance inférieure à la normale en 2023). Risque accru de récession.  L'inflation globale atteint un pic, mais restera élevée. Les prix élevés des produits de base, les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les pressions salariales croissantes pousseront l'inflation sous-jacente à la hausse dans certaines régions (par exemple, la zone euro). 	<ul style="list-style-type: none">  Fin de la guerre en Ukraine et retrait progressif des sanctions; baisse des prix de l'énergie et des matières premières et l'inflation retombe rapidement.  L'endémie recule plus rapidement que prévu malgré les variants.  Les excédents d'épargne et les hausses de salaire dopent la consommation avec une faible érosion des marges des entreprises.  Des gains de productivité grâce à la transition numérique et énergétique et aux réformes structurelles.  L'inflation reste sous contrôle et les BC normalisent progressivement leur politique.  Une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels du fait du renforcement de l'investissement et de la diminution de l'épargne.  La dette est soutenable grâce à une croissance forte et à un retour progressif à la discipline budgétaire.  Croissance inclusive et lutte efficace contre les inégalités.  Les politiques en matière de changement climatique et la transition énergétique deviennent la priorité.



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

SCÉNARIO BAISSIER
30 %

Nouvel effondrement vers la stagflation

SCÉNARIO CENTRAL
60 %

Parcours chaotique, divergences régionales

SCÉNARIO HAUSSIER
10 %

Croissance inclusive et durable

⊙ **Les BC suivent des chemins différents :**

- la Fed continuera à relever ses taux de manière agressive (à court terme), mais adoptera une attitude plus modérée au S2 ;
- cycle de hausse modérée pour la BoE ;
- la BCE devrait relever ses taux 3 fois au S2, mais il n'y a pas de place pour un véritable cycle de resserrement (risque de récession).
- la PBoC conservera un biais d'assouplissement .
- les rendements des obligations vont monter mais devraient rester bas plus longtemps.

⊙ **Politique budgétaire :** atténuer l'impact à court terme des prix de l'énergie (par des mesures ciblées, notamment en Europe).

✪ Le **changement climatique** perturbe le cycle des matières premières et renforce les tendances stagflationnistes.

Répercussions sur les marchés

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

Répercussions sur les marchés

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

Répercussions sur les marchés

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

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons la probabilité du risque économique, financier et géopolitique à 30 %. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (y compris les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

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

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

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

RISQUE FINANCIER 30 %

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

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

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

- Crédit et actions, EMBI



ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Retournement effectué

Retournement imminent

Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- Malgré les données de PIB qui brouillent la lecture des tendances sous-jacentes, la dynamique économique ralentit progressivement dans un contexte de pressions inflationnistes plus fortes et persistantes et d'affaiblissement de la demande intérieure : l'inflation des denrées alimentaires et de l'énergie pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et agit comme un impôt dégressif, tandis que les pressions continues sur les coûts des approvisionnements mettent les marges sous pression.
- Les révisions de l'inflation et des perspectives de croissance continuent de diverger, les chiffres de l'inflation augmentant sans cesse et constituant le principal facteur de perte de confiance et de plafonnement de la croissance. Les pressions stagflationnistes sont particulièrement évidentes dans la zone euro.
- Les tensions prolongées sur les prix des matières premières et de l'énergie, qui se traduisent par une inflation plus persistante et un resserrement des politiques monétaires exacerbent l'incertitude économique compte tenu de l'équilibre croissance/inflation nettement moins favorable

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Malgré un timide rebond enregistré dernièrement, les marchés restent relativement peu tendus, bien qu'ils n'intègrent pas un risque de récession qui suggérerait l'absence de points d'entrée significatifs.
- Le resserrement quantitatif permettra de faire face à l'inflation, empêchant les multiples de gonfler, alors que les attentes restent très optimistes, du moins en Europe, compte tenu des risques de pénurie de matières premières.



FACTEURS TECHNIQUES

- Dans la première partie du mois de juin, la plupart des actifs risqués ont fortement corrigé, les indicateurs RSI et contrarians (Bull/Bear, Fear&Greed) annonçant un retour à la moyenne.
- La fin du mois a été marquée par un rebond de répit amenant un affaiblissement des signaux des indicateurs contrarians. Le manque de visibilité et le momentum faible (les tendances des actifs risqués restent très fragmentées) continuent de plaider pour une exposition globalement neutre sur le plan technique.

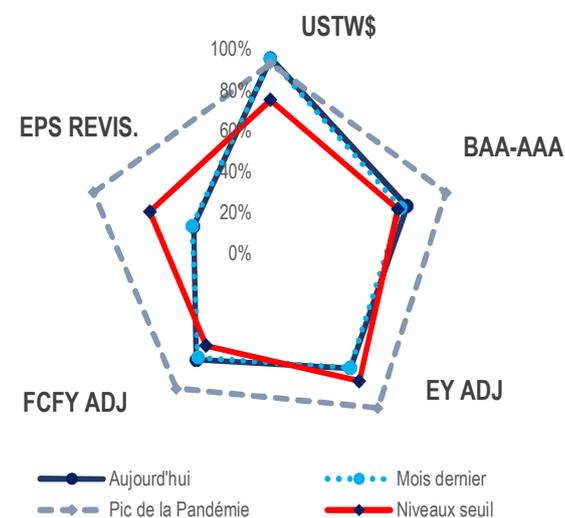
SENTIMENT

- La plupart des actifs risqués ont continué à corriger au cours de la première moitié du mois de juin, le durcissement de ton des banques centrales accentuant la probabilité de ralentissement mondial au cours des deux prochaines années.
- La concentration du risque dans le marché reste élevée et la probabilité d'aversion au risque continue de plaider fortement pour une allocation d'actifs défensive à court terme.
- Le *spread* Baa-Aaa de Moody's a franchi le seuil d'alerte en juin, illustrant la transmission d'une économie plus faible et d'un dollar plus fort. Les conditions financières ont continué à se resserrer au niveau mondial face à la persistance accrue de l'inflation.



ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Amundi Institute, Données au 24 juin 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque au premier trimestre. Les révisions des BPA ont commencé à faire apparaître des perspectives mondiales moins favorables et la force du dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à l'aversion au risque. Pourtant, les primes de risque de crédit ne sont pas passées au-dessus de notre seuil d'alerte (c'est-à-dire, 100 points de base) et équilibrent quelque peu l'évaluation globale.

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

MÉTHODOLOGIE

— Scénarios

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

— Risques

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

POINTS CLÉS

1 Lutte déterminée des banques centrales contre l'inflation

- La hausse du taux directeur de la **BCE** dépendra de sa capacité à limiter la fragmentation financière
 - La fragmentation de la zone euro est la plus grande menace à laquelle la BCE est confrontée au moment de relever ses taux.
 - Une répétition du scénario de 2011 est peu probable, car le coût de la dette est plus faible, les perspectives de croissance nominale sont plus élevées et les outils anti-fragmentation existent déjà.
 - En accélérant la finalisation de la conception de son nouvel instrument anti-fragmentation, la BCE a montré sa détermination à prévenir l'altération de la transmission de la politique monétaire: une répétition du scénario de l'été 2011 devrait être évitée.
- La **Réserve fédérale** s'apprête à relever ses taux au-dessus du niveau neutre d'ici la fin de l'année. Le FOMC entend poursuivre l'anticipation des hausses de taux, ce qui exacerbe le risque de récession aux États-Unis.
- Le resserrement de la politique monétaire de la **Banque d'Angleterre** est limité par la dégradation de l'économie. Nous sommes plus optimistes vis-à-vis de la BOE par rapport au reste du marché.

Conséquences en matière d'investissement

- Taux finaux des BC: États-Unis: 3,75 % (légèrement inférieur aux marchés). BCE: 1,25 % et BOE: 1,75 % (optimistes pour les deux par rapport aux marchés).
- Neutre sur les obligations périphériques, courbes plus horizontales.

2 Croissance plus faible et inflation plus élevée sont toujours les mots d'ordre

- Marchés développés (MD): décélération plus rapide de la croissance des États-Unis en deçà de la tendance et stagnation de la croissance dans la zone euro avec un risque grandissant de récession.
- Marchés émergents: révision à la baisse de la croissance de la Chine pour 2022, mais à la hausse des pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et l'Afrique du Sud.
- La guerre en Ukraine a un impact différent selon les marchés émergents, certains bénéficiant très nettement de la hausse des prix des matières premières et de l'énergie de sorte que la croissance d'ensemble pour la région inchangée malgré la révision à la baisse de la croissance chinoise.

Conséquences en matière d'investissement

- Positionnement confirmé pour un environnement stagflationniste: sous pondération des actions, surpondération des actifs liés à l'inflation, sous pondération du crédit et surpondération des titres souverains et des obligations indexées sur l'inflation.

3 Les marchés n'intègrent pas encore une récession

- La correction a mis fin à la survalorisation et il faut désormais faire face à un environnement complexe.
- Ce qui est pris en compte: la trajectoire actuelle de durcissement monétaire à cause du régime d'inflation élevée.
- Ce qui n'est PAS pris en compte: la possibilité d'une récession des bénéficiers ou de l'économie. Le scénario sous-jacent actuel du marché ne tient pas pleinement compte de la détérioration des marges et du mélange empoisonné d'assèchement des liquidités, de détérioration des conditions financières et de perturbations de la productivité qui commencent à se concrétiser.

Conséquences en matière d'investissement

- Les prix devraient donc corriger sensiblement à la baisse dans un scénario de ralentissement de l'activité économique, avec une dégradation consécutive de l'emploi et une révision à la baisse des revenus.
- Nous renouvelons notre appel à la prudence dans l'allocation aux actifs risqués pour les mois à venir, en attendant plus de visibilité sur les bénéficiers.

4 Actions chinoises: les mauvaises nouvelles sont intégrées dans les cours

- L'accommodation politique plus marquée et la levée progressive des restrictions se traduisent par des perspectives de croissance plus favorables.
- Plusieurs facteurs expliquent la chute des actions chinoises depuis le début 2021:
 - nouvelles réformes réglementaires, impactant principalement les valeurs technologiques et immobilières
 - tensions géopolitiques exacerbées par le conflit en Ukraine, suivies d'une hausse de l'inflation et d'un resserrement monétaire par la plupart des banques centrales
 - risque de radiation de la cote lié à la loi américaine sur la responsabilité des sociétés étrangères (qui oblige les sociétés cotées aux États-Unis à déclarer qu'elles ne sont pas détenues ou contrôlées par un gouvernement)
 - tolérance zéro en matière de Covid
- Des évolutions politiques plus favorables et une levée progressive des restrictions existantes (point positif pour la croissance) devraient permettre la stabilisation des marchés actions dans un avenir proche.
- La Chine peut constituer un thème value intéressant, maintenant que les investisseurs cherchent à se positionner dans un environnement d'inflation élevée.
- Les fondamentaux du MSCI China augurent d'un rebond de l'indice, depuis la correction en cours depuis 2021.

Conséquences en matière d'investissement

- Position acheteuse sur les actions H, les taux et les matières premières.

POINTS CLÉS

5 Découplage des actions japonaises et du yen

- En 2021, des forces structurelles et cycliques ont soutenu une baisse du yen. Les fondamentaux du Japon sont ceux qui se sont le plus affaiblis dans les MD et la politique monétaire ultra-accommodante a rendu le yen très attractif pour les stratégies de financement.
- Nous anticipons un changement de régime à partir de 2022 : les fondamentaux continuent de justifier une monnaie faible et rien ne pousse la BoJ à modifier son positionnement accommodant dans l'immédiat. Pourtant, les facteurs cycliques et les défis concurrentiels suggèrent que l'essentiel des pressions négatives devrait être derrière nous.
- Un scénario de récession favoriserait le yen et pénaliserait les actions japonaises :
 - le yen a été poussé à la baisse par des forces structurelles et cycliques, mais en cas de récession, la monnaie figurerait parmi les principaux bénéficiaires,
 - en revanche, le marché des actions japonaises étant à dominante cyclique, celui-ci se verrait pénalisé en cas de récession

Conséquences en matière d'investissement

- Nous tablons sur une légère baisse par rapport aux niveaux actuels et sur la récupération d'une partie des pertes récentes au cours des 12 prochains mois.
- Objectifs pour l'USD/JPY : 129 à 6 mois (consensus 130), 122 à 12 mois (consensus 126).

6 Risque de concentration élevé par rapport aux normes historiques

- La volatilité des taux dépasse celle des actions et des devises.
- Historiquement, lorsque la corrélation entre les actifs sensibles au risque augmente, les risques systémiques deviennent bien plus aigus.
- Au début de la correction actuelle des actifs risqués, la concentration des risques était faible, car la plupart des mouvements se traduisaient par une hausse de la volatilité des actions. Plus le marché baissier s'est développé, plus l'or et le franc suisse ont performé, ce qui a renforcé le risque de concentration.
- Les chiffres actuels sont au-dessus de notre seuil d'alerte interne, mais nous pensons qu'il est encore trop tôt pour un retour à la moyenne. Le yen a pris du retard par rapport à son schéma habituel de diversification et son rétablissement pourrait continuer à soutenir une concentration plus élevée.
- Bien que l'indice du risque de concentration d'Amundi soit actuellement au-dessus du seuil d'alerte, nous pensons qu'il est encore trop tôt pour un retour à la moyenne.

Conséquences en matière d'investissement

- Allocation cross asset tactiquement défensive : bêta de portefeuille <1 et surpondération du cash.

Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsable Investment Intelligence*

Au moment où la vague de Covid qui a entraîné une fermeture partielle de l'économie chinoise se retire, une nouvelle vague semble émerger en Europe et en Amérique du Nord. Selon les données de l'OMS, le nombre de cas enregistrés en Europe est passé d'un plus bas d'environ 900 000 fin mai à un niveau 2.5x supérieur au moment où nous écrivons ces lignes. La France est la plus touchée à ce stade suivie de près par l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie. Si le taux de cas graves reste limité par rapport au volume de cas, on note néanmoins une progression des décès. Aux États-Unis, la remontée du nombre de cas avérés est moins brutale mais reste tout aussi réelle. Les pays occidentaux s'apprentent donc à vivre un été compliqué alors que les vacanciers commencent à se déplacer.

La nouvelle vague qui touche l'Europe est portée par un nouveau sous variant BA5 de la famille Omicron plus contagieux. Des spécialistes s'alarment du manque de réactivité des autorités nationales et appellent à un retour des règles de distanciation sociale et de port du masque. Cependant ces mesures très impopulaires seront difficiles à remettre en place dans la période estivale. Il est donc probable que les statistiques se dégradent avant que des mesures sanitaires soient potentiellement remises en place en septembre. En Chine, la politique zéro-covid peut rapidement entraîner de nouveaux confinements puisque de nouveaux cas sont apparus dans la région de Shanghai. Le Covid-19 n'a donc pas terminé d'influer sur nos vies quotidiennes et de contraindre l'activité économique.



ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+		Une récession n'est pas notre scénario central, mais la poursuite du resserrement monétaire de la Fed dans un contexte d'inflation élevée pourrait avoir des répercussions sur la croissance et, partant, sur les bénéfices des entreprises. La consommation et les marchés du travail restent vigoureux. Nous sommes sélectifs et privilégions les actions value, qualité et de rendement. Nous évitons en revanche les titres de croissance chers et les méga-capitalisations.
	Actions US Value	+		La correction du mois dernier n'a pas réussi à enrayer la surperformance des actions value. Il convient néanmoins de rester sélectif, de s'intéresser aux entreprises des segments moins cycliques et de conserver un biais qualité. Les entreprises capables de reverser leurs surplus de liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes, etc., en période d'inflation élevée doivent être privilégiées, moyennant une analyse <i>bottom-up</i> approfondie.
	Actions US Croissance	-		Alors que la réévaluation des actions et des taux se poursuit, nous pensons que les valeurs de croissance dont les valorisations dépendent de flux de trésorerie à très long terme pourraient baisser davantage. Si les valorisations ont reculé dans certains secteurs comme la technologie, elles ne sont toujours pas bon marché et nous restons donc globalement prudents vis-à-vis des valeurs de croissance.
	Europe	-	▼	La guerre Russie-Ukraine exacerbe les pressions inflationnistes et pourrait peser sur la demande dans la région, affectant au passage les bénéfices des entreprises (et donc les valorisations). Dans ce contexte, nous restons vigilants à court terme et pensons que les entreprises présentant un bilan solide et la capacité de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs devraient être en mesure de préserver leurs bénéfices.
	Japon	=		Un ralentissement de la croissance mondiale pourrait peser sur le marché japonais, tourné vers les exportations. Un yen faible pourrait cependant soutenir les actions du pays. Nous sommes neutres compte tenu de la nature cyclique du marché national.
	Chine	=/+	▲	La désynchronisation de l'économie chinoise par rapport à celle du reste du monde, les politiques de soutien et le redémarrage de l'économie permettent de dresser un tableau plus favorable, d'autant plus que le pays s'oriente vers un modèle de croissance saine reposant sur la consommation intérieure. Nous sommes constructifs sur les actions du marché intérieur tout en restant sélectifs.
	Marchés émergents	=		Nous restons prudents même si nous observons des valorisations attractives après la récente réévaluation. La sélectivité reste de mise dans cet univers très fragmenté, où nous privilégions les exportateurs de matières premières (Brésil, Émirats arabes unis) et les titres portés par une demande intérieure forte. Nous sommes globalement attentifs aux valorisations et continuons de privilégier le style value à la croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=		À mesure que la Fed poursuit vigoureusement son resserrement monétaire, les rendements core subissent la double pression de la croissance économique et de la hausse des taux de la Fed. Nous restons, pour l'instant, proches de la neutralité avec un biais légèrement négatif et nous tenons prêts à ajuster ce positionnement en fonction de l'évolution des taux finaux et de l'inflation. Nous limitons notre opinion sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation).
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/		Nous restons légèrement positifs sur l'investissement grade américain, en particulier sur les titres de crédit les mieux notés, car ils offrent un potentiel de portage attractif tandis que le pays bénéficie d'une consommation vigoureuse et de marchés du travail résilients. Les fondamentaux des entreprises sont également solides du fait de la capacité des entreprises à répercuter les hausses de coûts des intrants sur les consommateurs. Pour autant, les valorisations ne sont pas bon marché.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Notre attention à la liquidité et aux facteurs spécifiques aux entreprises nous amène à rester neutres sur le haut rendement. Nous sommes attentifs à tout risque d'élargissement des <i>spreads</i> causé par le positionnement monétaire agressif de la Fed ou par une dégradation des conditions financières.
	Govies Europe	=		L'incertitude économique et les risques de fragmentation, associés à l'inflation élevée et au durcissement de ton de la BCE, justifient un positionnement quasi neutre sur la durée des obligations core européenne. Nous restons néanmoins flexibles et tactiques dans notre approche des courbes de rendement européennes et surveillons de près la trajectoire des politiques monétaires et budgétaires. Nous sommes neutres sur la dette périphérique. Nous attendons plus de visibilité sur le nouveau dispositif de la BCE destiné à prévenir la fragmentation à mesure que la banque centrale cherche à resserrer sa politique sans nuire à la croissance.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les incertitudes persistantes concernant la croissance, le discours musclé de la BCE et les préoccupations relatives aux bénéfices (en raison du coût élevé des intrants) assombrissent quelque peu les perspectives, même si les fondamentaux des entreprises restent solides pour le moment. Les investisseurs sont invités à privilégier les titres liquides de qualité supérieure aux entreprises fortement endettées.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les taux de défaut sont actuellement peu élevés, mais si l'environnement économique se dégrade, des problèmes de liquidité pourraient apparaître. C'est pourquoi nous distinguons les titres à haut rendement en fonction des risques de liquidité et de qualité, de manière à identifier les bilans résilients. De manière générale, nous ne souhaitons pas prendre d'exposition directionnelle à cette classe d'actifs.
	Govies Chine	=/+		Les obligations chinoises continuent d'offrir des opportunités de diversification aux portefeuilles mondiaux. Ceci, associé à l'attitude légèrement accommodante de la PBoC, devrait être positif pour les obligations d'État.
	Émergents Dette en devise forte	=/+	▼	Nous sommes légèrement positifs sur les obligations en devise forte, avec une préférence pour le haut rendement où nous pensons que les valorisations sont attractives par rapport à celles de l'investment grade. Nous conservons néanmoins un important biais de sélection bottom-up.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous percevons des divergences dans l'univers de la dette en devise locale, avec un biais favorable à l'Amérique latine (exportatrice de matières premières) alors qu'une certaine prudence s'impose vis-à-vis de l'Asie. Nous sommes particulièrement prudents vis-à-vis des devises émergentes en raison de la hausse des taux américains et du risque de fuite vers les valeurs refuges.
AUTRES	Matières premières			Durant les phases d'inflation, les matières premières offrent un potentiel de diversification intéressant. Nous sommes légèrement positifs sur le pétrole sur fond d'anticipations de pénurie d'offre, qui devrait compenser la modération de la demande à moyen terme, même si les prix restent volatils à court terme. Notre objectif de cours à 3 mois pour le WTI est de 105 dollars/baril.
	Devises			Nous ne voyons aucune raison pour que le rallye de l'USD s'arrête dans l'immédiat et nous pensons que l'EUR/USD pourrait se rapprocher de la parité (objectif à 6 mois maintenu à 1,02) sur fond de fermeté de la Fed, de gains de productivité aux États-Unis et de ralentissement de la croissance économique en Europe.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 28 juin 2022, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer.

Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 04/07/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,2	3,2	3,1	3,8	7,6	4,6
Pays développés	5,2	2,4	1,5	3,0	6,5	3,3
États-Unis	5,8	2,2	1,5	4,7	7,8	3,6
Japon	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
Royaume-Uni	7,4	3,4	0,7	2,6	8,9	4,8
Zone euro	5,3	2,4	1,3	2,6	7,5	4,1
Allemagne	2,9	1,6	1,2	3,2	8,2	4,0
France	6,8	2,3	1,3	2,1	6,0	4,1
Italie	6,6	2,6	1,0	2,0	7,3	3,9
Espagne	5,1	4,2	1,4	3,1	8,0	3,3

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** les signes de ralentissement de la croissance se multiplient à mesure que l'inflation élevée rogne le revenu disponible des ménages et les marges des entreprises. Nous n'anticipons pas de contraction de l'activité au deuxième trimestre, mais les risques associés à nos projections restent orientés à la baisse. Nous nous attendons à ce que la croissance de l'économie américaine tombe en dessous de son potentiel d'ici la fin de l'année et à ce qu'elle reste à ce niveau jusqu'en 2023, en raison de l'impact du durcissement monétaire sur les secteurs de l'économie les plus sensibles aux taux d'intérêt. L'inflation devrait amorcer une décélération en fin d'année, tout en restant nettement supérieure à l'objectif, car les pressions inflationnistes continuent de s'étendre.
- Zone euro :** la révision à la hausse des chiffres du PIB pour le premier trimestre (de 0,3 % à 0,6 %) masque à peine la faiblesse de la demande intérieure, notamment du côté de la consommation et n'est pas de bon augure pour le reste de l'année. La hausse de l'inflation effective et prévisionnelle se traduira par un affaiblissement de la dynamique de la demande intérieure et nous tablons donc sur une croissance globalement stable cette année, les risques de contraction se concentrant au deuxième et quatrième trimestre. Les prévisions de croissance pour 2023 ont également été sensiblement revues à la baisse compte tenu de la dynamique bien plus faible au début de la nouvelle année. L'inflation a été revue à la hausse, en raison de la dynamique haussière des prix du pétrole, de la persistance des difficultés d'approvisionnement, ainsi que de la généralisation et de l'accélération des pressions inflationnistes.
- Royaume-Uni :** l'inflation élevée et persistante se traduira par un rétrécissement du revenu disponible réel des ménages et des marges des entreprises. La possibilité d'une récession technique est donc bien réelle, comme le confirment les derniers chiffres mensuels du PIB. Pour l'heure, nous pensons que l'économie parviendra à éviter deux trimestres consécutifs de croissance négative. Toutefois, les risques restent orientés à la baisse, car les pressions inflationnistes restent fortes et leur impact sur le moral des consommateurs et des entreprises ne s'est peut-être pas encore totalement manifesté. En termes séquentiels, nous pensons que le PIB restera sur le fil du rasoir, entre contraction et légère expansion, tandis que la dynamique de l'inflation reste forte, en phase avec les anticipations de pressions inflationnistes plus élevées pendant une période prolongée.
- Japon :** les taux d'inflation ont quelque peu progressé dans le pays, mais restent confortablement bas. L'optimisme suscité par la réouverture de l'économie l'emporte pour l'instant sur les craintes d'inflation portant même le PMI des services à son plus haut niveau depuis plusieurs années en mai. Le PMI manufacturier, en revanche, a reculé pour le deuxième mois consécutif, reflétant le ralentissement de l'expansion mondiale et l'affaiblissement de la demande extérieure. Au final, nous anticipons une montée en puissance de la reprise économique au Japon portée par le rebond de la consommation privée. Le cycle économique du pays est loin d'être arrivé à maturité et reste en phase de rattrapage post-pandémie.

Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	15-06 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	1,63	3,4/3,6	4,38	3,7/3,9	4,83
Zone euro	-0,5	1,00	1,14	1,25	2,2
Japon	0,00	0,05	-0,02	-0,1	0,18
RU	1,00	1,50	1,78	1,75	2,30

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
BCE Conseil des gouverneurs	21 juillet
Banque du Japon MPM	21 juillet
Réserve fédérale FOMC	27 juillet
Banque d'Angleterre MPC	4 août

Source : Amundi Institute

- Fed** : le FOMC a décidé de relever ses taux directeurs de 75 points de base (pb), soit la plus forte hausse depuis 1994, la fourchette cible se situant désormais entre 1,5 % et 1,75 %. Nous anticipons une nouvelle hausse de 75 pb en juillet, puis de 50 pb en septembre, avec par la suite un retour aux hausses de 25 pb en novembre pour arriver à 3,75 % en début 2023. Le FOMC a annoncé un durcissement plus marqué de son taux directeur jusqu'en 2023 et la nécessité probable d'une politique plus restrictive l'année prochaine afin de lutter contre l'inflation. Vu l'évolution récente de l'inflation, le FOMC entend poursuivre une politique plus agressive d'anticipation des hausses de taux. La voie vers un atterrissage en douceur devient de plus en plus étroite.
- BCE** : la banque centrale européenne a maintenu son discours restrictif lors de sa dernière réunion ordinaire et amorcera son cycle de resserrement avec une hausse de 25 pb en juillet, suivie vraisemblablement d'une hausse de 50 pb en septembre, si l'inflation ne se calme pas. Ces hausses devraient être suivies d'« une trajectoire graduelle, mais soutenue de nouvelles hausses ». Lors de la 15e réunion extraordinaire qui a suivi la réunion ordinaire, la BCE s'est engagée à mettre au point un outil anti-fragmentation dédié et à recourir à la souplesse des réinvestissements du PEPP : des précisions sur le calibrage et le fonctionnement du nouvel outil sont attendues pour la réunion de juillet.
- BoJ** : la banque du Japon a fermement campé sur son statut d'exception accommodante en juin, résistant aux pressions exercées par les marchés obligataires et des changes pour un changement de politique. Le gouverneur Haruhiko Kuroda a fait passer deux messages clairs : 1) la BoJ, pour soutenir la reprise économique, continuera sur sa stratégie de contrôle de la courbe de rendement dont l'élargissement équivaldrait à un resserrement, 2) une forte dépréciation du yen nuirait à l'économie, en particulier aux investissements des entreprises. Sa déclaration a reçu le soutien du Premier ministre Fumio Kishida, qui est convaincu que le taux de change n'est qu'un facteur parmi d'autres à prendre en compte dans la politique monétaire. Nous n'anticipons aucune modification de la politique de contrôle de la courbe de rendement durant le mandat de M. Kuroda.
- BoE** : conformément aux anticipations, la BoE a procédé à un tour de vis de 25 pb en juin, avec la même majorité de 6-3 que lors des réunions précédentes, le groupe minoritaire privilégiant une hausse de 50 pb. Tout en reconnaissant une croissance plus faible qu'anticipé, l'étroitesse du marché du travail et la persistance de l'inflation ont ouvert la porte à une réponse plus énergique lors des prochaines réunions, avec un ton plus restrictif que lors de la réunion de mai. Cette décision devrait être suivie d'une hausse de 25 pb en août, puis encore de 25 pb au quatrième trimestre, avec un biais haussier sur le relèvement du mois d'août qui sera fonction des chiffres de l'inflation.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 04/07/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,2	3,2	3,1	3,8	7,6	4,6
Pays émergents	6,9	3,7	4,3	4,3	8,3	5,5
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brésil	4,6	1,7	1,2	8,3	10,1	5,7
Mexique	4,8	1,9	1,3	5,7	7,7	5,2
Russie	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,8	7,9
Inde	9,1	7,7	5,6	5,1	7,2	6,3
Indonésie	3,7	5,2	4,8	1,6	3,9	3,8
Afrique de Sud	5,5	2,4	1,8	4,6	6,7	5,6
Turquie	11,4	4,7	3,4	19,4	72,7	30,3

Source : Amundi Institute

- Chine :** depuis le déconfinement de Shanghai, le principal débat porte sur la solidité de la reprise. Nous constatons une reprise modeste, mais régulière des flux de camions à l'échelle nationale. Les déplacements interrégionaux restent néanmoins très limités en raison de la prudence des autorités locales face aux risques de cas entrants, mais la mobilité dans chaque ville s'est vite rétablie. Le rebond ne suit pas une courbe en V, et une contraction économique au deuxième trimestre est très probable. Malgré les efforts d'assouplissement, la reprise au second semestre sera probablement inférieure à la tendance, compte tenu du ralentissement du secteur du logement et de la menace liée aux politiques de covid zéro.
- Asie du Sud :** les banques centrales régionales n'ont pas livré de surprises en juin : la RBI (Inde) et la BSP (Philippines) ont de nouveau relevé leurs taux directeurs de 50 et 25 pb respectivement, tandis que la BI (Indonésie) et la BoT (Thaïlande) ont maintenu le statu quo. La BSP devrait continuer à augmenter progressivement ses taux directeurs compte tenu des perspectives inflationnistes. La BI a décidé de ne pas tenir compte, pour l'instant, de la volatilité du marché des changes déclenchée par le durcissement de ton de la Fed. La banque centrale entend attendre des signaux plus clairs de stabilisation de l'inflation, ce qui ne saurait tarder. Enfin, la BoT a amorcé un virage vers un positionnement moins accommodant, ce qui risque d'avancer le premier relèvement des taux (T3).
- Colombie :** Gustavo Petro est devenu le tout premier chef d'État de gauche en Colombie et le troisième président de gauche dans la région andine au cours de l'actuel cycle électoral. M. Petro a fait campagne sur un programme ambitieux de réformes fiscale, des retraites, du foncier et de la santé et d'interdiction de toute nouvelle exploration pétrolière, ce qui est particulièrement problématique pour une économie présentant un double déficit. Lors de son discours d'acceptation, il a adressé un message d'unité et de dialogue, mais malgré certains signes de modération, un changement de régime est probablement en cours, même s'il est de nature ordonnée. En parallèle, l'économie se modère après un départ vigoureux, l'inflation se rapproche du seuil de 10 % et BanRep continue de relever ses taux de manière graduelle, mais résolue.
- Brésil :** l'activité économique s'est ré-accelérée au premier semestre grâce à la solidité des termes de l'échange et aux diverses mesures de relance. Elle devrait néanmoins marquer le pas au deuxième semestre sous l'effet d'une inflation ralentie, mais encore élevée, d'un SELIC supérieur à 13 % et de l'agitation politique, à moins qu'elle ne soit compensée par de nouvelles mesures budgétaires. Nous anticipons une croissance du PIB de 1,7 % en 2022. L'inflation annuelle a atteint un pic en avril, à 12,1 % grâce à des effets de base favorables et à une réduction des impôts. L'inflation devrait donc clôturer l'année autour de 8 %, même si sa baisse devrait être plus lente en termes séquentiels. La BCB a préannoncé une nouvelle hausse d'ajustement en août et a laissé entendre que le SELIC pourrait rester élevé plus longtemps sur l'horizon de prévision.

Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

	15-06 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,7	3,6	3,7	3,6	3,7
Inde	4,9	6	5,5	6,25	5,85
Brésil	13,25	13,75	13,4	12,25	11,9
Russie	9,5	8,5	9,1	7,5	8,15

Source : Amundi Institute

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 juillet
CBR (Russie)	22 juillet
RBI (Inde)	2 août
BCB (Brésil)	3 août

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** Les taux hypothécaires ont à nouveau plongé en juin atteignant leur plus bas niveau depuis 2014 et les taux du marché interbancaire restent extrêmement bas. Il est donc peu probable que la PBoC réduise à nouveau son taux directeur, les conditions de liquidité et de financement s'étant déjà beaucoup assouplies. Une réduction de 10 pb du taux de référence des prêts bancaires (LPR) reste néanmoins possible, mais nous n'y croyons guère. Une telle réduction pourrait être déployée pour soutenir le moral des marchés en cas de besoin et notamment en cas de nouvelle flambée épidémique de grande ampleur. Quoi qu'il en soit, même en l'absence de nouvelles baisses de taux, la PBoC devrait conserver sa position accommodante pendant le reste de l'année 2022 afin d'accompagner la reprise et les mesures de relance budgétaire.
- RBI (Inde) :** conformément aux attentes, le comité de la RBI a voté unanimement en juin la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire, en augmentant ses taux directeurs de 50 pb, de 4,40 % à 4,90 %. Le procès-verbal montre clairement que la lutte contre l'inflation est devenue une priorité. En effet, pour la deuxième fois consécutive, le comité a revu à la hausse ses prévisions d'inflation globale pour l'exercice 2023, les portant de 5,7 % à 6,7 % en glissement annuel. Nous nous attendons à ce que le cycle de resserrement monétaire se poursuive jusqu'à atteindre un taux réel neutre, ce qui implique environ 100 à 150 pb en hausses supplémentaires.
- BCB (Brésil) :** plus haut, plus longtemps. En juin, le COPOM a procédé à une hausse de 50 pb de son taux directeur, portant celui-ci à 13,25 %. Cette hausse est donc moins importante que celle de mai (et que celle de la Fed), mais la banque centrale a laissé entendre qu'une autre hausse, de même ampleur ou moins, aurait lieu en août. Sur une note quelque peu sévère, le comité a également souligné que pour ramener l'inflation autour de la cible, les taux d'intérêt devaient rester restrictifs plus longtemps que prévu. Nous pensons que le cycle haussier devrait s'achever en août à 13,75 %, lorsque le cycle politique démarrera pour de bon. Le retournement ne devrait intervenir qu'au deuxième trimestre de 2023.
- CBR (Russie) :** la CBR a de nouveau abaissé son taux directeur de 150 pb pour le ramener à 9,5 % en juin. L'inflation a marqué le pas, passant de 17,8 % en glissement annuel en avril à 17,1 % en mai. Les principaux facteurs justifiant cette baisse sont le renforcement du rouble et le ralentissement de la demande intérieure. La baisse de l'IPC est essentiellement le fait des postes non alimentaires, mais l'alimentation et les services ont également décéléré. Les prévisions d'inflation sont également à la baisse, que ce soit pour les ménages ou pour les entreprises. Nous anticipons une nouvelle baisse de 100 pb dans les 6 prochains mois et de 100 pb supplémentaires par la suite, ce qui portera le taux directeur de la CBR à environ 7,5 % sur un horizon de 12 mois.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES.

Prévisions macroéconomiques

(4 juillet 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	2,2	1,5	4,7	7,8	3,6
Japon	1,7	1,8	1,5	-0,2	1,9	0,3
Zone euro	5,3	2,4	1,3	2,6	7,5	4,1
Allemagne	2,9	1,6	1,2	3,2	8,2	4,0
France	6,8	2,3	1,3	2,1	6,0	4,1
Italie	6,6	2,6	1,0	2,0	7,3	3,9
Espagne	5,1	4,2	1,4	3,1	8,0	3,3
Royaume-Uni	7,4	3,4	0,7	2,6	8,9	4,8
Chine	8,1	3,5	5,4	0,9	2,1	2,2
Brésil	4,6	1,7	1,2	8,3	10,1	5,7
Mexique	4,8	1,9	1,3	5,7	7,7	5,2
Russie	4,7	-10,0	1,3	6,7	14,8	7,9
Inde	9,1	7,7	5,6	5,1	7,2	6,3
Indonésie	3,7	5,2	4,8	1,6	3,9	3,8
Afrique du Sud	5,5	2,4	1,8	4,6	6,7	5,6
Turquie	11,4	4,7	3,4	19,4	72,7	30,3
Pays développés	5,2	2,4	1,5	3,0	6,5	3,3
Pays émergents	6,9	3,7	4,3	4,3	8,3	5,5
Monde	6,2	3,2	3,1	3,8	7,6	4,6

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	15/06 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	1,63	3,4/3,6	4,38	3,7/3,9	4,83
Zone euro	-0,5	1,00	1,14	1,25	2,2
Japon	0,00	0,05	-0,02	-0,1	0,18
Royaume-Uni	1,00	1,50	1,78	1,75	2,30

Pays émergents

	15/06 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,7	3,6	3,7	3,6	3,7
Inde	4,9	6	5,5	6,25	5,85
Brésil	13,25	13,75	13,4	12,25	11,9
Russie	9,5	8,5	9,1	7,5	8,15

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	15/06 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,37	3,4/3,6	3,73	3,2/3,4	3,73
Allemagne	1,18	1,2/1,4	1,63	1,2/1,4	1,78
Japon	-0,02	-0,10/0	-0,02	-0,10/0	0,01
Royaume-Uni	2,03	1,5/1,7	2,18	1,5/1,7	2,13

Taux 10 ans

	15/06 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,41	3,2/3,4	3,52	3,1/3,3	3,52
Allemagne	1,75	1,2/1,4	1,85	1,2/1,4	1,90
Japon	0,26	0,1/0,3	0,36	0,1/0,3	0,44
Royaume-Uni	2,53	2,1/2,3	2,64	2,1/2,3	2,69

Prévisions de change

	17/06/2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023		17/06/2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023
EUR/USD	1,05	1,02	1,09	1,10	1,11	EUR/SEK	10,68	10,64	10,29	10,43	10,09
USD/JPY	135	130	128	123	127	USD/CAD	1,30	1,35	1,26	1,23	1,25
EUR/GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,86	AUD/USD	0,69	0,67	0,73	0,76	0,75
EUR/CHF	1,02	1,00	1,05	1,06	1,07	NZD/USD	0,63	0,61	0,67	0,69	0,68
EUR/NOK	10,50	10,41	9,75	9,89	9,60	USD/CNY	6,72	6,95	6,70	6,50	6,55

Source: Amundi Institute

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS



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

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #20 - Stagflation and its roots in capital misallocation (9-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #19 - The fiscal illusion: no free lunch for investors (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #18 - The power of narratives for investors (02-06-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Theo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



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

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

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

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

WORKING PAPERS



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

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

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

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

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

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

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



Focus on Spain: macroeconomic projections and fixed income view (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

Macroeconomic projections for the Italian economy and fixed income implications (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

French elections results open a phase of political gridlock (21-06-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence, Amundi Institute

14-15 June FOMC meeting: Fed becoming worried about inflation expectations (17-06-2022)

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

A (stag?)flationary tantrum: assessing the current market sell-off (16-06-2022)

Vincent MORTIER, Group Chief Investment Officer - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

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

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

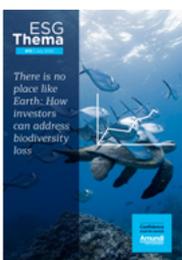
3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

THEMATIC PAPERS



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

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

Emerging Market Green Bonds - Report 2021 (09-06-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LUND Susan, Vice President, Economics and Private Sector Development, IFC

ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



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

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

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

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

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

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 07 juillet 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: 8 juillet 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 - d3sign

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, *Spécialiste Investment Insights*

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

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DELBO'Debora, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

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*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights*