

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

## Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe Global Views à certaines des questions fréquemment posées par nos clients

**Quels sont les principaux événements politiques de l'UE en 2022 ?**

**Pierre BLANCHET,**  
*Responsible Investment  
Intelligence*

Des élections, prévues dans plusieurs pays de l'UE, apporteront un peu d'incertitude. Elles pourraient faire émerger (suivant les pays) de nouveaux chefs d'États ou de gouvernements, mais ne devraient pas modifier radicalement l'orientation actuelle, pro-européenne et en phase avec les attentes des marchés, des politiques menées par les principaux pays membres.

**D'importantes évolutions en ce sens ont déjà eu lieu en 2021,** notamment :

**1. La formation du cabinet de Mario Draghi (ancien président de la Banque centrale européenne (BCE))** en février en Italie, considérée comme un facteur déterminant pour convaincre les marchés et les pays d'Europe du Nord que l'Italie fera un bon usage du Fonds de relance européen Next Generation EU (NGEU) et mettra en œuvre les réformes attendues.

**2. Les élections législatives allemandes, en septembre,** qui ont abouti à un gouvernement tripartite (sociaux-démocrates + Verts + libéraux) considéré comme légèrement plus favorable à la poursuite de l'intégration européenne que le gouvernement précédent (Merkel).

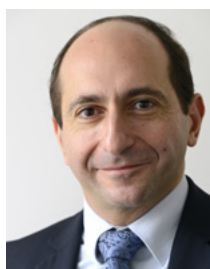
**Le premier semestre 2022 sera marqué notamment par des élections en Italie et en France :**

**L'élection présidentielle italienne** (par le biais de votes parlementaires) qui aura lieu en janvier pourrait faire un peu de bruit, mais ne devrait pas se traduire par d'importants changements d'orientation. On ignore à ce stade si une majorité pourra être trouvée, par le biais d'un accord préalable entre les partis politiques, pour approuver facilement un successeur au président actuel S. Mattarella. Bien que M. Draghi lui-même puisse très probablement obtenir les votes nécessaires pour devenir le nouveau président (il a d'ailleurs récemment laissé entendre qu'il pourrait accepter ce nouveau rôle) son changement de poste par rapport à celui de Premier ministre impliquerait la formation d'un nouveau gouvernement, avec le risque qu'il soit faible et conduise à des élections générales anticipées avant le scrutin prévu de juin 2023. Toutefois, il est probable que la plupart des forces politiques italiennes privilégieront la continuité au cours d'une période critique pour la reprise et l'image du pays en Europe. Les scénarios les plus plausibles sont donc : 1/ Draghi accède à la présidence tout en convenant avec la

plupart des partis d'un successeur au poste de Premier ministre qui maintiendra les politiques actuelles jusqu'aux prochaines élections. 2/ les partis s'accordent finalement sur un nouveau président (ou une réélection de Mattarella, dans le cas où il reviendrait sur sa décision de ne pas briguer un autre mandat), laissant Draghi à son poste actuel. Ces deux scénarios seront probablement perçus comme positifs par les marchés.

**Le cycle électoral français (élections présidentielles des 10 et 24 avril et élections législatives des 12 et 19 juin)** ne devrait pas non plus conduire à un changement radical. Les deux résultats les plus probables sont une réélection d'Emmanuel Macron ou sa défaite face à la candidate de la droite traditionnelle Valérie Pécresse. Dans les deux cas, l'élection législative aboutirait à une majorité ou à une coalition de centre-droit ou de droite modérée. Si les détails des politiques d'Emmanuel Macron et de Valérie Pécresse peuvent avoir des implications différentes pour l'économie française à long terme, les deux projets sont considérés (quoiqu'un peu plus dans le cas de Macron) comme pro-européens et compatibles avec les attentes des marchés. Il est vrai que le processus électoral lui-même pourrait générer quelques tensions sur les marchés, notamment parce que les partis d'extrême droite sont forts dans les sondages et que l'un d'eux a des chances d'atteindre le deuxième tour du scrutin présidentiel, alors que les partis de gauche sont très faibles et divisés. Néanmoins, il est très peu probable que l'un des deux partis d'extrême droite remporte le second tour. En outre, étant donné que l'extrême droite a retiré le Frexit de son programme, les marchés s'inquiéteront probablement moins que lors de l'élection de 2017.

**Un autre événement à surveiller sera les élections législatives anticipées au Portugal, le 30 janvier.** Ces élections, qui ont été convoquées après le rejet du budget proposé par le gouvernement minoritaire socialiste devant le Parlement en octobre, ont notamment rendu plus difficile l'utilisation des fonds du plan de relance NGEU (Next Generation EU). Les derniers sondages placent le Parti socialiste du Premier ministre Antonio Costa en première position, quoique sans majorité, et une percée significative de l'extrême droite (qui n'était pas une force politique majeure jusqu'à récemment dans le pays). Toutefois, étant donné le statut de « bon élève » du Portugal en matière de mise



**Didier BOROWSKI,**  
*Responsible Global Views*



**Tristan PERRIER,**  
*Global Views*

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

œuvre des réformes recommandées par l'UE (qui n'ont pas été remises en cause, malgré l'alliance parlementaire du parti socialiste avec l'extrême-gauche) et la position généralement pro-européenne de la plupart des partis, il est peu probable que ces élections génèrent beaucoup de tensions sur les marchés.

**Au sein de l'UE hors zone euro, les élections législatives hongroises** (date à confirmer

en avril ou mai) pourraient apporter des changements substantiels. Le Premier ministre Viktor Orban, dont les politiques sont souvent entrées en conflit avec celles de la majorité de l'Union européenne, est actuellement mis en difficulté dans les sondages par l'alliance d'opposition pro-européenne, conduite par le candidat de la droite modérée Peter Marki-Zay.

**L'Union européenne des marchés de capitaux (UMC) va-t-elle progresser en 2022 ?**

Au premier semestre 2021, les marchés de capitaux ont accru l'offre de financement aux entreprises. Les marchés de la dette ESG de l'UE ont enregistré une croissance rapide. Toutefois, la pénurie de capitaux propres demeure et les marchés de la titrisation ont inscrit un repli. Les marchés de capitaux restent trop fragmentés en Europe.

Toutefois, l'UMC progresse. Le 25 novembre, la Commission européenne a annoncé un train de mesures visant à améliorer la capacité des entreprises à lever des capitaux dans l'ensemble de l'UE. Dans la pratique, ces mesures permettront aux investisseurs d'avoir un meilleur accès aux données sur les entreprises/les opérations, encourageront les investissements à long terme, faciliteront la vente transfrontalière de fonds, amélioreront le lien entre les entreprises et les investisseurs de l'UE ainsi que l'accès des entreprises au financement et élargiront les possibilités d'investissement pour les investisseurs. **Un approfondissement de l'UMC est donc en vue pour 2022.** Dans la lignée du Plan d'action de septembre 2020, la Commission a annoncé qu'elle allait donner suite en 2022 à d'autres mesures de l'UMC, dont une initiative sur l'insolvabilité des entreprises.

C'est le moment idéal pour l'UE : la combinaison d'un nouvel environnement politique/institutionnel, la mise en œuvre du NGEU, la

révision des règles budgétaires (voir [notre publication](#) dans le Cross Asset d'octobre) et l'approfondissement de l'UMC permettront d'obtenir une plus grande flexibilité du policy mix, faciliteront la convergence réelle des économies et renforceront l'intégration financière. En définitive, ces mesures devraient favoriser la résilience de la zone euro et améliorer l'allocation de l'épargne.

**La configuration politique en Europe cette année offre une opportunité unique.** C'est la première fois depuis la naissance de l'euro que les dirigeants des trois plus grands pays de la zone euro maîtrisent aussi bien les questions institutionnelles européennes (UMC, Union bancaire, règles budgétaires). Avec l'arrivée de la France à la présidence tournante de l'Union européenne au premier semestre, Emmanuel Macron a une occasion unique de faire avancer l'agenda européen.

S'il réussit, le NGEU aura plus de chances de devenir un instrument permanent dans les années à venir, ce qui pourra faciliter la grande transformation, verte et numérique. En outre, cette présidence tournante de la France est positive pour le sentiment des investisseurs étrangers et devrait donc contribuer à attirer les flux de capitaux vers l'Europe.

**Le marché actions est-il plus susceptible de baisser en 2022 après la forte performance de 2021 ?**

L'année 2021 a été marquée par les solides performances des indices actions et de nombreux investisseurs sont préoccupés par les niveaux des marchés et le risque d'une forte correction en 2022. Toutefois, est-il vrai que lorsque les marchés connaissent une bonne année, ils baissent l'année suivante ? La réponse est tout simplement non. Si l'on examine les rendements annuels des principaux indices actions (MSCI World, MSCI AC World, S&P500

ou Dow Jones Industrials) depuis qu'ils sont publiés, la probabilité d'une deuxième année de performance positive est proche de 70 % en moyenne avec une dispersion faible de ces probabilités entre les indices. En ajoutant la condition que la performance de l'année 1 soit supérieure à 8 %, la probabilité baisse légèrement à environ 2/3 et est supérieure à 60 % pour tous les indices lorsque le rendement de l'année précédente est au-dessus de 15 %<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Par exemple : depuis 1987, l'indice MSCI World est ressorti positif 34 ans (sur 46). Le nombre d'années au cours desquelles il est ressorti positif après avoir été positif l'année précédente est de 25 ans. La probabilité qu'il ressorte positif après une année positive pour cet échantillon historique spécifique est de 73,5 % (25/34). L'indice a eu une performance de plus de 8 % pendant 26 ans (sur 46). Le nombre d'années au cours desquelles il est ressorti positif après avoir inscrit une performance de plus de 8 % l'année précédente est de 19 ans. La probabilité qu'il ressorte positif après une année avec cette performance pour cet échantillon historique spécifique est de 73 % (19/26).

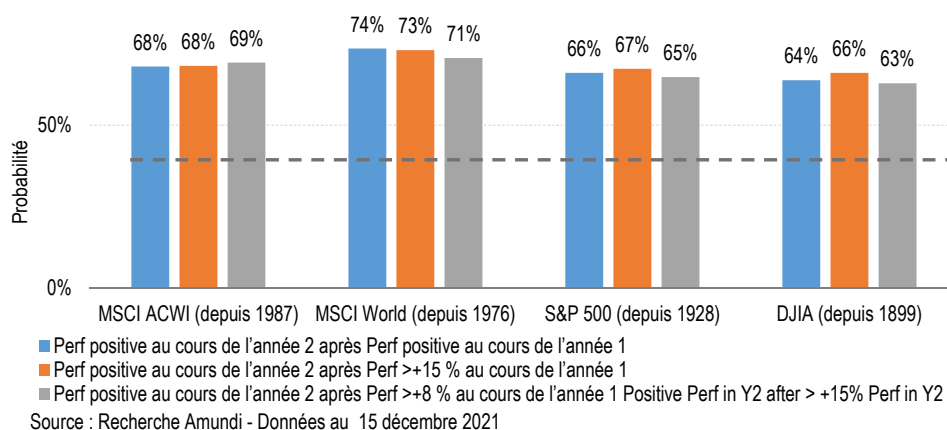
THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

Par conséquent, la crainte que les marchés d'actions soient plus susceptibles de baisser dès lors qu'ils ont eu une bonne année est infondée sur le plan statistique. En fait, il y a beaucoup plus de chances que la dynamique positive se poursuive. C'est en quelque sorte la *puissance du momentum*.

Cela ne signifie pas que les actions termineront 2022 en territoire positif, mais que la bonne

performance de 2021 n'est pas en soi une raison d'anticiper une baisse. Les marchés d'actions peuvent baisser en 2022 pour de nombreuses raisons, notamment le risque Covid, les valorisations élevées et la fermeté des banques centrales. Amundi est neutre sur la classe d'actifs en début d'année, et pas seulement parce qu'elle a progressé l'année dernière...

1/Probabilité d'avoir une performance positive en année 2 après une performance positive en année 1



Pourquoi les taux d'intérêt réels sont-ils si négatifs et pourquoi est-ce un problème ?

Les taux d'intérêt réels sont généralement définis comme la différence entre les taux d'intérêt de marché (par exemple, le rendement des obligations à échéance de 10 ans) et l'inflation annualisée. Cette relation connue sous le nom d'équation de Fisher montre le pouvoir d'achat du coupon obligataire de cette année. En théorie, le marché obligataire tient compte de la croissance réelle et de l'inflation observées et futures. Par conséquent, les taux d'intérêt réels reflètent à la fois les perspectives de croissance et les préférences temporelles.

À l'heure où nous rédigeons ces lignes, le taux réel américain des bons du Trésor à 10 ans utilisant l'inflation américaine actuelle s'établit à -5,4 % et à -5,3 % pour le taux réel du Bund allemand à 10 ans. Ces chiffres suggèrent que la croissance pourrait être proche de zéro au cours des dix prochaines années. Ils pourraient également souligner que les investisseurs ne pensent pas que l'inflation va persister. À l'aide des anticipations (« forwards ») d'inflation<sup>2</sup>, nous pouvons prendre en compte ces variables et, dans le cas des obligations du Trésor à 10 ans, nous trouvons -1 % et -2,2 % pour les Bunds allemands. La Fed de Cleveland publie une série de taux d'intérêt réels des bons du

Trésor américain (UST) à 10 ans qui utilise un modèle plus complexe comprenant des données sur l'inflation, les swaps d'inflation et des indicateurs basés sur des enquêtes sur les anticipations d'inflation (estimations du taux d'inflation sur les 30 prochaines années). Elle fait également le constat que les taux d'intérêt réels aujourd'hui sont négatifs. Dans l'histoire récente, cela n'est arrivé qu'après la grande crise financière de 2007-2008, pendant le « QE infini » de la Fed (surnom du troisième tour d'assouplissement quantitatif (QE 3) en raison de sa nature illimitée) et au cours de la crise de la zone euro. L'histoire à plus long terme des marchés montre que les taux d'intérêt réels ont également été négatifs à proximité des deux chocs pétroliers, lorsque l'inflation a augmenté très fortement, et au début des années 1950 lorsque la Fed contrôlait les taux d'intérêt. Les niveaux actuels sont similaires à ceux du choc pétrolier des années 1970.

Deux raisons principales expliquent pourquoi les taux d'intérêt réels sont négatifs : parce que l'inflation augmente beaucoup plus rapidement que les attentes du marché, parce que la banque centrale (la Fed dans notre exemple) a un impact sur le marché obligataire (en plafonnant les taux d'intérêt) ou bien une combinaison des deux.

<sup>2</sup> Anticipations du marché de l'inflation sur 5 ans dans 5 ans en USD et en EUR.

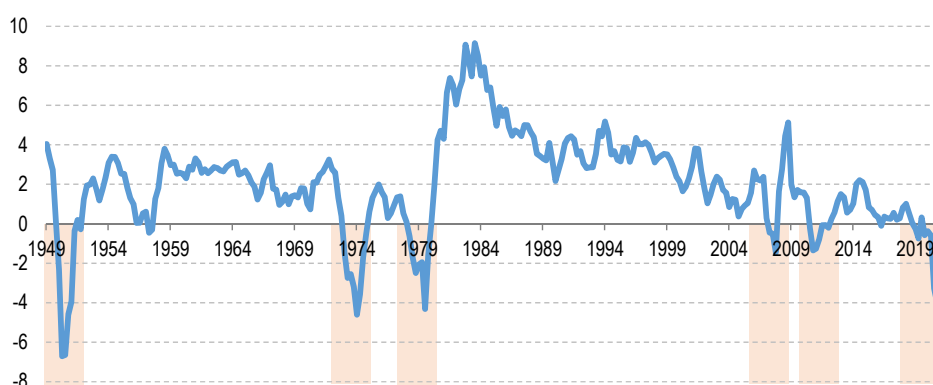
THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

Les flux de capitaux investis dans les emprunts d'État pour des raisons de sécurité ou des raisons réglementaires font également baisser les taux d'intérêt. Il convient de noter que les phases de taux réels négatifs ne durent que quelques années et que les taux d'intérêt ont tendance à progresser fortement et à repasser en territoire positif par la suite.

Les taux d'intérêt réels négatifs nuisent à l'épargne retraite et poussent les épargnants

à investir dans des actifs à l'épreuve de l'inflation. Ils réduisent le coût du financement et soutiennent les valorisations des actifs à risque, en particulier des actifs de durée longue comme les actions à forte croissance, et, ce faisant, pourraient engendrer des risques plus systémiques comme des bulles des prix des actifs (immobiliers ou cryptomonnaies) mettant une nouvelle fois à risque le système financier.

## 2/Taux d'intérêt réels américains depuis 1949 - (rendement des bons du Trésor américain à 10 ans à maturité constante moins l'inflation IPC)



Source : Refinitiv Datastream, Recherche Amundi, décembre 2021

### Que se passerait-il si le plan « Build Back Better » de Joe Biden n'était pas adopté par le Congrès ?

Malgré une longue négociation, le programme phare de Joe Biden « *Build Back Better* » (BBB) n'a pas encore rallié une majorité au sein du Sénat. Le sénateur « démocrate conservateur » Joe Manchin s'oppose au projet de loi, qui comprend de nouveaux investissements sociaux et liés au changement climatique, et a bloqué le processus législatif. Bien qu'on ignore exactement quelle sera la version finale de ce plan, il est peu probable qu'il conserve sa forme et sa taille actuelles (1750 milliards de dollars US). Par conséquent, le scénario le plus probable s'oriente vers un plan réduit de 1200 milliards de dollars US à 1500 milliards de dollars US.

Nos projections qui se fondent uniquement sur la législation qui a été adoptée, c'est-à-dire le Plan bipartisan sur les infrastructures, induisent une prévision de croissance de 3,7 % et de 2,1 % pour 2022-2023, tandis que

les projections fondées sur une pleine mise en œuvre du plan BBB feraient passer la croissance à 4,5 % en 2022 et à 2,6 % en 2023.

L'un des principaux impacts à court terme pourrait être la disparition fin 2022 de plusieurs mesures de soutien liées à la pandémie, comme le crédit d'impôt pour enfants (Child Tax Credit). En vertu de la législation actuelle, les familles admissibles reçoivent un paiement mensuel pouvant aller jusqu'à 300 dollars US pour chaque enfant de moins de six ans. La fin du crédit d'impôt pour enfants implique une nette réduction des transferts fiscaux en direction des ménages à revenus faibles et moyens, avec un impact négatif sur la consommation et l'inflation de base. Cette mesure pourrait donc alléger les attentes de la Fed en matière d'inflation.

*Achévé de rédiger le 21 décembre 2021*

## Amundi Research Center



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

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

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 23 décembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

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

Date de première utilisation 3 janvier 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

### Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

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

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BERARDI Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

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

### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

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

**Perrier Tristan**, Global views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sasi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit