

THÉMATIQUE



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



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Nous pensons que le durcissement de ton des banques centrales se poursuivra tant que les anticipations d'inflation resteront à la hausse

Les pressions à la hausse sur l'inflation sont le principal moteur du marché

Nous pensons que le durcissement de ton des banques centrales se poursuivra tant que les anticipations d'inflation resteront à la hausse : les banques centrales craignent de perdre leur crédibilité. Cependant, la Fed et la BCE sont dans des positions différentes. La Fed veut resserrer les conditions de financement pour ralentir la demande alors que l'économie américaine est en pleine effervescence. En revanche, la BCE est coincée dans une situation impossible : l'inflation dans la zone euro est principalement due à la hausse des coûts de l'énergie et la banque centrale dispose de peu d' « outils » pour lutter contre l'inflation liée aux coûts sans nuire à la croissance.

L'inflation sous-jacente pourrait exercer une pression sur les banques centrales dans les mois à venir

L'inflation grimpe en flèche. Nous pensons que l'inflation se rapproche du pic et qu'elle va commencer à baisser au cours du deuxième semestre cette année, mais l'inflation sous-jacente pourrait demeurer élevée et surprendre à la hausse. En mars, l'inflation globale a atteint 8,5 % aux États-Unis et 7,4 % dans la zone euro. En effet, l'inflation s'est d'abord accélérée en raison des prix de l'énergie, des prix des matières premières et des goulets d'étranglement de l'offre. La guerre en Ukraine et les mesures de confinement en cours en Chine ont amplifié ces pressions inflationnistes. Les goulets d'étranglement de l'offre persistent beaucoup plus longtemps que prévu. Désormais, l'inflation sous-jacente

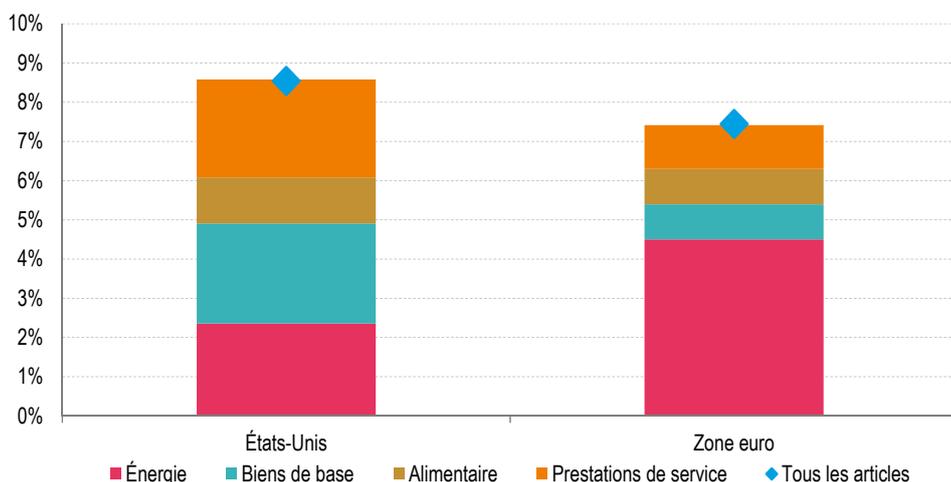
sera au centre de toutes les attentions. Le risque est que l'inflation soit de plus en plus alimentée par les effets de second tour. D'une part, de plus en plus d'entreprises devraient continuer à augmenter leurs prix pour compenser la hausse brutale des coûts de production. D'autre part, la demande pourrait être soutenue par un marché du travail vigoureux (États-Unis) et des aides gouvernementales ciblées (zone euro). « Plus les chiffres de l'inflation se maintiennent au niveau élevé où ils sont, plus il est probable que les négociations salariales, les niveaux d'entrée des salaires et les renégociations des accords existants auront effectivement lieu. » (Christine Lagarde)

La Fed veut ralentir la demande

Nous prévoyons que la Fed reste fermement engagée dans la lutte contre l'inflation. La Fed veut adopter une politique neutre le plus rapidement possible pour passer à des niveaux plus restrictifs si c'est ce qui est nécessaire pour rétablir la stabilité des prix. Le président

de la Fed, Jerome Powell, a été clair sur sa détermination à faire tout ce qu'il faut pour faire baisser l'inflation quand il a déclaré que le FOMC aimerait ralentir la demande afin qu'elle soit mieux alignée sur l'offre et que l'objectif est d'avoir des conditions financières moins

1/ Inflation : différences fondamentales entre les États-Unis et la zone euro



Source : Datastream, Amundi Institute, données au 27 avril 2022

THÉMATIQUE

L'économie américaine est en plein essor

La BCE est restée beaucoup plus focalisée sur le risque de désancrage des anticipations d'inflation que sur les risques baissiers pesant sur la croissance

La BCE dispose de peu d'« outils » pour lutter contre l'inflation liée aux coûts sans nuire à la croissance

accommodantes. L'économie américaine est en plein essor :

- Les pressions inflationnistes restent élevées et continuent de s'élargir. Le rythme de croissance des prix de base à la consommation a ralenti en mars, mais cela est dû en grande partie à une forte baisse des prix de l'automobile, et les autres prix ont continué d'augmenter.
- Le marché du travail américain est extrêmement tendu et pousse les salaires à augmenter à un rythme qui n'avait pas été observé depuis des décennies. La demande de travailleurs est « trop forte, vous savez, elle n'est pas durable. » (Powell).

Nous nous attendons à ce que la Fed relève ses taux à chaque réunion cette année. Deux à trois hausses de 50 points de base sont envisagées cette année. Les déclarations de Powell montraient un durcissement de ton, confirmant les prévisions du marché d'une hausse de 50 points de base lors des réunions

La BCE maintient la normalisation des taux malgré le risque baissier qui pèse sur la croissance

Après les annonces inattendues de durcissement de ton lors des réunions précédentes, la BCE s'est abstenue en avril d'annoncer une nouvelle accélération du retrait des mesures de relance, confirmant ainsi pleinement ses orientations précédentes concernant l'assouplissement quantitatif, qui devrait prendre fin au troisième trimestre, et la séquence des politiques, les taux d'intérêt devant probablement augmenter, mais pas nécessairement, après la fin de l'assouplissement quantitatif. Dans le même temps, l'accent a été mis sur la flexibilité en tant que moyen précieux de préserver la transmission de la politique monétaire et d'éviter la fragmentation, mais elle doit surtout être utilisée en cas de besoin et non de

de mai, juin et juillet. Nous ne croyons pas à une récession imminente aux États-Unis.

Nous pensons que l'économie américaine est bien placée pour absorber les prochaines hausses de taux :

- Pour le secteur privé : des liquidités plus importantes, une durée de la dette plus élevée et un coût effectif de la dette plus faible qu'avant la crise de la Covid.
- Pour les ménages : des bilans sains, une épargne accumulée très importante et un effet de richesse constructif, les prix de l'immobilier et les actions ayant fortement augmenté par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.
- L'augmentation des coûts d'emprunt pourrait affaiblir la demande de logements, mais comme l'inventaire des logements à vendre n'a jamais été aussi bas, il pourrait s'écouler un certain temps avant que ce changement ait une incidence sur les prix de l'immobilier.

manière proactive. En juin, lorsque la nouvelle série de projections macroéconomiques sera disponible, la BCE annoncera probablement le mois exact où l'assouplissement quantitatif prendra fin. À cet égard, les dernières déclarations faites après la réunion par certains membres de la BCE, comme le vice-président De Guindos, ont laissé entendre que l'assouplissement quantitatif pourrait prendre fin en juillet.

Bien que nous ayons perçu une attitude plus prudente lors de sa dernière réunion, nous restons d'avis que le Conseil des gouverneurs semble toujours plus sensible au risque d'inflation record qu'à un ralentissement de la croissance : l'inflation est la priorité

2/ Les taux nominaux européens sont restés inchangés lors de la dernière correction sur les marchés



Source : Bloomberg, Amundi Institute, données au 27 avril 2022

THÉMATIQUE

« Nous sommes toujours dans une situation où nous sommes favorables en termes de politique monétaire. Les taux réels sont aujourd'hui très, très négatifs. Ainsi, le début du processus de normalisation devrait être relativement indépendant de l'économie réelle. »

(Pierre Wunsch)

absolue de la BCE et la banque centrale surveillera attentivement tout signe éventuel de désancrage des anticipations d'inflation. Selon notre scénario de référence actuel, nous pensons que la normalisation des taux les fera sortir du territoire négatif au cours des prochains mois, avec deux hausses avant la fin de l'année, suivies d'une autre au premier trimestre 2023. Ensuite, nous nous attendons à ce que la BCE marque une pause, compte tenu de la combinaison d'un ralentissement de

Conclusion

Les marchés ont revu à la hausse leurs anticipations de hausses de taux au cours des derniers mois. Les investisseurs anticipent plus de 50 points de base pour mai et juin et un taux terminal à 3,2 % atteint mi-2023. Malgré une augmentation significative des hausses de taux anticipées et des rendements réels plus élevés, les anticipations d'inflations ont continué de se dégrader sur l'ensemble de la courbe. Le point mort d'inflation à 10 ans aux États-Unis a dépassé les 3 %. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Fed reste hawkish et nous continuons de voir des arguments convaincants en faveur de taux réels plus élevés.

la croissance et d'une inflation susceptible de baisser par rapport aux sommets. Par rapport aux anticipations actuelles des marchés, qui impliquent cinq hausses complètes de 25 pb au cours des 12 prochains mois, nous restons dans le camp de la prudence, car nos projections macroéconomiques attachent une plus grande probabilité à une récession technique, du moins dans des pays comme l'Allemagne et l'Italie, plus dépendants de l'approvisionnement en énergie et des prix de l'énergie.

Dans la zone euro, nous pensons que le marché anticipe trop de hausses de taux, mais nous ne nous attendons pas à un changement dans la communication de la BCE de sitôt. Nous restons prudents sur la dette périphérique car les niveaux d'inflation élevés limitent la marge de manœuvre de la BCE et les risques pèsent sur la croissance. Les conditions de financement resteront surveillées de près par la BCE, non seulement en termes de spreads mais aussi en termes de rendements. Enfin, une attitude prudente sur les marchés du crédit est de mise ; les entreprises américaines semblent cependant plus résilientes en termes de perspectives macroéconomiques et techniques.

Achévé de rédiger le 26 avril 2022

Amundi Research Center



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

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

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation: 3 mai 2022.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - AndreyPopov

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

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

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

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

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

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

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

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*