

LE THÈME DU MOIS

## Actualisation de nos perspectives d'investissement pour 2022



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



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



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

2022 sera une « année charnière » pour les économies développées, qui jugeront de l'efficacité des politiques déployées depuis le pic de la phase pandémique et devront relever le défi du retour à la normale. Les politiques budgétaires et monétaires seront resserrées, l'équilibre croissance/inflation devenant plus difficile et la marge de manœuvre politique se réduisant sensiblement. Les fondamentaux seront essentiels pour faire la part des choses face aux tendances divergentes, dans une année qui a commencé sur une note bien plus faible que prévu.

Dans les marchés émergents, les perspectives de croissance au seuil de 2022, qui s'étaient déjà modérées par rapport à 2021, ont globalement été encore revues à la baisse. L'action à venir de la Fed jouera un rôle de plus en plus important. Dans l'hypothèse d'un dénouement ordonné de la Fed, les premiers pays à hausser leurs taux devraient revenir à un positionnement accommodant avant la fin de l'année.

La Réserve fédérale n'a d'autre choix que d'agir rapidement. En effet, l'é étroitesse du marché du travail s'approche des niveaux records tandis que l'inflation est largement au-dessus de la cible. La priorité de la Fed est l'inflation. Le niveau élevé de l'inflation met également au défi la politique de la BCE.

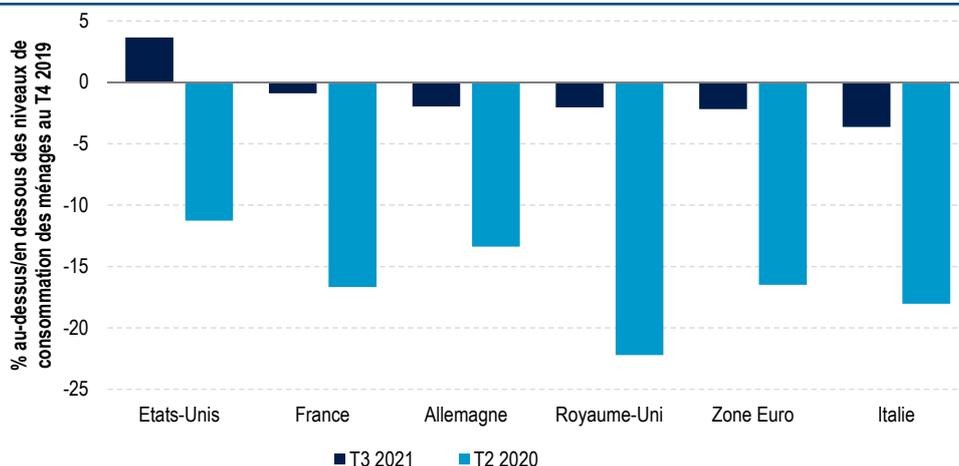
### Marchés développés

Depuis la publication de nos perspectives, l'équilibre croissance/inflation s'est dégradé aux États-Unis, avec une croissance nettement plus faible en début d'année et des risques accrus de hausse de l'inflation à court terme. Il s'ensuit une révision (à la baisse) des projections de croissance et (à la hausse) de l'inflation aux États-Unis. La croissance devrait rester supérieure à la tendance et se rapprocher de son potentiel sur notre horizon de prévision, tandis que l'inflation restera supérieure à l'objectif de la Fed pendant la majeure partie de cette année et de l'année prochaine, mais la dynamique a changé.

**Côté croissance, la dynamique s'est ralentie plus que prévu.** Au-delà du fait que nous n'espérons pas une adoption sans heurts du

plan *Build Back Better* dans son intégralité, le mini mur budgétaire attendu en janvier combiné à l'affaiblissement (inattendu) lié à la vague Omicron intensifie les facteurs défavorables à la demande en ce début d'année, après des chiffres de ventes au détail déjà très faibles en décembre. Le marché du travail a montré des signes de vigueur et de resserrement, ce qui se traduit par des fondamentaux sains pour les consommateurs, qui sont néanmoins confrontés à une hausse des prix et à une plus grande incertitude quant aux perspectives d'inflation. Au niveau de l'offre, tout en reconnaissant les premiers signes d'assouplissement, nous constatons toujours des goulets d'étranglement qui limitent la production. La croissance repart donc sur des bases bien plus fragiles.

### 1/ Reprise inégale de la consommation des ménages dans les pays développés



Source : Recherche Amundi, Datastream - Données au 25 janvier 2022

## LE THÈME DU MOIS

**Côté inflation, la dynamique se consolide, les pressions inflationnistes persistant plus longtemps et sur une base plus large, allant de l'alimentation à l'énergie et jusqu'à l'indice d'inflation sous-jacente.** L'inflation sous-jacente des biens ne diminue pas encore, tandis que l'inflation des services n'a toujours pas intégré la hausse des prix des loyers observée ces derniers mois. Il convient de surveiller et de confirmer l'évolution de

### Zone euro

Comme aux États-Unis, nous avons également revu à la baisse les projections de croissance et revu à la hausse les projections d'inflation dans la zone euro, mais pour des raisons différentes.

Pour ce qui est de la croissance, la dynamique s'est ralentie en raison d'une combinaison de facteurs défavorables, en particulier les prix élevés de l'énergie, les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et les restrictions visant à contenir le variant Omicron, ce qui s'est traduit par une forte baisse de l'activité entre la fin de 2021 et le début de 2022, reportant la reprise dans des secteurs déjà à la traîne et retardant la reprise de la consommation personnelle, qui reste inférieure aux niveaux d'avant la pandémie. Les fondamentaux de la croissance dans la zone euro sont variés et présentent des vulnérabilités différentes dans un contexte de politiques budgétaires et monétaires moins favorables, où tout faux pas dans la reprise se traduit par une vulnérabilité accrue. Ainsi, pour l'heure, la reprise de la demande intérieure a été très inégale dans les pays du G4, avec des trajectoires de reprise très divergentes en termes de dépenses de consommation des ménages (la zone euro se situait en moyenne à 2,2 % en dessous de son niveau d'avant-crise au T3 2021, l'Espagne étant la lanterne rouge et la France ayant presque retrouvé ses niveaux d'avant-crise), mais également de formation brute de capital fixe (la zone euro se situe toujours à 9 % en dessous de

certaines facteurs clés de ces prévisions : 1) la demande intérieure qui, malgré son ralentissement, conserve une base solide, 2) la croissance attendue de la productivité qui ne parvient pas à compenser l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre, 3) la répercussion sur la demande finale et le pouvoir de fixation des prix qui dispose encore d'une marge de manœuvre.

son niveau d'avant-crise, l'Italie se situant nettement au-dessus et l'Espagne à l'autre extrême). Par ailleurs, il ne faut pas oublier les divergences qui existaient avant la crise en termes de performances économiques (l'Italie, contrairement à ses pairs, n'avait pas encore réussi à retrouver son niveau de PIB réel de 2007 au T4 2019) ou d'endettement national public et privé. Bien sûr, le NGEU contribuera de manière significative à soutenir directement et indirectement la croissance, en particulier celle des pays périphériques, mais il est également exposé à un risque de mise en œuvre. Ainsi, même si nous nous attendons à voir la reprise se poursuivre grâce à l'amélioration du marché du travail et à une demande correcte, nous sommes conscients du caractère délicat de la situation.

Pour ce qui est de l'inflation, nous avons revu nos projections à la hausse pour la zone euro, compte tenu des récentes surprises à la hausse et de l'extension des goulets d'étranglement, tout en continuant à penser qu'elle redescendra dans la fourchette cible de la BCE d'ici la fin de l'année. Contrairement aux États-Unis, la consommation intérieure de la zone euro n'a pas été surchauffée par les mesures de relance budgétaire et les marchés du travail ne semblent pas aussi tendus qu'aux États-Unis, où le taux d'activité réduit devrait persister pendant un certain temps. Pendant ce temps, la zone euro a déjà retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie, avec des implications différentes sur les perspectives de croissance des salaires et les effets de second tour.

### Marchés émergents

Fin 2021, dans les marchés émergents, le ralentissement physiologique attendu après le fort rebond économique consécutif à la réouverture des économies a été accentué par de nouvelles flambées épidémiques dues aux nouveaux variants de Covid, notamment Omicron, qui ont particulièrement touché les pays où les taux de vaccination étaient faibles ou moins efficaces. La dynamique de croissance est restée faible et ne s'est stabilisée que récemment. De manière générale, les

perspectives de croissance en début 2022, qui se sont déjà modérées par rapport à 2021, ont encore dû être revues à la baisse, atteignant dans certains cas des niveaux assez décevants, comme au Brésil où la croissance du PIB est de 0 % en glissement annuel. Il convient d'ajouter que la plus grande économie d'Amérique latine, en plus de connaître l'un des cycles de hausse des taux les plus importants et les plus rapides depuis début 2021, reste l'un des pays émergents les plus exposés au

*Depuis la publication de nos perspectives, l'équilibre croissance/inflation s'est quelque peu détérioré aux États-Unis et dans la zone euro*

## LE THÈME DU MOIS

*Le virage important opéré par la Réserve fédérale qui de tolérante est devenue inquiète face à l'inflation, fait apparaître un nouveau catalyseur dans le discours des banques centrales des pays émergents*

ralentissement économique chinois. Or, si deux facteurs importants de fragilité de l'économie chinoise (durcissement politique et effort de décarbonisation) se sont atténués, le maintien des politiques de tolérance zéro face au virus et les mesures restrictives qui en découlent ont pesé sur les performances économiques et sont à l'origine d'une révision à la baisse de 4,7 % à 4,5 % en glissement annuel des prévisions de croissance pour 2022. La faiblesse plus importante que prévu attendue au premier trimestre 2022 n'a pas modifié la trajectoire séquentielle positive à venir. En effet, du côté de la politique monétaire, nous tablons sur une nouvelle réduction de 10 points de base dans un contexte de propagation du variant Omicron et de croissance qui continue de décevoir. En revanche, en ce qui concerne les dépenses budgétaires, le ton est donné : les émissions d'obligations des administrations locales s'accroîtront en début 2022 pour soutenir les investissements en infrastructures et dans l'industrie manufacturière.

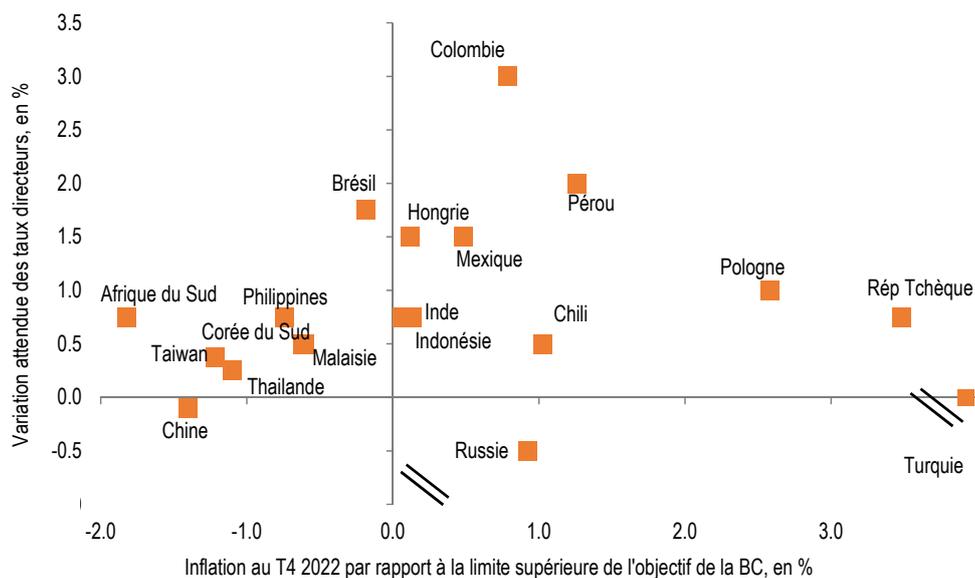
Le virage important opéré par la Réserve fédérale qui de tolérante est devenue inquiète face à l'inflation, fait apparaître un nouveau catalyseur dans le discours des banques centrales des pays émergents. En 2021, le processus de normalisation de la plupart des banques centrales des pays émergents présentait deux caractéristiques distinctes : premièrement, la nature nationale du facteur déterminant, à savoir l'inflation par rapport à leur objectif, deuxièmement, son rythme progressif, évalué à l'aune des taux réels, qui restent favorables à la croissance, quelle que soit l'ampleur des hausses. Pour ce qui est de 2022, même si l'inflation reste l'un des principaux déterminants de la politique monétaire des pays émergents, on peut affirmer que le calendrier et l'ampleur des prochaines actions de la Fed (qu'il s'agisse de hausse des taux directeurs ou de réduction de son bilan) joueront un rôle de plus en plus important. Tout d'abord, en ce qui concerne le moteur national, à savoir la tendance de l'inflation des pays émergents, nous réaffirmons que la trajectoire anticipée n'a pas changé. Globalement, l'inflation restera élevée au premier semestre de cette année et se modérera sensiblement au second semestre, tout en restant supérieure aux objectifs des banques centrales dans de nombreux cas. D'une part, la pression sur les coûts devrait s'atténuer grâce à une croissance plus modérée des prix des matières premières (par rapport à 2021) et à la baisse des prix des denrées alimentaires. D'autre part, les révisions à la baisse des taux de croissance réduiront encore les éventuelles pressions de la demande. Cependant, notre hypothèse d'ajustement des goulets d'étranglement de l'offre doit être

surveillée de près. Des événements comme la propagation du variant Omicron et de nouvelles flambées épidémiques pourraient prolonger le contexte de perturbation des approvisionnements au-delà du second semestre 2022, sans parler des tendances plus structurelles en jeu (notamment les relocalisations). Si l'on considère les tarifs de fret, leur légère baisse, amorcée en octobre 2021, a déjà évolué vers une stabilisation, voire une légère augmentation, en décembre/janvier. Tout cela pour dire que l'inflation continuera à jouer un rôle de premier plan dans le scénario de normalisation des politiques monétaires, même si, à l'avenir, la Réserve fédérale partagera la vedette. Les banques centrales plus réticentes à augmenter leurs taux, qui ont jusqu'à présent bénéficié d'un environnement d'inflation plus favorable, se verront dans l'obligation de maintenir un écart de taux stable par rapport à la courbe américaine et/ou de prévenir tout impact perturbateur sur leur monnaie locale. Les préoccupations concernant les prochaines interventions de la Fed ont été prises en compte dans les dernières déclarations de politique monétaire de certaines banques centrales, comme, notamment, la Banque d'Indonésie. Ces inquiétudes ne se sont pas encore traduites par une hausse soudaine et inattendue des taux, toutefois, les mesures de retrait des liquidités commencent à se mettre en place avec l'annonce de hausses des réserves légales dans les différentes banques.

Si d'une part, une hausse plus tôt que prévu des taux de la Fed en mars fera avancer les cycles de hausse des retardataires (Asie, principalement du Sud), d'un autre côté, un dénouement plus ou moins ordonné de la Fed dictera le rythme des nouvelles hausses et permettra d'ajuster le taux final pour les banques centrales des pays émergents qui sont déjà pleinement engagées dans leur processus de normalisation. À cet égard, le pic des cycles de hausse des banques centrales des pays émergents pourrait être plus élevé et avancé par rapport aux estimations précédentes. Cela dit, dans l'hypothèse d'un dénouement ordonné de la Fed, les premiers pays à avoir haussé leurs taux devraient revenir à une position accommodante avant la fin de l'année (Brésil, Russie, Chili, République tchèque). Il convient de souligner que la PBoC s'est engagée plus tôt que les autres banques centrales émergentes sur une telle trajectoire relativement accommodante. En effet, en début d'année, face à l'intensification des pressions baissières sur la croissance, la PBoC a indiqué explicitement vouloir concentrer les mesures d'assouplissement en début de période. Joignant le geste à la parole, le 17 janvier elle a baissé de 10 points de base

## LE THÈME DU MOIS

## 2/ Inflation et politique monétaire des ME en 2022



Source : Recherche Amundi - Données au 25 janvier 2022

*L'inflation continuera à jouer un rôle de premier plan dans le scénario de normalisation de la politique monétaire*

(pb) le taux des mises en pension à 7 jours et le taux de sa facilité de prêt à moyen terme à 1 an pour la première fois depuis mars 2020. Elle a ensuite baissé à nouveau son taux de référence des prêts bancaires (LPR) de 10 pb, après la réduction de 5 pb de décembre, réduisant aussi de 5 pb le LPR à 5 ans (taux lié aux prêts hypothécaires). Cet assouplissement devrait se poursuivre (réductions du LPR et du RRR) étant donné que la fragilité de l'économie intérieure devrait persister, en particulier dans le secteur du logement.

À quelques exceptions près, comme la Turquie, la vulnérabilité extérieure des pays émergents a diminué, mais n'a pas disparu. La tendance des comptes courants est plus saine dans de nombreux pays, mais pas dans

tous. La dette détenue par des investisseurs étrangers a diminué.

Globalement, l'appétit pour les classes d'actifs des pays émergents reste modéré en raison des incertitudes pesant sur la croissance (Chine et pandémie) et du changement de position de la Fed. La sélection de valeurs devrait suivre la tendance des bénéficiaires (entreprises portées par la reprise ou moins en recul que prévu), tandis que les investisseurs en titres obligataires, dans un environnement mondial stable, devraient être prêts à se positionner sur la dette de pays dont le cycle de hausses arrive à maturité et où l'inflation tend à la baisse, en privilégiant une exposition aux durées plus courtes via le haut rendement plutôt que l'investissement grade.

### Perspectives des taux d'intérêt

#### 1. La Fed accélère la normalisation de sa politique monétaire en raison des pressions inflationnistes et du resserrement record du marché du travail aux États-Unis.

**La Fed n'a d'autre choix que d'agir rapidement. En effet, la tension sur le marché du travail s'approche des valeurs records tandis que l'inflation est largement au-dessus de la cible. La priorité de la Fed est l'inflation** La Fed s'inquiète manifestement de la persistance de l'inflation et non de la croissance. La Fed augmentera rapidement ses taux jusqu'à ce qu'elle soit satisfaite des perspectives d'inflation et ne s'interdit pas un durcissement rapide si nécessaire. Nous tablons sur quatre hausses cette année, éventuellement lors de deux réunions consécutives (mars et mai) et sur

une réduction du bilan de la Fed à partir de juin ou juillet. La Fed est déterminée à lutter contre l'inflation, qu'elle considère « élevée » et se concentre sur les risques d'inflation. « Les difficultés ont été plus importantes et plus persistantes que prévu ». « Les hausses de prix se sont désormais étendues à un éventail plus large de biens et de services ». « Les salaires ont également augmenté brusquement et nous sommes attentifs au risque qu'une croissance persistante des salaires réels au-delà de la productivité puisse exercer une pression haussière sur l'inflation ». Les prévisions d'inflation sous-jacente médiane ont été fortement revues à la hausse à 2,7 % (+0,4 %) en 2022, du fait d'une inflation effective plus élevée et des perturbations continues des chaînes d'approvisionnement.

## LE THÈME DU MOIS

*La Fed est déterminée à lutter contre l'inflation, qu'elle considère « élevée » et se concentre sur les risques d'inflation*

- **La Fed a fortement insisté sur la solidité du contexte macroéconomique et sur l'é étroitesse du marché du travail.** Jerome Powell s'est quant à lui montré optimiste quant à la croissance économique aux États-Unis : « L'activité économique devrait se développer à un rythme soutenu cette année, reflétant les progrès de la campagne de vaccination et la réouverture de l'économie » et « la demande mondiale reste très soutenue ». La croissance du PIB pour 2022 a été revue à la hausse, passant de 3,8 % à 4,0 %. Jerome Powell a évoqué la baisse du taux de chômage comme preuve que le marché du travail s'approchait rapidement du plein-emploi. Le taux de chômage prévisionnel s'est amélioré, passant de 3,8 % à 3,5 % en 2022. « La plupart des membres du FOMC s'accordent à dire que les conditions du marché du travail sont compatibles avec le plein-emploi au sens de niveau d'emploi le plus élevé en cohérence avec la stabilité des prix. »
- **La Fed accélère la normalisation de sa politique monétaire.** La Fed a annoncé l'accélération de la réduction de ses dispositifs de soutien au vu des pressions inflationnistes élevées et du niveau d'é étroitesse historiquement élevé du marché du travail. Le rythme de ralentissement des achats de la Fed sera doublé pour atteindre 30 milliards de dollars par mois en janvier. La Fed mettra donc fin à ses achats nets d'actifs à la fin du mois de mars, ce qui devrait permettre une première hausse de taux en mars. Jerome Powell a déclaré que la communication avec le marché fonctionnait bien, laissant entendre que le niveau de prix des Fed funds était en phase avec leurs estimations. Il a toutefois

**Notre opinion**

- **Ce cycle est très différent des précédents.** La Fed resserre sa politique monétaire alors que le marché du travail est déjà serré. La demande américaine est actuellement soutenue par des facteurs temporaires (épargne, reconstitution des stocks). La vigueur de la demande américaine au second semestre 2022 sera déterminante. Il convient également de surveiller l'inflation provoquée par les coûts et le boom du marché de l'immobilier.
- **En ce qui concerne la Fed : nous anticipons 4 hausses en 2022 et une réduction de son bilan.**

**2. La BCE veut réduire considérablement ses achats tout en maintenant une stratégie de sécurité ou « backstop »**

souligné que le FOMC resterait « humble et agile ». « Il est impossible de prédire avec beaucoup de certitude la trajectoire exacte du taux directeur le plus approprié ». Il convient de noter que l'économie est dans une situation bien différente de celle qui prévalait lorsque la Fed amorça son cycle de hausse des taux en 2015.

- **La Fed entend réduire son portefeuille de manière significative, mais aussi plus tôt et plus rapidement que lors du dernier cycle.** Le resserrement quantitatif sera évoqué lors des deux prochaines réunions et son rythme, sa composition et son calendrier seront communiqués ultérieurement. Il pourrait débuter dès juin ou juillet.
- **La Fed a indiqué qu'un cycle bref et rapide de hausse des taux sera suffisant pour endiguer les pressions inflationnistes et le marché s'est montré à l'écoute.** La Fed reste d'avis que la tendance haussière des prix s'essoufflera l'année prochaine, à la faveur du rétablissement des chaînes d'approvisionnement mondiales. Elle est unanime sur le fait qu'en 2023, celle-ci devrait être à peine supérieure à 2 %. L'inflation sous-jacente médiane devrait revenir à 2,3 % en 2023 (fourchette : 2 % - 2,5 %). Dans le même temps, le cycle de relèvement des taux devrait demeurer progressif et limité. Les prévisions médianes concernant les taux en 2024 n'ont augmenté que de 1,8 % à un peu plus de 2,1 %. Les points à plus long terme du *dot plot* sont restés inchangés. Au cours des prochains trimestres, la politique monétaire sera très accommodante et le taux directeur réel négatif. La Fed annonce une évolution de sa politique proche de la neutralité pour 2024 seulement.

- **À court terme, nous anticipons des chiffres de l'emploi solides aux États-Unis, ainsi qu'une inflation qui restera élevée.** La reprise du marché du travail américain est jusqu'à présent impressionnante et généralisée. En conséquence :
  - **Nous restons courts sur la durée. Les rendements à 5 ans sont généralement les plus réactifs lorsque l'écart entre l'offre et la demande de travail se réduit.**
  - **Nous anticipons une hausse significative des taux réels à court terme.**

La réunion de décembre a débouché sur une issue plus intransigeante que prévu, mais la politique de la BCE devrait rester bien plus accommodante que celle de la Fed et de la

## LE THÈME DU MOIS

*La politique de la BCE devrait rester bien plus accommodante que celle de la Fed et de la BoE, avec une poursuite de l'assouplissement quantitatif et aucune normalisation des taux en vue pour l'année prochaine*

**BoE, avec une poursuite de l'assouplissement quantitatif et aucune normalisation des taux en vue pour l'année prochaine. La BCE se focalise désormais essentiellement sur le niveau élevé des chiffres de l'inflation.**

- **La BCE mettra fin à ses mesures d'urgence liées à la pandémie (PEPP et TLTRO III)**, tout en se laissant une certaine marge de manœuvre au cas où la situation devait à nouveau se détériorer dans la zone euro.

**La BCE veut réduire considérablement ses achats tout en maintenant une stratégie de « backstop ».** Une « large majorité » au sein du conseil des gouverneurs s'est finalement accordée sur les perspectives d'assouplissement quantitatif pour 2022, combinant plus de 500 milliards d'euros d'achats nets supplémentaires. Ces décisions représentent une diminution considérable des achats nets d'actifs qui seront progressivement réduits de 90 milliards d'euros par mois en 2021 à 20 milliards en octobre 2022. Dans le

#### Perspectives de taux et de spreads EUR

**La vigueur et la durabilité de la reprise dans la zone euro seront essentielles pour que la BCE réduise son soutien monétaire.** Il faut surveiller l'impact des plans de relance et des réformes structurelles sur la croissance prévisionnelle des pays périphériques. Il convient néanmoins de rester vigilant face à la divergence croissante des points de vue et des intérêts au sein du conseil exécutif de la BCE. Cela pourrait entraîner une certaine volatilité à la fin de l'année 2022. À court terme :

- **Les déclarations de la BCE renforcent notre opinion sur les durations courtes et sur la pentification de la courbe pour le premier trimestre 2022.** Toutefois, malgré la réduction des soutiens et l'amélioration de la situation macroéconomique, nous sommes

même temps, la BCE a adopté une stratégie de « backstop » tout en maintenant le caractère ouvert du programme d'achat d'actifs et en introduisant une certaine flexibilité sur les réinvestissements du PEPP par classe d'actifs et par juridiction. Ceci a pour but d'éviter toute fragmentation financière tant que la fragmentation économique prévaut dans la zone euro. La crédibilité de la BCE sera essentielle dans cette approche.

- **Les projections d'inflation de la BCE sont inférieures à l'objectif à moyen terme.** Comme nous l'anticipons, la révision de l'ensemble des prévisions pointe toujours vers une inflation à moyen terme inférieure à l'objectif, malgré un relèvement à 1,8 % en 2023 et en 2024. Par conséquent, l'orientation prospective inchangée semble toujours cohérente avec un positionnement accommodant par le biais de l'assouplissement quantitatif en 2022 et des perspectives de taux stables.

toujours d'avis que l'assouplissement quantitatif de la BCE, qui absorbe la plupart des émissions nettes, permettra de contenir la hausse des rendements par rapport aux autres régions développées. L'orientation potentielle des réinvestissements vers des obligations non core pourrait être un facteur supplémentaire de soutien à l'évolution attendue de la courbe.

- Nous sommes plus prudents sur la dette périphérique.

**Le programme d'achat d'actifs continuera à soutenir le marché du crédit européen, mais de manière moins marquée que dans les années précédentes.**

*Achévé de rédiger le 27/01/2022*

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

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

Date de première utilisation 2 février 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](http://www.amundi.com)

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

#### 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

**BERTHON Jean Baptiste**, Stratégiste

**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**, 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

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**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 Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit