

Research

#02
Février
2022

CROSS ASSET

Investment Strategy

VUES DES CIO

Revirements rapides et brutaux des marchés

LE THÈME DU MOIS

Actualisation de nos perspectives
d'investissement pour 2022

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#02 - Février 2022

Sommaire

Global Investment Views

Vues des CIO

Revirements rapides et brutaux des marchés p. 3

La forte hausse des rendements nominaux et réels ces derniers temps s'est traduite par d'importantes fluctuations sur les marchés d'actions, entraînant une rotation des valeurs de croissance vers les valeurs décotées. Nous pensons que l'incertitude demeurera (Covid, géopolitique) pendant que les marchés évaluent la trajectoire de l'inflation, de la croissance économique et de la politique monétaire. Dans ce contexte, il ne faut pas céder à la tentation de renforcer les risques et s'en tenir à ses convictions fondamentales, à savoir un positionnement prudent et flexible sur la durée, modérément positif sur le crédit et neutre sur les actions. De plus, des opportunités de rendement sont à saisir du côté des obligations émergentes, mais il est nécessaire d'être plus sélectif et de rester bien diversifié.

Vues de la recherche

Croissance, inflation et politique monétaire p. 5

Le durcissement de ton de la Fed, sur fond de ralentissement de la croissance et de persistance de l'inflation, augure d'une forte volatilité sur les marchés, ce qui conforte notre positionnement prudent sur la durée et la nécessité d'une sélection rigoureuse des actifs risqués.

Gestion diversifiée

Rotation du risque actions favorable à la Chine et à l'Europe p. 7

Les risques, tels que l'inflation, nous dissuadent de modifier notre positionnement neutre, même si nous sommes devenus marginalement positifs sur les actions européennes et plus constructifs sur les actifs chinois.

Marchés obligataires

Crédit soutenu par les conditions financières souples p. 9

Bien que les cours intègrent de multiples hausses des taux de la Fed cette année, les conditions financières restent accommodantes et seront déterminantes pour les prix des actifs risqués et le sentiment à leur égard.

Actions

Jouer le thème value, mais attention au risque de concentration p. 11

Moment de vérité pour les valeurs de croissance. La rotation vers les actions décotées, ainsi que la sélection d'entreprises résistantes au risque d'inflation, reste un thème pluriannuel pour les investisseurs.

Thématique Global views

Le retour à zéro des taux réels p. 13

Aux États-Unis et en Europe, les taux d'intérêt réels ont atteint des niveaux négatifs sans précédent dans l'histoire récente. Il faut remonter aux années 1970 pour trouver des niveaux similaires, et seuls quelques rares exemples passés depuis la Seconde Guerre mondiale peuvent servir de points de référence. Nous pensons que le retour des taux d'intérêt réels à zéro pourrait être l'un des principaux moteurs des rendements relatifs et de la volatilité des différentes catégories d'actifs. Cette évolution pourrait nuire aux rendements ajustés du risque des obligations et du crédit investment grade; elle devrait également peser sur les actions, favorisant les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, et les valeurs cycliques par rapport à leurs homologues défensives; et enfin elle devrait avoir un impact négatif sur l'or.

Le thème du mois

Actualisation de nos perspectives d'investissement pour 2022 p. 16

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'étrécissement 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..

Thématiques

La souveraineté stratégique européenne doit être une opportunité d'investissement p. 22

Le concept de souveraineté stratégique dépasse largement les sujets de sécurité et de défense. Elle suppose une autosuffisance relative, une capacité à imposer ses normes et à créer des leaders mondiaux dans les écosystèmes de demain. Cet objectif politique doit s'appuyer sur une réalité économique et passe d'abord par nouvelle dynamique de l'investissement en Europe.

L'inflation en Turquie pourrait très bien atteindre 50 % voire plus dans les prochains mois p. 25

En raison de politiques économiques peu orthodoxes, la Turquie va devoir faire face à une année difficile, avec une inflation au plus haut depuis 20 ans... mais nous voyons de la lumière au bout du tunnel!

Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 30
> Principaux risques	p. 32
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 33
> Points clés de la Recherche	p. 35
> Allocation d'actifs Amundi	p. 37

Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 39
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 41
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 43
> Publications récentes	p. 44

VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,
CIO Groupe



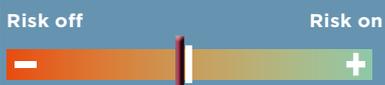
Vincent MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Reirements rapides et brutaux des marchés

Le mois de janvier a été marqué par d'importants revirements de marché, les rendements nominaux et réels s'inscrivant en forte hausse et entraînant une rotation importante des actions de croissance vers les actions décotées. La réévaluation des primes d'inflation sur fond de valorisations exigeantes a entraîné une forte correction des primes de risque. **Cet environnement plus incertain et volatil devrait se prolonger à mesure que le marché évalue quatre thèmes :** (1) l'évolution du variant Omicron, qui pourrait avoir un impact négatif sur la croissance et exacerber les goulets d'étranglement de l'offre, (2) l'incertitude quant aux réactions des banques centrales aux chiffres élevés de l'inflation (États-Unis et Europe), dans un contexte de ralentissement de la croissance et de résurgence de la dimension psychologique de l'inflation, avec la possibilité d'une spirale inflationniste salaires/croissance, (3) le retour du risque géopolitique, avec le Kazakhstan et l'Ukraine dans l'actualité et le rôle de la Russie et de la Chine dans la région. Les marchés de l'énergie et des matières premières sont tendus, volatils et extrêmement exposés au risque politique. En Europe, l'agenda politique se charge avec les élections italiennes et françaises, tandis que de nouvelles règles budgétaires sont mises en place et que le plan Next Generation EU est déployé, et enfin (4) les problèmes persistants dans le secteur immobilier chinois. Les politiques deviennent favorables, mais les investisseurs doivent faire une croix sur les chiffres de croissance élevés du passé. **Dans ce contexte, nous voyons trois thèmes principaux pour les investisseurs :**

- Confirmation du positionnement prudent pour l'allocation des risques à court terme.** L'heure n'est pas au renforcement du risque, mais au maintien des convictions fondamentales (position défensive sur la durée, préférence pour les valeurs décotées, protection contre l'inflation). **Il est trop tôt pour considérer la récente correction comme un point d'entrée.** D'un point de vue stratégique, dans un monde caractérisé par des rendements prévisionnels peu élevés, il est primordial d'assurer la diversification, en incluant des allocations pertinentes, par exemple, aux marchés asiatiques tels que la Chine et l'Inde et aux actifs réels susceptibles de bénéficier d'un environnement inflationniste. Les stratégies faiblement corrélées ciblant des performances absolues ou réelles doivent également être privilégiées, car avec la hausse des taux et de l'inflation, la dynamique de corrélation traditionnelle entre obligations et actions tend à s'estomper. Les stratégies alternatives liquides pourraient également contribuer à diversifier les portefeuilles et les solutions à faible coût seront de plus en plus importantes dans un contexte de faiblesse des rendements. L'allocation tactique sera également essentielle pour saisir les opportunités. À l'approche du second semestre, l'inflation devrait légèrement ralentir et la dynamique de croissance s'améliorer (plus positive pour les actions).
- Hausse de la volatilité des actions qui restera élevée pendant que les marchés réévaluent la trajectoire de l'inflation et les réponses des banques centrales. La croissance économique convenable et les conditions financières raisonnablement accommodantes devraient néanmoins permettre d'éviter tout effondrement radical des marchés.** Notre scénario central prévoit des performances actions inférieures à 10 % en 2022. Au niveau régional, nous préférons l'Europe, le Japon et certains pays émergents, comme l'Inde et la Chine, où les valorisations sont plus attractives. **Le marché américain pourrait terminer l'année quasiment à l'horizontale, mais avec d'importants écarts qui offriront des opportunités de valeur relative.** Les prix ne tiennent pas encore compte du niveau structurellement élevé de l'inflation et le marché anticipe un coût peu élevé du capital pour encore longtemps. Une petite réévaluation du risque d'inflation (et des taux) pourrait avoir un impact important sur les actions en termes de performance et de composition (le S&P 500 est, pour l'essentiel, un marché de croissance). **La grande rotation au sein des indices et entre les marchés décotés/de croissance sera le thème principal pour les investisseurs en actions cette année. Il convient donc de privilégier les valeurs décotées aux valeurs de croissance sur le marché américain et plus encore au niveau mondial. La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt pèsera sur les bénéficiaires des actions et sera difficilement supportable pour les valeurs de croissance dont le prix est élevé.** Les actions décotées seront préférées aux valeurs de croissance technologiques. Nous sommes également plus prudents vis-à-vis des grandes entreprises surévaluées et préférons celles disposant d'un pouvoir de fixation des prix élevé.
- Côté obligations, la flexibilité et un biais pour les durations courtes sont recommandés.** Les indices obligataires traditionnels sont confrontés au défi posé par les durations élevées et les rendements faibles. Si les taux montent, ces indices subiront des pertes. Il convient donc de privilégier une approche flexible des marchés obligataires, afin d'exploiter les opportunités

Sentiment de risque global



Rester neutre, éviter la tentation d'ajouter des actifs fondamentalement faibles, les conditions financières étant faciles, mais les valorisations exigeantes.

Changements par rapport au mois dernier

- Confirmation de la rotation vers les valeurs décotées.
- Ajustement de l'allocation actions en gestion diversifiée, risque globalement neutre.
- Plus constructif sur les actifs chinois.
- Ajuster les devises au regard des risques géopolitiques.

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

offertes par les disparités de dynamique des banques centrales et des devises. Les obligations ne sont pas hors-jeu, mais la valeur relative sera la règle. Les opportunités entre courbes de taux et régions, ainsi que dans les actifs à haut rendement tels que les obligations des pays émergents, seront cruciales pour extraire de la valeur supplémentaire dans un contexte de rendements réels négatifs. Les investisseurs pourraient tirer parti des dislocations en augmentant leur exposition aux titres obligataires dès lors qu'une partie de la réévaluation des rendements sera derrière nous. Le crédit offre également des opportunités, par exemple dans le domaine du HY, mais sur ce segment il convient d'éviter les signatures surendettées qui pourraient souffrir d'une baisse de la liquidité.

Après des décennies de silence, le grand retour de l'inflation va obliger les investisseurs à changer de mentalité et à oublier les rendements nominaux pour se concentrer sur les rendements réels. **Il sera primordial de jouer les revirements des marchés pour générer des performances dont les rendements réels seront le principal moteur.**

VUES DE LA
RECHERCHE

Monica DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe

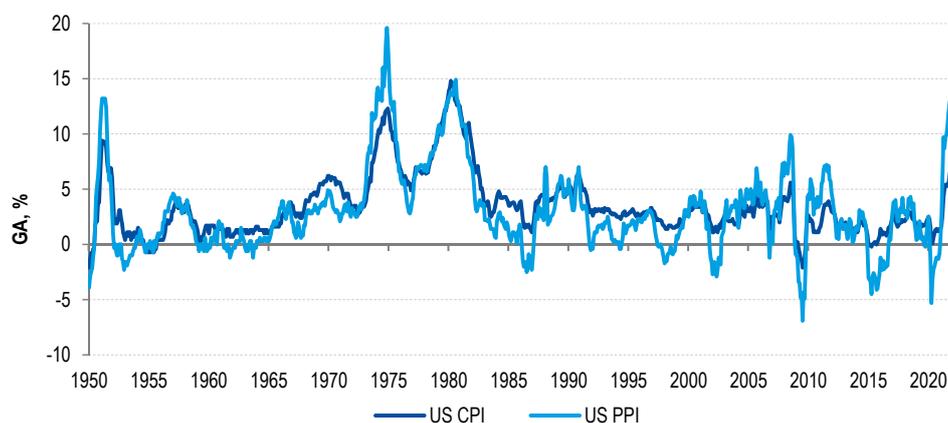
Le durcissement de ton de la Fed, sur fond de ralentissement de la croissance et de persistance de l'inflation, augure d'une forte volatilité sur les marchés, ce qui conforte notre positionnement prudent sur la duration et la nécessité d'une sélection rigoureuse des actifs risqués

Croissance, inflation et politique monétaire

Depuis que nous avons publié nos perspectives à la mi-novembre 2021, nous avons été témoins d'évolutions significatives des principaux thèmes autour de nos convictions, à savoir **(1) l'équilibre croissance/inflation et (2) l'enchaînement des politiques monétaires. Croissance et inflation.** Nous avons constaté une dégradation générale de l'équilibre croissance/inflation. Nous confirmons le ralentissement de la dynamique économique et pensons que la croissance ralentira progressivement pour revenir à la tendance en 2022. En Chine, l'épidémie d'Omicron complique la trajectoire de reprise au premier trimestre. S'en tenant à une politique de tolérance zéro face au Covid, les gouvernements locaux ont renforcé les règles de distanciation sociale avant le Nouvel An chinois, ce qui pèsera à nouveau sur la mobilité et la consommation de services. **En parallèle, le marché du travail américain a enregistré une amélioration généralisée, tant en termes de niveaux que de composition, une surprise positive qui a encouragé la Fed à durcir le ton.** Dans ce domaine, il est essentiel de surveiller la croissance des salaires et les dépenses d'investissement. Nous partons du principe que les salaires vont plafonner, réduisant ainsi leur contribution à l'inflation et aux pressions sur les marges des entreprises. Aux États-Unis, nous anticipons un profil de consommation plus modéré, un ralentissement de l'épargne et une reconstitution des stocks. Comme nous l'avons souvent indiqué, nous nous attendons à une tendance plus durable de l'inflation au niveau mondial. La dynamique

des prix continue d'évoluer en fonction de facteurs échappant au contrôle des banques centrales, ce qui atténue l'efficacité de leurs interventions. Depuis décembre, la Fed, la BoE et la BCE se sont repositionnées pour contrôler l'inflation. La BCE, en particulier, a surpris par son durcissement de ton, même si elle reste relativement accommodante par rapport aux autres banques centrales. Nous pensons qu'il faudra un certain temps pour que les hausses de taux tempèrent la dynamique des prix. Nous sommes en revanche préoccupés par les conséquences du resserrement quantitatif sur les conditions de financement (accommodantes pour le moment) et sur l'économie réelle. Nous nous attendons à ce que les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement se prolongent jusqu'au second semestre 2022 et nous surveillons de près l'écart entre l'IPP et l'IPC afin de détecter au plus tôt toute pression sur les prix au niveau mondial. Ce risque mérite d'être pris en considération, car il n'est pas encore intégré par les marchés. La saison de publication des résultats à venir devrait apporter plus de précisions sur les éventuelles compressions de marges, avec peut-être à la clé quelques déceptions sur les bénéfices. Toutefois, si la transmission de l'inflation des producteurs aux consommateurs a commencé, cela constituera un autre facteur de hausse de l'IPC. **D'autre part, la dynamique de l'inflation en Chine suit une trajectoire différente**, les chiffres ayant globalement surpris à la baisse en raison d'un recul inhabituel des prix des denrées alimentaires avant le Nouvel An chinois et d'une forte chute

Déconnexion entre l'IPP et l'IPC américain



Source : Amundi, Bloomberg données au 20 janvier 2022

IPP - Indice des prix à la production : mesure de l'inflation au niveau des entreprises. IPC - Inflation des prix à la consommation : mesure de l'inflation à laquelle sont confrontés les consommateurs finaux.

VUES DE LA
RECHERCHE

de l'IPP. Nous nous attendons à ce que l'IPC de la Chine reste contenu en 2022 et que l'IPP chute fortement, en raison d'effets de base élevés et d'un ralentissement de la hausse des prix des matières premières. Les matières premières mondiales ont encore une marge de progression grâce aux déséquilibres entre l'offre et la demande qu'alimente la transition écologique. Cette dynamique repose sur un paramètre politique, la transition vers le « net zéro » qui peut être retardée.

Enchaînement des politiques monétaires

Nous restons convaincus que la Fed, la BoE et la BCE devront agir pour contrôler l'inflation. Une Fed (et une BCE) qui durcit le ton, dans un contexte d'inflation élevée et de décélération de la croissance est négative pour les actifs risqués, et expose les autorités à un risque de réputation et d'instabilité financière. Alors que le profil de croissance des États-Unis devrait flirter avec les niveaux tendanciels, nous restons sceptiques quant à la capacité de la croissance de la zone euro à se montrer suffisamment forte

pour justifier la fin de l'assouplissement quantitatif en 2023. La PBoC, au contraire, a adopté une position plus accommodante pour contrôler les fluctuations des taux de change et soutenir l'économie. À ce stade, si la croissance continue de décevoir ou en cas de nouvelle flambée épidémique, un nouvel assouplissement monétaire est probable (mais n'est pas, pour l'heure, notre scénario central). Tout ceci se traduit par une plus grande volatilité obligataire impactant les segments à court terme des courbes de rendement. Nous envisageons la saison de publication des résultats comme un éventuel déclencheur de réévaluation des actions qui pourrait peser sur les spreads de crédit. Nous restons défensifs sur la duration et neutres sur les actions, en mettant l'accent sur les actions décotées. **Pour déclencher un changement de positionnement, nous attendons une stabilisation (ou une amélioration) du couple croissance/inflation qui se répercute sur la dynamique des taux d'intérêt réels.**

GESTION
DIVERSIFIÉE

Rotation du risque actions favorable à la Chine et à l'Europe



Matteo GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Les risques, tels que l'inflation, nous dissuadent de modifier notre positionnement neutre, même si nous sommes devenus marginalement positifs sur les actions européennes et plus constructifs sur les actifs chinois

L'année débute avec des pressions inflationnistes qui semblent s'installer et une forte hausse des taux et du risque géopolitique. D'autre part, le contexte économique reste constructif, grâce à un impact plus faible qu'attendu du variant Omicron. À cela s'ajoutent de bonnes prévisions de bénéfices pour les 12 prochains mois, ce qui continue de favoriser les actifs risqués. Toutefois, la volatilité et les valorisations dans certains segments appellent une position de risque neutre. **Nous pensons qu'il convient de résister à la tentation d'entrer sur les marchés sans évaluer soigneusement les fondamentaux** et qu'il faut, au contraire, ajuster minutieusement les expositions, en équilibrant les opportunités à long terme et tactiques avec les valorisations. Nous recommandons en outre de maintenir les couvertures en place et d'explorer un large éventail d'actifs mondiaux et diversifiés afin de dégager des rendements réels de sources multiples.

Des idées à conviction forte

Nous sommes neutres sur les actions des pays développés et émergents. Notre approche sélective a été confortée par l'évolution récente de certains segments plus chers, qui ont été pénalisés par l'inflation. **Il est recommandé aux investisseurs d'envisager une rotation de leur exposition afin de tirer parti du récent mouvement sans augmenter leur risque d'ensemble.** Nous pouvons ainsi être légèrement positifs sur l'Europe (tout en restant globalement neutres sur les actions), compte tenu des perspectives de reprise économique robuste et de croissance des bénéfices, des valorisations relatives attractives

et du biais régional pour les valeurs décotées. De même en Chine, les actions cotées à Hong Kong semblent désormais attractives, la visibilité politique s'étant améliorée et les valorisations peu chères du moment intégrant déjà l'incertitude future. **Concernant le marché obligataire, nous maintenons notre prudence sur la durée** et confirmons notre position défensive sur le Bund à 5 ans. Ce point de vue est cohérent avec le contexte général d'inflation élevée, de durcissement du ton des banques centrales (Fed, BoE) et d'éventuelle réduction progressive de l'assouplissement quantitatif par la BCE, qui s'est montrée moins accommodante que prévu, mais ne semble pas pressée de relever ses taux directeurs. Nous surveillons néanmoins la situation politique dans les pays périphériques de la zone euro, comme l'Italie. En Asie, nous sommes plus optimistes sur la dette des administrations locales chinoises en raison de ses avantages en termes de diversification, du contexte favorable d'affaiblissement de la croissance et de l'assouplissement monétaire ciblé. Nous suivons le ton plus accommodant de la politique de la PBoC et la faible dynamique de croissance dans ce pays. Nous maintenons notre positionnement neutre sur le reste de la dette émergente. **Nous sommes en revanche optimistes quant aux titres EUR IG et HY dans un contexte de quête continue de rendements réels.** Malgré un léger fléchissement, la dynamique économique reste favorable. De plus, les facteurs techniques, la demande raisonnablement forte de la BCE (bien que légèrement réduite) et les faibles taux de défaut du HY plaident en faveur du crédit européen. Pour autant, il ne faut pas perdre de vue

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 3 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, FX = devises, IG = investment grade, HY = high yield, CBS = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION
DIVERSIFIÉE

les risques asymétriques, les effets négatifs de la hausse des taux réels et le risque de durcissement des conditions financières (qui n'est pas un risque immédiat). Nous restons donc vigilants dans un contexte de resserrement des spreads IG. **Le marché des changes reste un terrain de jeu où nous pouvons exprimer nos opinions dans une optique géopolitique et de valeur relative.** Dans les pays développés, nous sommes constructifs sur le potentiel de portage du panier GBP/CHF, mais prudents sur la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar. Nous sommes conscients que le ralentissement de l'économie mondiale et la hausse de l'inflation sont moins favorables à une opinion négative sur les devises refuges telles que le franc suisse, mais nous pensons que celui-ci fait partie des devises les plus surévaluées de l'univers du G10, tandis que la livre sterling devrait être soutenue par l'impact moins grave (que

prévu) du variant Omicron sur la croissance du pays. Dans les pays émergents, nous continuons de penser que les ambitions de la Chine de devenir une superpuissance mondiale et son importance géopolitique dans le commerce asiatique soutiendront les actifs chinois, y compris le CNH. En revanche, nous pensons désormais que l'environnement international autour de la Russie pourrait peser sur le rouble malgré la solidité de la balance courante du pays et les valorisations attractives de la monnaie.

Risques et couvertures

L'inflation et les erreurs de politique sont quelques-uns des principaux risques susceptibles d'avoir un impact fort sur les marchés. De manière générale, il est recommandé d'utiliser des dérivés pour protéger son exposition aux actions et au crédit des pays développés (HY US) contre les risques de perte et la volatilité

MARCHÉS
OBLIGATAIRESCrédit soutenu par les conditions financières
souples

Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Bien que les cours intègrent de multiples hausses des taux de la Fed cette année, les conditions financières restent accommodantes et seront déterminantes pour les prix des actifs risqués et le sentiment à leur égard

L'évolution récente des rendements est similaire à celle observée au début de l'année dernière, mais le rythme de la hausse et l'orientation des politiques monétaires sont bien différents. La Fed semble désormais craindre que l'inflation ne s'installe durablement si elle n'agit pas. Pour l'instant, la BCE, en accord avec le marché, estime que l'inflation n'est pas un problème aussi important qu'aux États-Unis. Le régulateur maintient donc le *statu quo* sur les hausses de taux. Certaines surprises sont néanmoins possibles, dans la mesure où l'inflation sera également structurelle en Europe, en raison des prix des matières premières, des goulets d'étranglement de l'offre et du nouvel élan de la demande. **Il convient donc de rester vigilant et prudent sur la duration en gardant un œil sur les conditions financières.** Le crédit, les obligations périphériques et les actifs émergents offrent des opportunités de portage, mais il convient de se concentrer sur les zones capables de résister à la hausse des taux réels.

Obligations mondiales et européennes

L'évolution actuelle du marché est en phase avec notre position prudente sur la duration aux États-Unis et dans les pays du cœur de la zone euro. Nous restons néanmoins flexibles et gérons la situation dans une perspective à la fois de long et de court terme afin de tirer parti des mouvements des courbes de rendement. Nous sommes positifs sur la Chine et la dette des pays périphériques de l'euro comme l'Italie, mais nous suivons de près

les événements politiques. Les points morts d'inflation offrent quelques opportunités, mais les valorisations sont de plus en plus serrées. Les options de rendement étant limitées dans les segments traditionnels, nous recherchons le revenu dans le crédit HY et IG. **Nous nous concentrons davantage sur la sélection et préférons les prêts et les échéances à court terme.** Nous pensons également qu'il est nécessaire d'être sélectif afin d'identifier les gagnants et les perdants en se concentrant sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises et de rester à l'écart des entreprises dont les modèles économiques ne sont pas durables et qui ont tendance à augmenter leur endettement. Nous apprécions en outre les titres BB, car leurs *spreads* sont susceptibles de se resserrer par rapport aux titres BBB. D'un point de vue sectoriel, nous privilégions la dette subordonnée, les banques et les compagnies d'assurances, ainsi que les entreprises du secteur de l'énergie. Nous évitons en revanche les secteurs de la consommation, des transports et des services aux collectivités. Les banques, en particulier, devraient faire l'objet de consolidations en Europe et nous suivons toute opportunité qui pourrait se présenter.

Obligations américaines

La Fed pourrait être poussée à agir sur l'inflation (excès d'épargne, pressions sur les salaires), malgré le ralentissement de la dynamique économique. Les hausses de taux récemment évoquées vont dans ce sens et ont déjà entraîné un mouvement de hausse des rendements. **Nous pensons**

Conditions financières encore souples



Source : Amundi, Bloomberg, vendredi 21 janvier 2022. Indice des conditions financières = Une valeur positive indique que les conditions financières sont plus dures que la moyenne, tandis qu'une valeur inférieure à zéro indique que les conditions sont plus souples que la moyenne.

HY = haut rendement, IG = Investment Grade, EUR = eur.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

toutefois que la Fed conservera un certain degré de liberté face à l'inflation et que les conditions financières resteront accommodantes. Nous restons prudents sur les bons du Trésor américain en conservant un positionnement actif. En revanche, nous recherchons les revenus dans le crédit titrisé, notamment les MBS d'agences, qui présentent des opportunités sélectives qui compensent le risque d'élargissement des *spreads*. Nous explorons également les marchés de consommation où la demande, les bénéfices et l'épargne restent vigoureux. Toutefois, l'impact de la fin du soutien budgétaire et de la persistance de l'inflation doit être surveillé. Le crédit d'entreprises est un autre domaine où nous restons modérément positifs vu les valorisations attractives, mais il convient de limiter le bêta et l'IG de durée longue et de privilégier les risques idiosyncrasiques. À mesure que les primes des nouvelles émissions augmentent, nous restons attentifs à sélectionner les crédits de qualité élevée.

Obligations émergentes

Les marchés émergents forment un univers hétérogène dans lequel la méconnaissance

de la fragmentation inhérente peut masquer les principaux avantages pour un portefeuille international: inflation (faible inflation en Chine), demande intérieure et thèmes de valorisation des devises (bien rémunérées pour le risque de dépréciation). Si nous restons globalement vigilants, nous continuons à privilégier le HY par rapport à l'IG. Nous sommes plus sélectifs sur la dette en devises locales. Nous continuons à privilégier les pays tirés par les matières premières et apprécions notamment l'Indonésie, mais nous sommes prudents vis-à-vis du Kazakhstan, du Brésil et de la Turquie.

Devises

Nous sommes constructifs sur le dollar américain dans la perspective d'un durcissement de la politique américaine et prudents sur les monnaies à faible rendement (yen et franc suisse). Nous sommes par ailleurs optimistes vis-à-vis des monnaies émergentes à bêta élevé, notamment la roupie indonésienne, le peso mexicain et vigilants vis-à-vis du rouble, compte tenu des risques géopolitiques.

ACTIONS

Jouer le thème value, mais attention au risque de concentration



Kasper ELMGREEN,
Responsible Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsible mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Moment de vérité pour les valeurs de croissance. La rotation vers les actions décotées, ainsi que la sélection d'entreprises résistantes au risque d'inflation, reste un thème pluriannuel pour les investisseurs

Évaluation globale

Les variations brutales des rendements core ont entraîné une forte rotation depuis le début de l'année qui, selon nous, devrait se poursuivre, mais pas de manière linéaire. La question est maintenant de savoir dans quelle mesure les futures hausses de taux et les craintes d'inflation affecteront la croissance économique. Du côté de la demande, nous pensons qu'il y a suffisamment de surplus d'épargne, de demande insatisfaite et de conditions financières accommodantes pour soutenir la reprise économique. Cependant, à mesure que les taux augmentent, il est raisonnable d'anticiper une contraction des multiples de valorisation, en particulier pour les entreprises non rentables et les valeurs de croissance chères, qui présentent également un risque de concentration. **Il convient donc de rester sélectif et attentif à la croissance des bénéfiques et aux valorisations.** De manière générale, la solidité des modèles économiques et des bilans reste un facteur clé pour nous.

Actions européennes

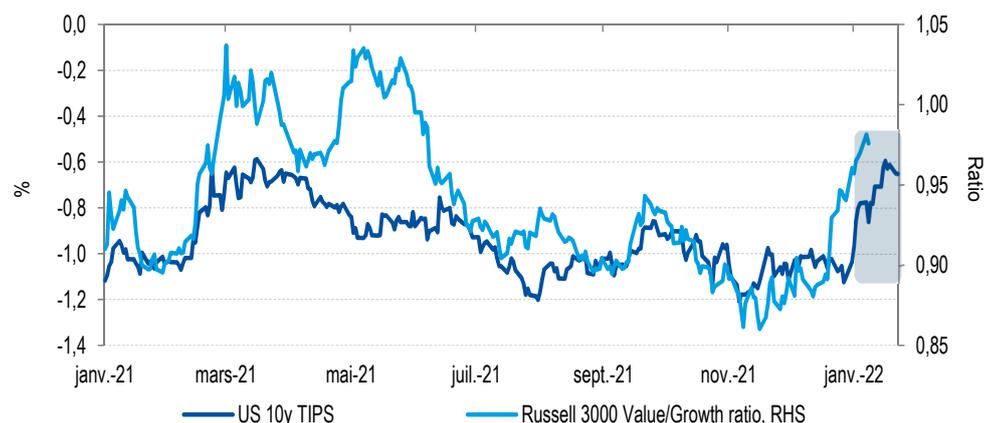
Dans le contexte actuel de normalisation, nous nous concentrons sur la manière dont l'inflation est susceptible d'affecter les bénéfiques, car, jusqu'ici, les entreprises n'ont pas eu de difficulté à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Nous évaluons toutefois l'impact que cela pourrait avoir sur les volumes, ce critère étant important dans notre processus de sélection. Les entreprises capables de maintenir la croissance de leurs bénéfiques devraient être en mesure d'offrir des dividendes attractifs dans le contexte actuel de pénurie de rendements réels. Au niveau

sectoriel, nous pensons que les bénéfiques augmenteront dans les secteurs sensibles aux taux, par exemple le secteur financier, les secteurs décotés et les autres secteurs liés au redémarrage économique. À cet égard, nous restons positifs sur les secteurs de l'industrie (davantage) et de la banque, compte tenu des valorisations et du potentiel durable de rendement élevé du capital. En revanche, nous restons méfiants vis-à-vis des technologies de l'information et des produits discrétionnaires, bien que nous ayons réduit notre degré de prudence à l'égard de ces derniers. À l'autre extrémité de notre stratégie « barbell », nous misons sur les valeurs défensives attractives de secteurs comme la santé. De manière générale, nous recherchons des entreprises de qualité ayant un potentiel d'amélioration de leur profil ESG.

Actions américaines

Les valorisations de certaines valeurs de croissance sont élevées et les indices boursiers présentent des risques de concentration. Ce phénomène est aggravé par les pénuries de main-d'œuvre (dues à l'évolution de la situation de Covid) dans un contexte de hausse des salaires qui pourrait alimenter la boucle salaire-inflation. Nous pensons qu'il faut rester attentifs à ces risques et adopter une approche très sélective. Nous nous intéressons donc aux valeurs décotées, cycliques et de grande qualité, d'entreprises disposant de compétences clés, d'un pouvoir de fixation des prix durable et d'un potentiel de croissance des bénéfiques à long terme. Les facteurs propres aux entreprises restent plus importants que la directionnalité et nous recherchons des opportunités de valeur

Rotation value dopée par la hausse des rendements cette année



Source : Amundi, Bloomberg, données au 20 janvier 2022.

ACTIONS

relative attractives. D'autre part, les valeurs de croissance, qui ont été dopées par les taux bas et les flux engendrés par l'assouplissement quantitatif l'an dernier pourraient se voir pénalisées. Nous sommes prudents vis-à-vis des valeurs de croissance à fort momentum et à durée longue. Au niveau sectoriel, nous préférons les financières (principalement les banques), les matériaux et l'énergie sur le segment cyclique. Nous constatons également que certains segments défensifs, tels que la santé, les produits de base et les télécommunications, deviennent attractifs en termes de valorisation. De manière plus générale, nous restons actifs sur les marchés où les segments chers côtoient les segments attractifs de croissance structurelle à long terme.

Actions émergentes

Malgré certains obstacles dans les marchés émergents, nous conservons une approche constructive à moyen terme compte tenu des valorisations attractives. Nous pensons notamment que les craintes au sujet de la Chine, qui est une composante clé de l'univers émergent, sont exagérées. Les facteurs cycliques (assouplissement de l'orientation) et structurels (source de diversification et de rendements réels positifs) devraient en effet jouer en faveur du pays, même si certains risques subsistent. De plus, nous privilégions les pays bénéficiant d'un contexte positif en matière de consommation, d'énergie et de matières premières, tels que l'Inde, la Russie et la Hongrie, tout en surveillant de près le risque géopolitique.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Jean Baptiste BERTHON,
Stratégiste

Le retour à zéro des taux réels

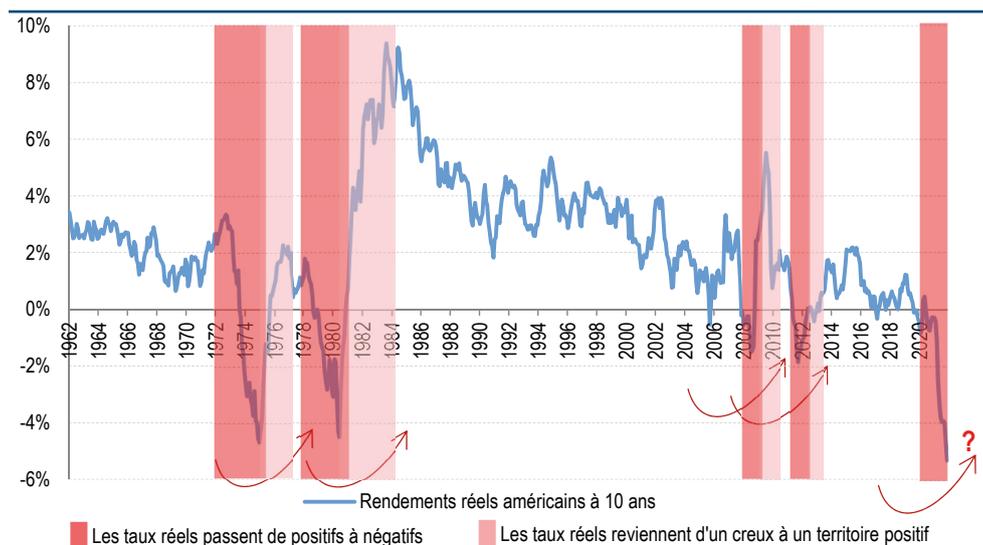
Aux États-Unis et en Europe, les taux d'intérêt réels ont atteint des niveaux négatifs sans précédent dans l'histoire récente. Il faut remonter aux années 1970 pour trouver des niveaux similaires, et seuls quelques rares exemples passés depuis la Seconde Guerre mondiale peuvent servir de points de référence. Nous pensons que le retour des taux d'intérêt réels à zéro pourrait être l'un des principaux moteurs des rendements relatifs et de la volatilité des différentes catégories d'actifs. Cette évolution pourrait nuire aux rendements ajustés du risque des obligations et du crédit investment grade ; elle devrait également peser sur les actions, favorisant les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, et les valeurs cycliques par rapport à leurs homologues défensives ; et enfin elle devrait avoir un impact négatif sur l'or.

L'inflation fait rage dans le monde et a atteint des niveaux records aux États-Unis et en Europe. La faiblesse des taux directs et les programmes d'achat d'actifs des banques centrales ont maintenu les taux d'intérêt nominaux, tandis que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ne cessent d'augmenter. Cela a d'abord amené les taux d'intérêt réels en dessous de zéro, puis ils se sont enfoncés en territoire négatif pour atteindre des niveaux jamais observés depuis les années 1970.

Selon le scénario d'Amundi, les rendements obligataires réels devraient atteindre un point bas au premier trimestre 2022 aux États-Unis et en Europe. La Réserve fédérale pourrait procéder à davantage de relèvements de ses taux directs que prévu et mettre

en œuvre un resserrement quantitatif plus rapidement - ou plus agressivement - que prévu. La Banque centrale européenne pourrait également subir des pressions la poussant à mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs ainsi qu'à son programme d'achat d'actifs de façon précoce. En supposant que l'inflation n'augmente pas beaucoup plus que les niveaux actuels, nous pourrions même voir les rendements réels se rapprocher de zéro plus rapidement qu'anticipé par le marché. Les variations significatives des taux d'intérêt réels ont des conséquences macroéconomiques, notamment dans l'évaluation des tendances en matière d'investissement en capitaux, des rendements réels de l'épargne et de la viabilité de la dette publique, pour n'en citer que quelques-unes.

Taux d'intérêt réels américains, mesure de base depuis 1962 : rendement des bons du Trésor américain à 10 ans - IPC (mensuel)



Source : Refinitiv, Recherche Amundi - Données au 15 janvier 2022

Évaluation de l'impact des variations des taux d'intérêt réels sur les différentes catégories d'actifs

Le retour des taux à zéro devrait avoir des répercussions importantes sur les rendements relatifs des différentes catégories d'actifs et sur la rotation des styles. Bien qu'une seule variable ne puisse expliquer à elle seule les rendements

et les co-mouvements des actifs, l'étude du comportement des classes d'actifs dans un environnement de hausse des rendements réels devrait permettre la mise en œuvre de stratégies d'investissement appropriées en 2022.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

- La première conclusion est que la hausse des rendements réels après un plus bas négatif ne constitue pas une tendance progressive, mais plutôt **un mouvement haussier soudain vers zéro**. En effet, les rendements réels sont beaucoup plus volatils lorsqu'ils se situent en territoire négatif. Le retour brutal à zéro se produit car deux paramètres évoluent en même temps dans des directions opposées, i.e. les taux nominaux qui augmentent tandis que l'inflation diminue. Sa vitesse est fonction du niveau initial de l'inflation et de la prime d'évaluation intégrée des points morts.
- Le deuxième impact important de la hausse des taux d'intérêt réels est que la volatilité des obligations devrait augmenter à la fois sur les parties courte et longue de la courbe. Les TIPS sont également plus volatils durant ces phases. Avec la volatilité accrue des rendements obligataires, combinée à des conditions monétaires strictes, la hausse des rendements réels pourrait constituer un facteur défavorable pour les marchés du crédit aux États-Unis et ailleurs.
- Troisièmement, **l'impact sur les actions est plus complexe et plus incertain que ce qui est habituellement décrit**. En effet, la corrélation entre les rendements des indices actions et les variations des rendements obligataires réels n'est pas stable et est proche de zéro sur le long terme. Le résultat est fonction de la tendance positive ou négative sous-jacente de la croissance. L'évolution des rendements réels est un **facteur clé de la rotation des secteurs économiques et des styles**. En bref, le retour à zéro devrait entraîner une surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, ainsi qu'une surperformance des valeurs financières et de certains secteurs cycliques. En raison de la pondération relative des secteurs, l'Europe devrait en bénéficier en termes relatifs.
- Enfin, la hausse des taux d'intérêt réels **devrait soutenir le dollar** en particulier par rapport à l'euro, pour autant que la BCE maintienne sa politique actuelle. Les variations du prix de l'or sont fortement corrélées au niveau des taux d'intérêt réels¹. Historiquement, le prix de l'or en dollars s'accroît lorsque les taux d'intérêt réels entrent en territoire négatif et a tendance à baisser lorsque les taux d'intérêt réels reviennent à zéro.

Prévoir le retour à zéro

Les taux d'intérêt réels étant la différence entre les taux nominaux et l'inflation (réalisée ou attendue), ils peuvent augmenter en raison de taux nominaux plus élevés ou d'une inflation plus faible (et des anticipations), voire d'une combinaison des deux. Si l'on se réfère aux périodes précédentes où les taux d'intérêt

réels sont devenus (significativement) négatifs, et sur la base de notre scénario macroéconomique et de nos hypothèses de taux d'intérêt pour les États-Unis, nous pensons que leur évolution proviendra principalement d'une inflation plus faible et devrait durer entre 12 et 18 mois.

Quelle trajectoire pour les taux d'intérêt réels ?

Les moteurs à long terme des taux d'intérêt réels sont la politique monétaire, l'équilibre épargne/investissement, la demande relative d'actifs sûrs et la production par rapport au potentiel. Selon les études du FMI², la politique monétaire a été le principal moteur des taux réels dans les années 1980 et 1990, puis la forte augmentation de l'épargne dans les pays émergents sur fond de diminution des investissements mondiaux dans les années 2000, et enfin la demande d'actifs sûrs depuis

la crise financière mondiale en raison de la volatilité des actions. Les facteurs maintenant les taux d'intérêt réels à de faibles niveaux sont toujours à l'œuvre depuis la crise de la Covid, en particulier le risque relatif des actions par rapport aux obligations et l'excédent d'épargne. Par conséquent, les taux d'intérêt réels devraient revenir dans leur fourchette de ces dix dernières années, mais il est peu probable qu'ils augmentent davantage, du moins à moyen terme.

Des taux d'intérêt réels divergents comme source de diversification

Ces dix dernières années, les taux d'intérêt réels ont de plus en plus suivi une trajectoire similaire, au point que les acteurs du marché et les économistes prévoient un « taux d'intérêt mondial ». Après la crise de la Covid,

l'asynchronie des cycles économiques et des politiques monétaires et budgétaires entre les différentes régions du monde est telle que nous sommes plus susceptibles d'observer une **variété de taux d'intérêt réels**, entraînant

¹ Corrélation sur 12 mois glissants entre le prix de l'or en dollars et les bons du Trésor américain à 10 ans - l'IPC sur 30 ans est proche de 0,6

² Perspectives des taux d'intérêt réels mondiaux, FMI, avril 2014

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Définition des taux d'intérêt réels

Il existe de nombreuses façons de définir les taux d'intérêt réels, en s'appuyant sur l'inflation réelle (globale ou sous-jacente) ou les anticipations d'inflation des acteurs du marché (inflation à terme ou TIPS), ou encore les obligations à court ou à long terme. Pour mettre en évidence certains des mouvements clés du marché, nous utilisons la mesure simple du rendement des bons du Trésor américain à 10 ans comparé à l'IPC réel sur une base mensuelle. Dans une étude plus détaillée à paraître, nous proposons une mesure plus élaborée, avec un ajustement de la prime de liquidité afin d'évaluer le taux réel « pur ». Nous avons remarqué que dans les circonstances extrêmes que nous traversons actuellement, les deux mesures aboutissent à un résultat similaire.

une dispersion des prix et des valorisations des actifs. Le cas le plus évident aujourd'hui est la comparaison entre l'Europe et les États-Unis. Nous devons donc nous attendre à une divergence temporaire des taux d'intérêt réels des deux côtés de l'océan. La Banque populaire de Chine, quant à elle, en a fini avec les politiques de resserrement et commence à abaisser les taux d'intérêt nominaux et les taux réels. Par conséquent, les taux d'intérêt réels pourraient devenir une source de diversification de portefeuille.

« L'entrée et la sortie » du territoire négatif sont des étapes importantes ou des zones critiques pour les marchés, mais le processus de redressement l'est tout autant. L'impact sur les marchés provient davantage du taux de variation que du niveau réel, même si le fait de partir d'un taux d'intérêt réel profondément négatif devait rendre l'ajustement plus brutal et accentuer encore davantage la volatilité des marchés.

Achevé de rédiger le 28 janvier 2022

LE THÈME DU MOIS

Actualisation de nos perspectives d'investissement pour 2022



Valentine AINOUCZ,
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.

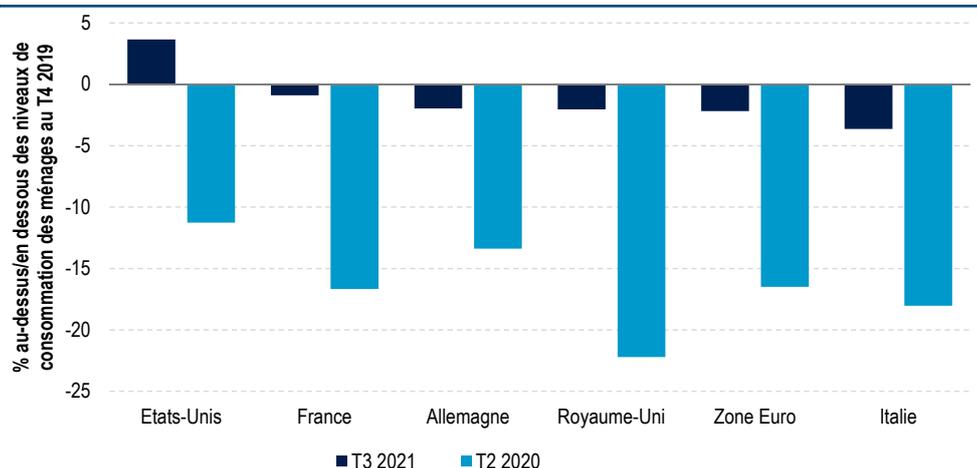
Marchés développés

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.

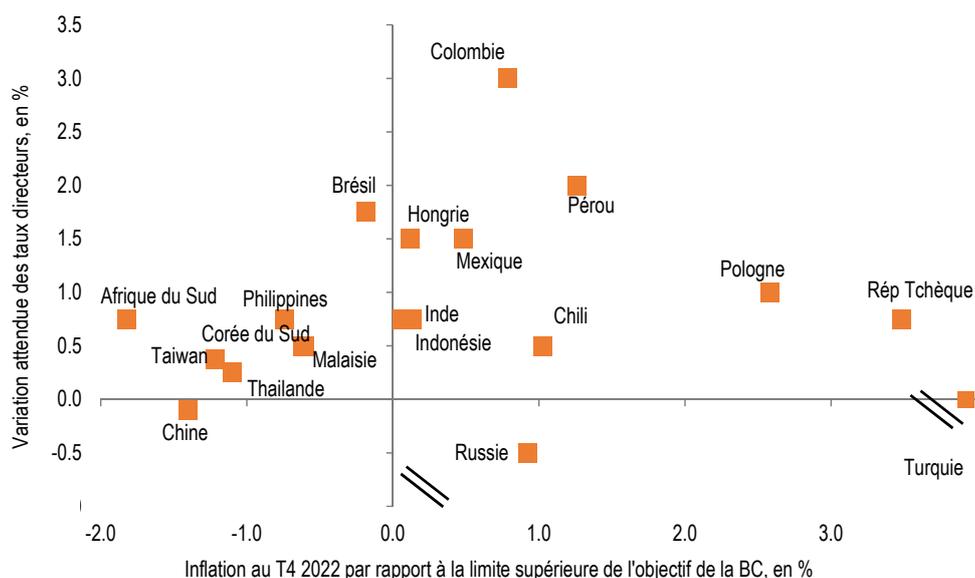
Le virage important opéré par la Réserve fédérale qui de tolérante est devenue inquiète face à l'inflation, fait apparaître un nouveau catalyseur dans le discours des banques centrales des pays émergents. En 2021, le processus de normalisation de la plupart des banques centrales des pays émergents présentait 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'investment 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'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'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

THÉMATIQUE



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment Intelligence

La première dimension de la souveraineté stratégique est celle de la sécurité d’approvisionnement en biens essentiels

La souveraineté stratégique européenne doit être une opportunité d’investissement

Le concept de souveraineté stratégique dépasse largement les sujets de sécurité et de défense. Elle suppose une autosuffisance relative, une capacité à imposer ses normes et à créer des leaders mondiaux dans les écosystèmes de demain. Cet objectif politique doit s’appuyer sur une réalité économique et passe d’abord par nouvelle dynamique de l’investissement en Europe.

Le thème de la souveraineté stratégique européenne a été remis au centre du débat avec la crise sanitaire. Alors que la France assume la présidence tournante de l’Union européenne (UE), le sujet redevient par la voix du Président Macron, un axe politique. Cependant le concept reste encore mal

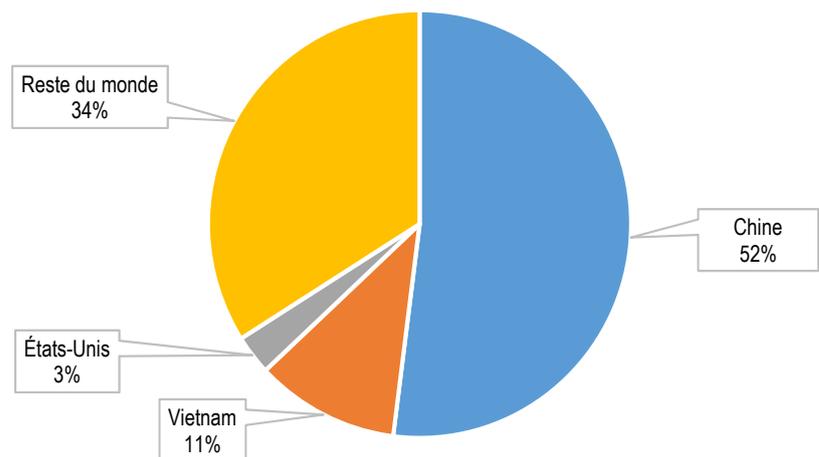
défini car il recouvre plusieurs réalités et dépasse largement les sujets de sécurité et de défense. La souveraineté stratégique serait la possibilité d’augmenter le champ des possibles en cohérence avec ses propres objectifs ; et l’UE en est encore loin.

Réduire les dépendances extérieures fortes

L’arrêt brutal des importations pendant les périodes de confinement, nous a rappelé que la première dimension de la souveraineté est celle de la sécurité d’approvisionnement en biens essentiels. Il existe près de 140 produits clefs pour lesquels l’Europe dépend quasi totalement de fournisseurs non-européens. On trouve dans cette liste des matières premières et les énergies fossiles, mais aussi les composants électroniques ou des médicaments. La dépendance pétrolière devrait être réduite

par la transition énergétique, mais cette dernière entraînera une dépendance tout aussi forte sur les métaux, les terres rares ou les cellules photovoltaïques. La Chine représente aujourd’hui plus de la moitié des importations en valeur des produits pour lesquels la dépendance externe de l’UE est très élevée. Mais la dépendance vis-à-vis de l’Inde est aussi très forte pour les composants pharmaceutiques ; elle est quasi-totale vis-à-vis de Taïwan pour les semi-conducteurs avancés.

1/ Origine des importations des 137 produits pour lesquels l’UE est dépendante (en valeur)

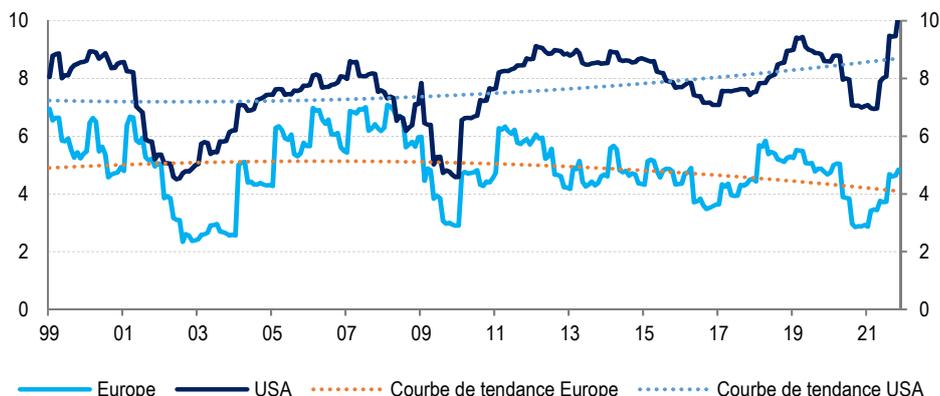


Source : Commission européenne , Recherche Amundi, juin 2021

On peut difficilement s’affranchir des contraintes géologiques, mais la production sur le sol européen de biens industriels combinée à une plus grande diversification des approvisionnements, permettrait d’améliorer l’autonomie de la région. Cependant, cela requiert des centaines de milliards d’euros d’investissement sur une dizaine d’années. Or le retour sur capitaux investis des entreprises

européennes n’a cessé de baisser depuis la crise financière, et diverge dangereusement de leurs comparables américaines. Pour rendre de tels investissements possibles, il faut donc créer les conditions réglementaires adéquates, flécher l’épargne et l’investissement institutionnel vers le long terme, et assurer dans la durée un retour sur investissement supérieur au coût du capital.

2/ Retour sur capitaux investis États-Unis & Europe (RCI agrégé moyen depuis 1999)



Source : MSCI, Recherche Amundi, Janvier 2022

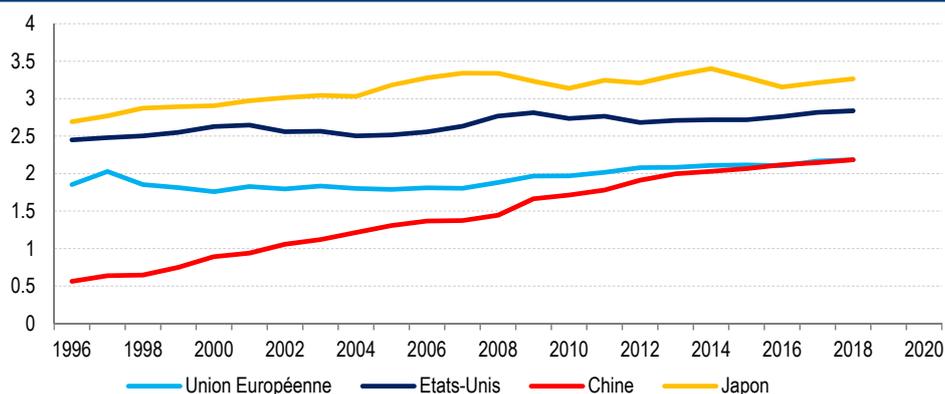
La rentabilité des capitaux investis baisse en Europe

Pouvoir définir les règles du jeu

La deuxième dimension est celle de l'autonomie des normes. Si en temps de paix, la guerre est commerciale, les normes et les réglementations en sont les armes. Définir et imposer ses normes est une marque de souveraineté. On constate d'ailleurs que l'essentiel des conflits qui opposent la Chine et les États-Unis s'incarne à travers les normes, les Américains reprochant aux Chinois de ne pas appliquer des règles qu'ils ont très largement établies depuis 30 ans, et les Chinois opposant leur droit

légitime à imposer les leurs. L'UE, dont la production normative fait parfois débat, est capable d'imposer ses normes comme elle l'a montré avec la RGPD. La taxonomie verte européenne en cours de finalisation est un enjeu stratégique majeur dans le contexte de la transition énergétique. L'Europe assurera son autonomie si elle réussit à imposer ses propres règles qui orienteront les 200 à 300 milliards d'euros d'investissement nécessaires chaque année pour assurer cette transition sur le continent.

3/ Dépense en recherche et développement (% du PIB)



Source : Banque Mondiale, Recherche Amundi, données de 1996 à 2019 soit avant la crise du Covid

Faire naître (ou renaître) des leaders mondiaux

Un troisième axe passe par le renforcement ou la création de leaders européens sur les segments qui assureront la souveraineté stratégique de demain. Il ne s'agit pas seulement de secteurs mais des chaînes de valeurs et d'écosystèmes complets qui permettront le développement de nouveaux produits et de nouveaux services. C'est le cas par exemple de l'intelligence artificielle, la cybersécurité, les plateformes commerciales numériques, le cloud, les objets connectés,

la mobilité verte, l'hydrogène, le spatial ou encore les équipements médicaux avancés. Ces segments offrent des retours sur capitaux investis supérieurs à la moyenne européenne des dix dernières années, mais leurs développements nécessitent une plus grande intégration financière de l'Europe. **Pour devenir une réalité politique, la souveraineté stratégique européenne doit être une opportunité d'investissement.** Cela suppose que les retours sur investissements

THÉMATIQUE

soient attractifs et au minimum égaux à ceux proposés dans les autres grandes régions du monde. En effet, les fonds publics serviront d'aiguillon mais ils ne seront pas suffisants face aux besoins en fonds propres. C'est grâce à l'investissement privé et l'épargne longue, prenant la forme de fonds

thématiques en actions ou en dettes listées ou privées, alignant les objectifs des États, des entreprises et des investisseurs, qu'elle se construira.

Achévé de rédiger le 14 janvier 2022

¹ « Le succès de l'UE dans la transformation et la modernisation de son économie dépend d'approvisionnement durable en matières premières primaires et secondaires nécessaires au développement de technologies propres et numériques dans tous les écosystèmes industriels de l'UE. » Communication de la Commission au Parlement et au Conseil Européen, Sept 2020

² €350Mds selon nos estimations dans le cas du secteur des semi-conducteurs pour atteindre 20 % de part de marché global. Voir aussi les projets d'investissement d'Intel en Europe de €80Mds sur 10 ans

³ Source MSCI & IBES

⁴ Par exemple le « European Chips Act » actuellement en préparation par la Commission

⁵ Règlement Général sur la Protection des Données

⁶ Union des marchés de capitaux et union bancaire

THÉMATIQUE



Karine HERVÉ,
Macrostratège Senior,
Marchés émergents

La politique monétaire peu orthodoxe est l'une des principales causes du niveau élevé de l'inflation en Turquie

L'inflation en Turquie pourrait très bien atteindre 50 % voire plus dans les prochains mois

En raison de politiques économiques peu orthodoxes, la Turquie va devoir faire face à une année difficile, avec une inflation au plus haut depuis 20 ans... mais nous voyons de la lumière au bout du tunnel !

Des politiques économiques peu orthodoxes pour assurer la continuité politique du gouvernement

Le président Erdogan et son parti (AKP) connaissent leur plus faible popularité à l'approche des élections en juin 2023. À l'heure actuelle, le gouvernement fait le pari d'un *policy mix* basé sur des taux d'intérêt bas, une monnaie plus faible et un paquet fiscal pour soutenir la croissance et assurer sa réélection. Il s'agit d'un pari extrêmement risqué dans un environnement où l'inflation ne cesse de grimper.

Quelle est la « théorie » économique qui sous-tend cette politique peu orthodoxe ? Premièrement, il s'agit de tirer les taux d'intérêt vers le bas car des taux d'intérêt élevés sont un frein aux investissements productifs, donc à la demande intérieure et à l'emploi. Deuxièmement, une monnaie plus faible devrait doper les exportations, réduire les importations, améliorer le solde de la balance courante, soutenir la croissance et, au passage, stabiliser à un moment donné la livre, ce qui

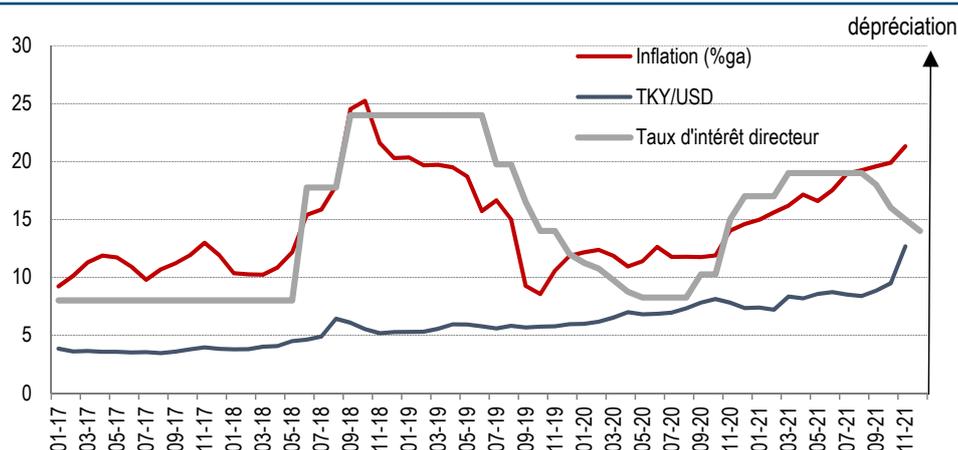
devrait réancrer les anticipations d'inflation. Troisièmement, la Turquie i) devrait continuer d'attirer les investissements directs étrangers, car il s'agit d'un marché énorme, qui offre de nombreuses opportunités avec une population jeune et de faibles coûts de main-d'œuvre et ii) devrait éviter une crise de la balance des paiements car dans le contexte actuel, le pays est en capacité de financer ses obligations extérieures pendant au moins un an. Quatrièmement, il est possible de contenir les pressions inflationnistes mondiales grâce à des prix administrés. Cinquièmement, l'utilisation de la marge de manœuvre budgétaire du pays (la dette publique est inférieure à 40 % du PIB) pour mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire devrait compenser les effets négatifs de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts de production des entreprises.

La CBRT a lancé un cycle d'assouplissement qui a nourri la tempête

En tant que fervent défenseur des taux d'intérêt bas, le président Erdogan a appelé à maintes reprises à une baisse des taux d'intérêt. Appels qui semblent

avoir été entendus par la Banque centrale de la République de Turquie (CBRT) qui a abaissé les taux alors même que le pays était en proie à une inflation galopante.

1/ Inflation et Taux



Sources: CEIC, Recherche Amundi - Données au 25/01/2022

THÉMATIQUE

En effet, alors que l'inflation turque approchait les 20 % en glissement annuel en septembre 2021, la CBRT a lancé un cycle d'assouplissement monétaire, avec une diminution des taux de 500 pb à 14 % (voir graphique n° 1). Cette politique monétaire ultra-accommodante ainsi que les changements successifs à la

tête de la banque centrale ont fait naître des doutes chez les acteurs de marché quant à l'indépendance de la CBRT et à la soutenabilité à moyen terme d'une telle politique. Cela a généré une forte volatilité et une dépréciation de la livre malgré les différentes interventions de la CBRT.

Encadré 1 : Mesures visant à limiter l'impact négatif d'une inflation élevée sur l'économie réelle et à soutenir la demande intérieure

- Les salaires minimums nets seront augmentés de 50 % d'ici 2022 ;
- L'impôt sur le revenu et autres taxes seront supprimés pour tous les salariés dont le salaire est inférieur ou égal au nouveau salaire minimum ;
- Nouveau soutien de l'État aux retraites privées: le gouvernement s'alignera sur 30 % de toutes les cotisations versées par les travailleurs du secteur privé au système de retraite facultatif, contre 25 % actuellement ;
- Abaissement à 10 % de la retenue à la source sur les dividendes des sociétés ;
- Les exportateurs et les industriels bénéficient d'une réduction de 1 pp de l'impôt sur les sociétés.

La stabilisation de la livre est essentielle au succès des politiques du gouvernement

Le 16 décembre, le gouvernement a annoncé une série de mesures visant à limiter l'impact négatif de l'inflation élevée sur l'économie réelle et à soutenir la demande intérieure (voir encadré 1), alors que dans le même temps, la CBRT abaissait à nouveau son taux. La livre a chuté de 20 % en quelques jours atteignant un plancher historique de 18,4 par dollar. Il est fort probable que la CBRT soit intervenue sur le marché

(la position extérieure nette a diminué de 7 milliards de dollars dans les deux jours suivants). Le 21 décembre, des mesures supplémentaires ont été mises en place pour favoriser les dépôts et l'épargne en livre et la dé-dollarisation afin de stabiliser la monnaie (voir encadré 2). Les interventions de la CBRT et les nouvelles mesures ont donné une légère impulsion à la livre, qui s'établit à environ 13,5 aujourd'hui.

Encadré 2 : Mesures visant à stabiliser la livre

- Dépôts en livres indexés sur les taux de change: si la dépréciation de la livre est supérieure au taux d'intérêt de la livre, les détenteurs de dépôts seront indemnisés de la différence par le Trésor et exonérés d'impôts ;
- Instrument de change à terme non livrable pour les exportateurs: la Banque centrale garantira des niveaux de taux de change à l'avance aux exportateurs pour atténuer les risques de change ;
- Réduction de la retenue à la source qui passe de 10 % à 0 % pour les investissements en titres en livres émis par le gouvernement ;
- Les exportateurs doivent vendre 25 % de leurs revenus en devises à la CBRT ;
- De nouveaux produits financiers pour faire entrer l'épargne-or « de secours » dans le système financier.

Cependant, peu de pays subissent des pressions inflationnistes aussi fortes que la Turquie. L'inflation a atteint 36,1 % en glissement annuel en décembre, soit un plus haut depuis 20 ans, bien supérieur au chiffre de novembre (21,3 %) et aux prévisions du consensus (27,4 %). La hausse des prix des denrées alimentaires (43,8 % en décembre, contre 27,1 % en novembre) et de

l'énergie (42,9 % contre 32,1 %) a été le principal moteur de l'augmentation de l'inflation totale. Les prix des services et l'inflation sous-jacente ont également progressé respectivement de 22,3 % et 31,9 % en décembre, contre 16,9 % et 17,6 % le mois précédent. Les prix de la production ont connu une hausse de plus de 80 %. L'inflation s'est propagée à l'ensemble des biens et services.

THÉMATIQUE

Comme dans de nombreux pays, les pressions inflationnistes ont été et sont encore alimentées par les prix élevés des produits de base, l'augmentation des coûts de transport et de fret et la hausse des prix des biens intermédiaires, due aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Néanmoins, il est clair que la forte dépréciation de la livre (alimentée par une politique monétaire peu orthodoxe) a exacerbé la hausse des prix des produits importés et constitue la principale raison des chiffres actuels de l'inflation.

Compte tenu des effets de base, des pressions inflationnistes mondiales qui devraient persister plus longtemps

que prévu, des augmentations à venir des prix de l'énergie domestique¹, des taxes spéciales sur la consommation, notamment sur le tabac et l'alcool de l'ordre de +25 %, une forte augmentation du salaire minimum (+50 % en 2022) et des hausses de salaires dans le secteur public, l'inflation devrait dépasser les 50 % en glissement annuel dans les prochains mois. Dans ce contexte, la CBRT ne pouvait pas se permettre d'exercer une pression supplémentaire sur la livre en continuant à baisser ses taux. La décision de faire une pause lors de sa dernière réunion de politique monétaire tenue le 20 janvier était attendue par les acteurs de marché.

Les mesures de soutien et la pause de la CBRT seront-elles suffisantes pour stabiliser la situation économique du pays ?

La dépréciation de la livre ayant été l'un des principaux moteurs de la flambée de l'inflation en Turquie, les mesures prises par les autorités et la pause de la CBRT parviendront-elles à stabiliser la monnaie ? Telle est la question cruciale !

Nous pensons que les mesures sur les dépôts en livres liés aux taux de change ont une sorte d'impact « ponctuel » et limité sur la stabilisation de la monnaie, sans parler du fait qu'elles devraient être coûteuses. La demande de devises est « structurelle » en Turquie (la part des devises dans les dépôts des ménages est supérieure à 60 %) et dans un environnement où l'inflation et les incertitudes qui y sont liées sont élevées, les ménages ne devraient pas, selon nous, modifier massivement leur comportement. De plus, l'inflation élevée et les taux d'intérêt réels négatifs ne sont pas des facteurs d'accroissement des dépôts, de la demande d'actifs et de l'épargne. En d'autres termes, l'incitation à l'épargne est faible. Par ailleurs, alors que le déficit public devrait passer de 3 % à 5 % du PIB en 2022 et que la dette publique devrait s'inscrire en hausse de 2 ppt à 5 ppt, ces mesures pourraient détériorer davantage les indicateurs budgétaires : une dépréciation supplémentaire de 10 % de la livre creuserait le déficit budgétaire de 1 ppt du PIB sur un horizon de 6 mois.

Un autre moyen de stabiliser la livre serait, comme mentionné précédemment, une amélioration du solde de la balance courante. En théorie, une monnaie faible contribue à stimuler les exportations grâce à des gains de compétitivité et à réduire la demande d'importations, de sorte que la balance courante s'améliore. Cependant, dans le cas de la Turquie aujourd'hui, plusieurs facteurs pourraient exercer des forces contraires.

Premièrement, en ce qui concerne le commerce turc, les marchandises sont en grande partie facturées en devises et les importations sont pour la plupart des biens intermédiaires. Dans cette configuration, les gains de compétitivité pourraient être limités. Deuxièmement, de nombreuses études montrent que les exportations sont plus sensibles à la demande extérieure qu'à la dépréciation du taux de change effectif réel. Dans le contexte mondial de grandes incertitudes dues à la pandémie et de révisions à la baisse de la croissance mondiale, la demande extérieure pourrait décevoir. En particulier, les recettes des exportations turques sont principalement tirées par le tourisme. Ce dernier pourrait ne pas renouer avec son niveau d'avant la pandémie, si l'on tient compte du nouveau variant (Omicron) et des nouvelles restrictions de mobilité. Troisièmement, si la demande intérieure,

Tant que l'inflation ne s'inversera pas, la livre restera sous pression

¹ La hausse des prix de l'électricité devrait être comprise entre +50 % et +125 et celle du gaz naturel et de l'essence devrait être de +25 %.

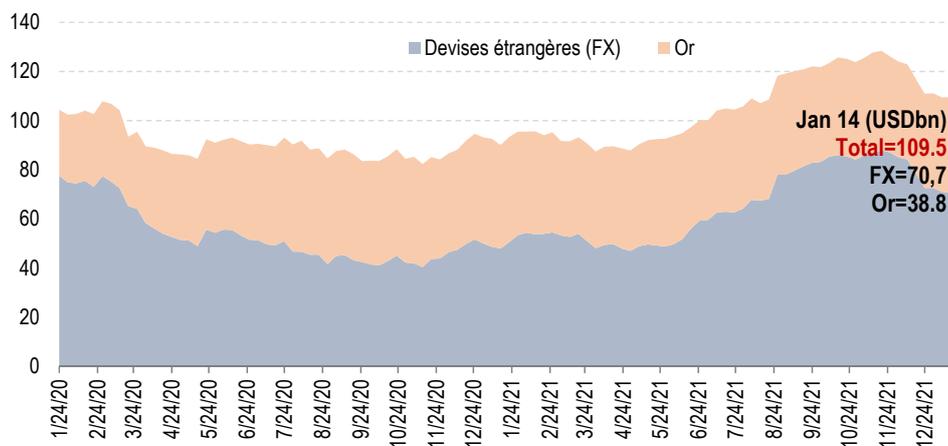
et notamment la consommation des ménages, tirées par la croissance des prêts et l'augmentation des salaires, demeurent solides, les importations ne devraient pas diminuer; au contraire, en raison de la dépréciation de la livre, elles devraient être plus chères. Enfin, l'année dernière, l'amélioration de la balance courante était en partie due à la réduction du déficit du commerce de l'or. Ce dernier étant désormais proche de l'équilibre, il est peu probable qu'il soit une source d'amélioration à l'avenir.

La CBRT pourrait continuer à intervenir sur le marché, mais c'est une mesure coûteuse et, dans tous les cas, elle ne sera pas viable à moyen terme. Le 19 janvier, la CBRT aurait signé des accords de swap avec les banques centrales des Émirats arabes unis d'environ 5 milliards de dollars et d'Azerbaïdjan pour 1 milliard de dollars. Il s'agirait des quatrième et cinquième

accords de swap que la CBRT aurait conclu avec une autre banque centrale, après un accord de swap de 15 milliards de dollars avec le Qatar, de 6 milliards de dollars avec la Chine et de 2 milliards de dollars avec la Corée du Sud; tous ces accords ont été conclus en livres. Les réserves brutes turques avoisinent maintenant 110 milliards de dollars, dont 40 milliards de dollars d'or et 70 milliards de dollars de devises. Les swaps bilatéraux représentent environ 30 milliards de dollars. Seuls environ 40 milliards de dollars de devises sont utilisables en espèces pour des interventions directes. Au cours du seul mois de décembre dernier, les interventions officielles de la CBRT se sont élevées à 7,2 milliards de dollars et les interventions officieuses auraient semble-t-il été du même ordre (voir graphique n° 2).

Il ne se dégage aucun consensus sur la politique que mènera la CBRT à court terme

2/ Réserves



Sources: Thomson Reuters/Recherche Amundi - Données au 25/01/2022

Il ne fait aucun doute que 2022 sera une année difficile pour la Turquie

Tant que les anticipations d'inflation ne seront pas ancrées, c'est-à-dire tant que la trajectoire de l'inflation ne se sera pas inversée, la livre devrait rester sous pression. Le gouvernement adoptera probablement de nouvelles mesures administratives et réglementaires en vue de contenir l'inflation. En l'absence d'une nouvelle dépréciation massive de la livre, nous ne pensons pas que la CBRT fera volte-face et relèvera ses taux ni au premier ni au deuxième trimestre. Nous pensons que la CBRT adoptera une attitude attentiste jusqu'à la saison estivale, afin de surveiller

l'impact des récentes mesures sur l'inflation et d'agir en fonction de la trajectoire de cette dernière.

En fait, les perspectives à court terme, ainsi que le gouvernement, sont si imprévisibles qu'aucun consensus ne se dégage. Les analystes sont largement divisés. Certains s'attendent à ce que la CBRT conserve une posture attentiste cette année, quelle que soit la tendance de l'inflation. D'autres considèrent qu'elle n'a pas d'autre choix que de relever son taux au premier trimestre ou, au pire, au deuxième trimestre. Enfin, certains

sont d'avis qu'étant donné le biais pro-croissance des autorités, la CBRT devrait abaisser à nouveau son taux avant l'été. Inutile de souligner à quel point les perspectives économiques et politiques sont fragiles, ce qui accroît la perception du risque.

Cependant, un autre élément pourrait également changer la donne : le peuple turc commence à descendre dans la rue pour protester. L'érosion du pouvoir d'achat des ménages pourrait jouer contre le gouvernement et éroder encore plus sa popularité. Les risques d'agitation sociale s'intensifient. Même les soutiens du gouvernement haussent le ton, et ce phénomène devrait

s'accentuer à mesure que les conditions économiques se dégraderont.

Ce n'est pas la première fois que les responsables politiques turcs tentent de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques peu orthodoxes, mais ils reviennent généralement à des mesures plus conventionnelles lorsque la situation devient incontrôlable. Serait-il possible de voir les autorités faire à nouveau volte-face et la CBRT augmenter ses taux ? Nous pensons qu'elles le feront, mais le plus tard possible.

Achévé de rédiger le 20 janvier 2022

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

Mise à jour mensuelle

Nous ajustons à la marge les grandes lignes des scénarios pour tenir compte des dernières informations économiques et de l'impact du variant Omicron, mais gardons les probabilités des scénarios inchangées. Le scénario central suppose que le Covid-19 deviendra endémique avec des vagues multiples bien que gérables, que les leviers budgétaires resteront importants et liés aux politiques monétaires, que l'inflation restera élevée pendant toute l'année 2022 et que la croissance reviendra à son potentiel en 2023.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %

Nouvel effondrement vers la stagflation

Analyse

- Plusieurs risques entraînent **une récession économique**, dont la profondeur dépend de la nature et de l'intensité du choc.
- ★ Les **pressions haussières sur les prix s'atténuent** à mesure que la demande mondiale recule et que les marchés du travail se détériorent.
- ⊙ Les **politiques monétaire et budgétaire accommodantes sont renouvelées**, avec probablement une nouvelle étape dans la répression financière.
- ⊙ Malgré un contexte de croissance plus lente, l'inflation devrait refaire surface, **obligeant les BC à s'écarter de leurs orientations et à perdre leur crédibilité**.
- Les **déclencheurs possibles** de ce scénario sont l'atterrissage brutal de l'économie chinoise, un variant dangereux, des chocs financiers, le désancrage des anticipations d'inflation, des catastrophes naturelles liées au changement climatique ou des erreurs politiques.

SCÉNARIO CENTRAL 70 %

Parcours chaotique, divergences régionales

Analyse

- ☠ Le **Covid-19** devient une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires.
- ☠ L'**activité mondiale** se maintient mieux que lors des vagues précédentes, mais les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement subsistent jusqu'à la fin de 2022.
- ★ La **croissance diminue** progressivement vers la tendance en 2022, exposant 2023 à un risque de baisse. Passage à vide au S1 2022 en raison du ralentissement de l'économie chinoise, de l'impact négatif du variant Omicron et de l'accélération de l'inflation.
- ★ Des **pressions inflationnistes** persistent pendant toute l'année 2022 en raison des goulets d'étranglement de l'offre et des pressions sur les salaires/l'alimentation/l'énergie qui s'atténuent en 2023. L'inflation devient un problème politique.
- ⊙ **Asynchronie des politiques monétaires**: la Fed passe rapidement du *tapering* au QT avec quatre hausses cette année, cycle de hausse modérée pour la BoE, la BCE est sous pression pour recalibrer le QE, mais assouplissement pour la PBoC. Les taux vont monter mais devraient rester bas plus longtemps.
- ⊙ **Politique budgétaire**: retrait de certaines aides, mais un soutien public sera nécessaire pour la transition énergétique ainsi que des subventions pour lisser l'impact sur les ménages à court terme.
- ☘ Le **changement climatique** pèse sur la croissance et pousse à la hausse les prix des matières premières et de l'énergie, en renforçant les tendances stagflationnistes.

SCÉNARIO HAUSSIER 15 %

Croissance inclusive et durable

Analyse

- ☠ 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.
- ☘ **Croissance inclusive** et lutte efficace contre les inégalités.
- ★ L'**inflation** reste sous contrôle.
- ⊙ Une **hausse des taux d'intérêt** du fait du renforcement de l'investissement et de la diminution de l'épargne.
- ⊙ Les politiques de normalisation des **banques centrales** sont accueillies favorablement par les marchés financiers.
- La **dette est soutenable** grâce à une croissance forte et à un retour progressif à la discipline budgétaire.
- Les **déclencheurs possibles** de ce scénario sont : le succès des réformes structurelles, les campagnes de vaccination efficaces et la finance inclusive décentralisée.

☠ Sujets liés au Covid-19

★ Perspectives de croissance et d'inflation

⊙ Politique monétaire et budgétaire

▲ Plans de relance ou conditions financières

● Solvabilité des émetteurs privés et publics

● Régime économique ou financier

☘ Sujets sociaux ou liés au climat

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

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Nouvel effondrement vers la stagflation	Parcours chaotique, divergences régionales	Croissance inclusive et durable
Répercussions sur les marchés	Répercussions sur les marchés	Répercussions sur les marchés
<ul style="list-style-type: none"> – Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain – Miser sur les stratégies de volatilité minimum – Or 	<ul style="list-style-type: none"> – Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles en raison des valorisations élevées et du ralentissement de la croissance – 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 et de croissance à long terme intact 	<ul style="list-style-type: none"> – Pentification baissière de la courbe des bons du Trésor américain – Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés – Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation

Point sur le Covid-19

Pierre BLANCHET, *Responsible Investment Intelligence*

Le nombre de cas de Covid-19 continue d'augmenter rapidement à mesure que le variant Omicron se propage à travers le monde. L'Europe et les États-Unis enregistrent les chiffres les plus élevés dans l'hémisphère nord et la progression des cas est trois à cinq fois plus importante qu'à la même période l'année dernière, avec plus de 20 millions d'infections par semaine recensées officiellement à la mi-janvier. Toutefois, le nombre de cas augmente désormais plus rapidement en Méditerranée orientale et en Asie du Sud-Est. Comme au Japon l'année dernière, la Chine a mis en place des règles strictes à la veille des Jeux olympiques d'hiver, avec des mesures rigoureuses pour éviter toute transmission pendant les jeux.

Une première « bonne » nouvelle est que le taux de mortalité continue de baisser. Cependant, le nombre de victimes augmente en raison du grand nombre de cas. Deuxièmement, malgré sa hauteur, cette vague semble tomber très rapidement, comme ce fut le cas au Royaume-Uni. Son impact sur l'économie devrait donc être de courte durée. Troisièmement, dans des régions comme l'Europe, 60 % de la population devrait avoir contracté la maladie d'ici la fin du mois de mars, un niveau qui, selon l'OMS, pourrait déclencher l'immunité de groupe.

Pour l'heure, neuf vaccins ont reçu l'autorisation d'utilisation d'urgence de l'OMS. Plusieurs études ont montré que les vaccins ARNm existants offrent un niveau élevé de protection contre les formes graves, réduisant ainsi les hospitalisations. Pfizer et BioNTech ont néanmoins recruté les premiers participants pour l'essai clinique d'un vaccin adapté au variant Omicron, afin d'évaluer les bénéfices de nouvelles campagnes de vaccination ciblant Omicron.

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Nous n'apportons pas de changement substantiel ce mois-ci aux principaux risques de notre scénario central de 2022. Après la vague due au variant Omicron nous modifions le risque pandémie avec un nouveau variant plus dangereux. Nous considérons les risques liés au Covid-19 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 20 %

- **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 sont mis en place, fragilisant la reprise économique et le sentiment des investisseurs
- **Les perturbations des chaînes d'approvisionnement** perdurent et les pressions sur le coût des intrants entraînent une récession des bénéfices des entreprises
- **L'effondrement du marché immobilier chinois** se traduit par une baisse des perspectives de croissance
- **Le choc pétrolier et gazier** est alimenté par l'augmentation de la demande et la réduction des dépenses d'investissement
- **Erreur de politique monétaire**
 - La Fed et les principales BC des pays développés resserrent trop tôt les conditions de financement en raison de la hausse des anticipations d'inflation, ce qui compromet la reprise, tandis que l'inflation finit par retomber
 - Les erreurs de communication des banques centrales entraînent une plus grande incertitude
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance

RISQUE FINANCIER 20 %

- **Le désancrage des anticipations** d'inflation conduit à une dislocation du marché obligataire et à un durcissement de la politique monétaire
- La pression sur les marges des entreprises due au coût élevé des intrants et les doubles commandes entraînent des avertissements sur les bénéfices.
- Malgré l'amélioration des fondamentaux, **le risque d'insolvabilité des entreprises augmente** avec la fin des dispositifs de soutien des banques centrales et des gouvernements
- **Crise de la dette souveraine**
 - La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, 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
- **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

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

- **États-Unis et Europe vs Chine & Russie**
 - Déploiement militaire près de la frontière ukrainienne
 - Perte d'influence des États-Unis après le retrait de l'Afghanistan et méfiance des alliés de l'OTAN
 - Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine et la Russie
 - L'UE pourrait se ranger derrière les États-Unis au mépris de ses intérêts économiques
 - Affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan
- **Fragmentation accrue de l'UE** en raison de la montée des tensions avec la Russie et du vote populiste.
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
 - à la gestion chaotique des crises épidémiques
 - à la hausse des prix alimentaires et de l'énergie provoquant un mouvement de contestation similaire à celui des printemps arabes
- **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)

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

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

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Pétrole, crédit et actions, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Mise à jour mensuelle: le feu tricolore sur les fondamentaux et les valorisations est passé du rouge à l'orange.

 **Retournement effectué**

 **Retournement imminent**

 **Pas atteint, trop tôt pour se prononcer**

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La vague Omicron qui se propage rapidement à travers le monde a apporté une nouvelle dose d'incertitude et de faiblesse à partir du milieu du T4 et en début d'année. Les indicateurs avancés et les enquêtes confirment une décélération de la mobilité et de l'activité, parfois très marquée, notamment lorsqu'elle est associée à un durcissement des restrictions.
- En parallèle, certains signes indiquent que la vague pourrait être moins meurtrière que les précédentes et qu'elle est en train de reculer, ce qui permet d'espérer un choc de courte durée sur l'activité. Certains pays commencent d'ores et déjà à lever les restrictions.
- Le consensus mondial a continué à s'ajuster à la baisse au cours du trimestre. Il est de nouveau en territoire légèrement négatif. Les surprises économiques, en revanche, sont récemment devenues positives.
- La dynamique des surprises économiques diverge selon les régions. Dans les MD, bien qu'en territoire positif, la dynamique est en hausse dans la zone euro et au Japon, mais se dégrade aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans les ME, les surprises sont à nouveau en territoire positif et la dynamique est positive en Chine.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les multiples et les BPA prévisionnels commencent à revenir à des niveaux plus normaux et moins complaisants, compte tenu de la décélération économique et du ton moins accommodant de la Réserve fédérale, même si nous estimons que les taux d'intérêt resteront bas dans l'avenir proche.
- La liquidité a été le principal moteur des actifs risqués. Ce soutien devrait désormais s'estomper quelque peu, en raison des pressions inflationnistes qui poussent les banques centrales à engager la normalisation de leurs politiques.

ALLOCATION
D'ACTIFS
NEUTRE+

FACTEURS TECHNIQUES

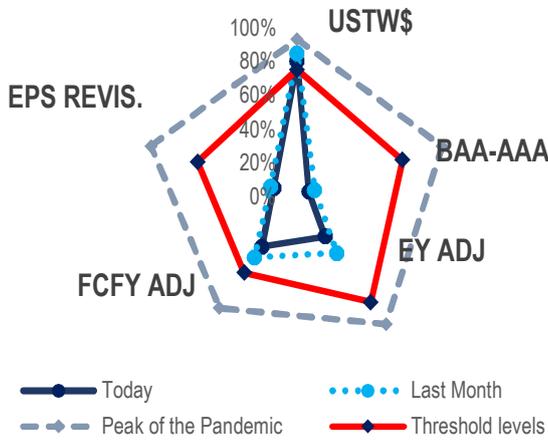
- La récente correction a révélé les premiers signes de fragmentation des tendances des actifs risqués, avec de nombreuses ruptures dans les indicateurs de momentum à court terme.
- D'autre part (et malgré la normalisation mondiale qui s'annonce), les marchés sont toujours portés par les liquidités, les segments sur-vendus étant soudainement achetés, empêchant toute correction structurelle.
- Les RSI indiquent une survente, avec quelques exceptions, de l'ensemble de l'univers Multi-Asset. Mais est-ce suffisant ? En l'absence de directionnalité claire des indicateurs techniques (soutien de type contrarian, mais manque de momentum à moyen terme), nous anticipons un manque d'appétit à court terme.

SENTIMENT

- Les actions, le crédit et le portage nous rappellent tous que la fin du mode « pilotage automatique » approche et que les aubaines vont se faire rares. Les investisseurs sont devenus nerveux à propos de l'inflation et de ce que cela signifie pour la Fed et son action politique. Les tensions géopolitiques compliquent l'environnement macroéconomique et les actifs risqués corrigent dans un contexte de « choc de la valeur en risque ».
- Toutefois, ceci ne s'est pas encore entièrement concrétisé par une forte dégradation de nos outils de mesure du sentiment. Les *spreads*, les révisions côté sell-side, la modeste reprise de l'USD et les valorisations relatives restent loin des niveaux d'alerte, malgré le mur d'inquiétudes qui s'élève.
- Le contexte macroéconomique suggère que l'année 2022 sera difficile, mais nous n'avons toujours pas la preuve d'une réduction structurelle du risque sous l'angle du sentiment.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Recherche Amundi, Données au 24 janvier 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque malgré le récent choc de la valeur en risque. Les révisions à la baisse des BPA restent limitées et les primes de risque de crédit (nous nous basons sur le *spread* Baa-Aaa de Moody's) semblent ignorer le récent pic de volatilité. Pourtant, le dollar est le principal élément qui appelle haut et fort à la prise de risque et ses répercussions sur les autres éléments doivent être surveillées de près.

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 L'impact de la vague Omicron sur la croissance

- L'activité mondiale a bien été touchée mais a mieux résisté que lors des vagues précédentes ; les chaînes d'approvisionnement resteront probablement affectées (→inflation)
- Alors que l'impact d'Omicron sur la mobilité semble similaire dans tous les pays, la réaction sur le plan politique n'a pas été uniforme, entraînant des différences entre les régions.
- Les données relatives à la rigueur et à la mobilité indiquent un ralentissement de la croissance dans la zone euro, où le PIB pâtira principalement (au quatrième trimestre 2021 et au premier trimestre 2022) du variant Omicron et de la hausse des prix de l'énergie.
- Aux États-Unis, la vague initiale d'Omicron n'a semblé avoir qu'un impact modéré. Cependant, les chiffres très faibles des ventes de détail en décembre renforcent les risques baissiers dans le cadre de nos prévisions de croissance pour le quatrième trimestre 2021 et, surtout, pour le premier trimestre 2022, en raison d'un fléchissement de la consommation.
- En Chine, malgré certains signes de normalisation de la chaîne d'approvisionnement, la politique du zéro Covid pourrait prolonger les perturbations. Les effets indirects ne sont pas encore reflétés dans les prix, ce qui implique un risque de baisse des marges des entreprises.

Conséquences sur les investissements :

- La volatilité plus élevée de la croissance confirme l'intérêt d'une exposition neutre aux actions et prudente au crédit.

2 Les banques centrales des pays développés sont plus intransigeantes que prévu et stimulent la volatilité

- La Réserve fédérale américaine (Fed) s'inquiète des pressions inflationnistes dans un contexte de marché de l'emploi déjà tendu. Ce cycle de resserrement devrait être très comprimé et inhabituel
- La trajectoire de relèvement des taux anticipée par Amundi est en ligne avec les prévisions de la Fed mais nous prévoyons un taux final légèrement inférieur (2,25 à 2,5 % contre 2,5 % pour la Fed).
- Nous tablons sur 4 relèvements de taux en 2022, avec un taux final de 2,25 %.
- Le resserrement quantitatif devrait démarrer au second semestre, avec une réduction du bilan sur l'année de 250 à 300 milliards en bons du Trésor et de 200 milliards en MBS. La Fed pourrait commencer progressivement, puis augmenter les plafonds de remboursement à un rythme de 100 milliards par mois : 60 milliards en bons du Trésor et 40 milliards en MBS. Le bilan pourrait être réduit de 250 à 300 milliards en bons du Trésor et de 200 milliards en MBS cette année.
- Le marché européen a reflété la dynamique américaine, nous sommes plus accommodants que le marché, qui s'attend à une correction excessive de la part de la BCE. L'asynchronisme des banques centrales devrait se poursuivre.
- Nous relevons notre objectif de fin d'année pour le rendement américain à 10 ans à 2/2,20 % (contre 1,8/2 %).
- Nous augmentons notre objectif de fin d'année pour le rendement allemand à 10 ans à -0,10/0,10 % (contre -0,30/-0,1 %).

Conséquences sur les investissements :

- Duration courte (5, 10 ans), position longue sur les swaps US d'inflation à 5 ans dans 5 ans, position longue sur les titres européens périphériques.

3 Le point sur les matières premières mondiales

- Nous confirmons notre préférence pour les métaux de base en raison des stocks et des considérations de valorisation. Les métaux de base sont davantage tirés par les goulets d'étranglement et la faiblesse des stocks de métaux liés à la transition verte, que par des considérations de croissance ou de reprise.
- Dans les matières premières vertes, le super cycle peut durer en supposant une forte demande d'électrification mondiale, car les valorisations bon marché ajustées aux stocks compensent la normalisation du cycle économique. Un tel scénario nécessiterait probablement une hausse proche de deux chiffres.
- Nous pensons que le gaz naturel liquéfié (GNL) et le pétrole américains affichent une valorisation raisonnable.
 - * GNL : le secteur de l'énergie est tiré vers le haut par des facteurs hétérogènes, notamment structurels, tactiques, fondamentaux et géopolitiques. Ces quatre facteurs ont soutenu le prix du GNL européen
 - * Pétrole : L'OPEP devrait tenir sa promesse d'augmenter progressivement la production, tandis que la demande devrait ralentir au cours du second semestre 2022, générant un excédent potentiel de pétrole. Par conséquent, notre objectif à court terme pour le WTI est de 80 USD et nous prévoyons une fourchette de [65 USD-75 USD] d'ici fin 2022.
- L'or est sous-évalué mais devrait rester sous pression du fait de la hausse des taux d'intérêt au premier semestre 2022.

Conséquences sur les investissements :

- Position longue sur les métaux de base tout au long de 2022, avec une préférence pour le GNL au premier semestre, puis une rotation vers l'or au second semestre.

POINTS CLÉS

4 Chine : révision à la baisse de nos prévisions de croissance du PIB pour 2022

- La politique du zéro COVID et le rééquilibrage du secteur immobilier continuent de peser sur le PIB chinois.
- Omicron introduit de nouveaux risques baissiers dans nos prévisions de croissance pour la Chine en 2022.
- Si davantage de villes renforcent les restrictions à l'approche du Nouvel An chinois et que la mobilité chute au niveau de l'année dernière, notre estimation de croissance du PIB sur l'ensemble de l'année pourrait passer de 4,7 % actuellement à environ 4 %.
- Les données nationales du secteur immobilier demeurent faibles.
- La PBoC a adopté un ton plus accommodant afin de freiner l'appréciation du RMB et d'aider les PME.

Conséquences sur les investissements :

- Nous préférons les emprunts d'État chinois dans l'attente d'un point d'entrée sur les actions.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Les facteurs propres aux entreprises seront de plus en plus déterminants dans l'allocation, puisque les pressions inflationnistes affecteront chaque entreprise de manière différente, en fonction de leur capacité à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. D'autre part, les défis opérationnels tels que les pénuries des chaînes d'approvisionnement et les problèmes de main-d'œuvre persistent. Nous recherchons donc de façon sélective la valeur relative et les opportunités de rotation.
	Actions US Value	+		L'année a commencé par une forte rotation en faveur des valeurs décotées dans un contexte de hausse des rendements core. Nous pensons que cette rotation va se poursuivre, mais de manière non linéaire. Il sera donc essentiel, pour préserver les rendements à long terme, de détenir des actions décotées d'entreprises disposant de moteurs de croissance structurels et d'un potentiel de croissance durable des bénéfices en dépit de l'inflation élevée.
	Actions US Croissance	--		Les flux générés par l'assouplissement quantitatif l'an dernier devraient diminuer et les valeurs de croissance chères qui s'éloignent de leurs fondamentaux seront pénalisées. Nous sommes défensifs vis-à-vis des entreprises à forte croissance qui ne sont pas en phase avec leurs fondamentaux.
	Europe	=/+		Dans un contexte d'impact économique plus faible du variant Omicron, il convient de se concentrer sur la croissance des bénéfiques et sur la manière de tirer parti des rotations qui favorisent les segments décotés et cycliques du marché. À cet effet, les éléments clés sont la sélection et le pouvoir de fixation des prix des entreprises que nous évaluons au regard de leur portefeuille de marques et de la solidité de leur bilan.
	Japon	=		Le Japon devrait bénéficier de l'amélioration de la dynamique des bénéfices, de valorisations attractives par rapport au reste du monde développé et de l'affaiblissement du yen. L'amélioration de la demande extérieure est également un élément positif pour l'économie japonaise orientée vers l'export.
	Chine	=/+		Nous percevons des risques à court terme liés aux politiques « zéro-covid » et aux mesures de confinement qui en découlent, ainsi qu'aux faiblesses de la consommation et du secteur de l'immobilier. Toutefois, nous restons attentifs aux opportunités sélectives dans un contexte de politique plus accommodante et de transition à long terme du pays vers un modèle de croissance équilibrée avec un objectif de « prospérité commune ».
	Marchés émergents	=		Si les valorisations des actions émergentes sont attractives d'un point de vue global, nous restons attentifs aux risques géopolitiques. Il convient de noter que la fragmentation observée parmi les pays émergents (taux réels, valorisation des devises, géopolitique, profil de croissance) masque parfois les avantages de diversification géographique et thématique pour les portefeuilles internationaux. Il faut donc se concentrer sur le profile risque/rendement de chaque pays, sans pour autant le confondre avec l'absence d'opportunités.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les risques d'inflation à moyen terme ont amené la Fed à communiquer sur ses plans de resserrement quantitatif, qui, selon nous, dépendront de la vigueur de la reprise économique. La Fed devra toutefois trouver un équilibre entre la nécessité de relever les taux et la dette publique élevée ou encore la croissance incertaine. Nous restons prudents et flexibles sur la durée et seulement légèrement optimistes vis-à-vis des TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation).
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Compte tenu du contexte de hausse des rendements core, nous évitons l'IG de longue durée et estimons qu'il faut de limiter le bêta des portefeuilles. Il convient en revanche de rechercher sélectivement des entreprises capables de résister aux pressions haussières sur les rendements et qui présentent un bon équilibre entre valorisation et fondamentaux. En outre, les revenus des consommateurs étant élevés, des opportunités existent sur les marchés titrisés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les bénéfiques et les fondamentaux progressent côté HY, mais nous surveillons l'effet de la hausse des salaires (sur les marges) et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Nous restons à l'écart des entreprises qui ont tendance à s'endetter pour financer des fusions-acquisitions improductives.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=		Les pressions inflationnistes découlant de la reprise de la demande (prix de l'énergie, entre autres) ont provoqué une hausse des rendements core et ont amené la BCE à évoquer une possible réduction de son soutien à l'économie, malgré un ton qui reste relativement accommodant. Nous restons donc prudents sur la durée et actifs sur les courbes de rendement. Nous surveillons également les élections en France et en Italie, ainsi que l'implémentation du plan Next Gen EU.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous recherchons du revenu dans l'IG (dette subordonnée) en nous concentrant davantage sur la sélection bottom-up, ce qui limite le rôle de l'allocation sectorielle. La croissance économique nous paraît solide et la demande de la BCE reste soutenue, même si le régulateur prévoit de réduire ses achats d'actifs. Il n'en est pas moins important d'identifier les signatures capables de résister à la hausse des rendements.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Les fondamentaux du crédit s'améliorent, mais nous évitons les entreprises dont les valorisations sont trop élevées par rapport à leur niveau d'endettement. Le segment BB est attractif pour miser sur les étoiles montantes, mais la sélection est cruciale dans un contexte de hausse des taux core.
	Govies Chine	=/+		La dette chinoise présente des opportunités de portage attractives et pourrait être soutenue par les risques liés à la nouvelle flambée de Covid et aux afflux structurels. Les pressions à court terme sur le CNY persistent. Nous restons donc neutres/positifs au vu de l'attitude accommodante de la PBoC.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Dans un contexte de rendements bas, les obligations des pays émergents devraient offrir des rendements positifs. Toutefois, certaines considérations essentielles doivent être prises en compte, notamment le durcissement de ton de la Fed, le variant Omicron, l'inflation et la Chine. Nous privilégions la dette en devises fortes et maintenons un biais en faveur du HY par rapport à l'IG.
	Émergents Dette en devise locale	=		La dette en devises locales présente des poches de valeur sélective, mais nous restons prudents sur les devises des pays émergents. Les spreads des obligations d'entreprises émergentes semblent attractifs par rapport aux options alternatives. Sur le plan géographique, le Brésil pourrait connaître une certaine volatilité à l'approche des élections, nous restons donc sélectifs. Nous sommes prudents vis-à-vis du Kazakhstan et surveillons de près les tensions entre la Russie et l'Ukraine.
AUTRES	Matières premières			Nous sommes constructifs sur les matières premières mondiales (hausse potentielle de 6 % d'ici fin 2022), en particulier sur les métaux de base, au vu des goulets d'étranglement de l'offre et des faibles stocks de métaux liés à la transition verte. En ce qui concerne l'énergie, nous confirmons notre fourchette cible de 65 à 75 \$/baril pour le WTI d'ici la fin de l'année. Les fluctuations récentes sont pour l'essentiel liées aux tensions géopolitiques. L'or pourrait être affecté au premier semestre par les pressions sur les taux.
	Devises			Le marché semble déjà intégrer une intervention de la Fed en 2022, mais nous ne voyons que très peu d'informations intégrées pour 2023 et 2024, surtout si l'on tient compte des gains de productivité aux États-Unis. Ceci devrait globalement continuer à soutenir le dollar américain.

LÉGENDE



Source : Amundi, au lundi 24 janvier 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 = Obligation d'entreprises de qualité « investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « high yield ». Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 21/01/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5
Pays développés	5,0	3,4	2,1	3,0	3,7	2,0
États-Unis	5,7	3,4	2,0	4,7	5,0	2,6
Japon	1,7	2,0	0,9	-0,4	0,6	0,6
Royaume-Uni	7,1	4,1	2,1	2,6	5,3	2,4
Zone euro	5,3	3,8	2,4	2,6	3,3	1,6
Allemagne	2,7	3,5	2,1	3,3	3,2	1,9
France	6,7	3,7	2,0	2,1	2,5	1,7
Italie	6,3	4,3	2,0	2,0	2,9	1,5
Espagne	4,4	5,4	3,1	3,2	3,6	0,9

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** en 2022, l'économie américaine devrait être confrontée à une décélération progressive de l'activité économique, oscillant d'abord au-dessus de la tendance et finissant par converger vers son potentiel en 2023. Les indicateurs d'activité indiquent une nette décélération à la fin du quatrième trimestre et au début du premier trimestre (en partie liée à la pandémie de COVID), qui devrait être de courte durée. La normalisation que nous anticipons devrait être favorisée par la réduction progressive du biais accommodant des politiques budgétaire et monétaire. L'inflation devrait s'éloigner progressivement de ses récents plus hauts tout en restant supérieure à 3 % pendant la majeure partie de l'année, les facteurs transitoires s'estompant au profit d'autres plus structurels soutenant l'inflation.
- Zone euro :** le pic de croissance est désormais passé et l'impact d'Omicron et de certaines nouvelles restrictions s'est traduit par un ralentissement de l'activité entre fin 2021 et début 2022, retardant la reprise dans les secteurs de l'économie touchés par les restrictions de distanciation sociale, et déjà mis sous pression par la hausse des prix de l'énergie et les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement. Compte tenu de la persistance de ces facteurs, nous pensons que l'inflation dans la zone euro diminuera par rapport aux récents pics, mais restera supérieure à l'objectif de la BCE pendant la majeure partie de l'année.
- Royaume-Uni :** après le rebond de 2021, la croissance devrait ralentir progressivement en 2022, en raison de l'impact négatif de l'inflation, du resserrement des politiques, des ajustements liés au Brexit et des risques politiques, mais la croissance devrait demeurer supérieure à la tendance. Le variant Omicron a contribué au mouvement baissier du quatrième trimestre et du début de l'année 2022. Alors que l'année a démarré sur une base faible, nous continuons à anticiper une croissance soutenue par la demande intérieure, avec une consommation portée par un marché du travail solide et des investissements tirés par les crédits d'impôt. L'inflation devrait connaître un lent repli par rapport aux pics de 2021, car les matières premières et les goulets d'étranglement ne réduiront que progressivement leur pression haussière sur les prix.
- Japon :** la demande intérieure a connu des rebonds honorables au quatrième trimestre, la pénurie de puces s'atténuant et les règles de distanciation sociale étant levées. Cependant, l'augmentation des cas d'Omicron au cours de la nouvelle année et le retour à des règles de distanciation sociale souples font planer des incertitudes sur les perspectives de reprise économique au Japon, ce qui risque de retarder encore le « rattrapage » de la consommation. Nous maintenons une prévision de croissance du PIB inférieure au consensus à 2,4 % pour 2022, ce qui impliquerait un renforcement de la dynamique de croissance, contre une estimation de 1,7 % en 2021. Les taux d'inflation devraient s'accroître pour culminer à environ 1 % en glissement annuel au deuxième trimestre.

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

	01-02 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
États-Unis	0,13	0,5/0,75	0,9	1/1,25	1,38
Zone euro	-0,5	-0,5	-0,43	-0,5	-0,19
Japon	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	-0,01
RU	0,25	0,75	1,16	1,0	1,51

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Banque d'Angleterre MPC	3 février
BCE Conseil des gouverneurs	3 février
Réserve fédérale FOMC	16 mars
Banque du Japon MPM	18 mars

Source : Recherche Amundi

- Fed** : la Réserve fédérale 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 Fed, qui a du retard à rattraper, est déterminée à abandonner progressivement et rapidement sa politique monétaire très accommodante. La priorité est de faire face au risque d'inflation plus persistante alimentée par la forte hausse des salaires. La Fed augmentera rapidement ses taux jusqu'à ce qu'elle soit satisfaite des perspectives d'inflation. Ce cycle est très différent. Nous anticipons quatre hausses de taux cette année et une réduction du bilan de la Fed à partir de juin ou juillet.
- BCE** : malgré un ton plus dur qu'anticipé, la BCE a confirmé son positionnement nettement plus accommodant que celui de la Fed et de la BoE, en maintenant son programme de QE illimité tout au long de 2022 et en calibrant sa taille de manière à couvrir l'essentiel des émissions nettes de dette de l'année prochaine. À ceci s'ajoutent les réinvestissements flexibles du PEPP, ce programme étant prolongé jusqu'à fin 2024 et faisant office de filet de sécurité. La stabilité des perspectives de taux a été confirmée, conformément aux projections d'inflation de la BCE qui restent en dessous de l'objectif à long terme. Concernant les TLTRO, aucune décision n'a été prise, mais la BCE « surveillera les conditions de financement des banques ».
- BoJ** : la politique monétaire est restée inchangée à l'issue de la réunion de janvier. Réagissant à un rapport de Reuters du 14 janvier selon lequel la BoJ envisagerait une hausse des taux, le gouverneur Kuroda a fermement contesté la possibilité d'une normalisation précoce, évoquant un maintien du statu quo en 2022. Dans ses dernières perspectives, la BoJ a relevé ses prévisions d'inflation pour l'exercice 2022-2023 et table sur un renforcement de l'IPC sous-jacent juste au-dessus de 1 %. Selon nous, l'augmentation de l'IPC sera transitoire cette année, celle-ci résultant pour l'essentiel d'effets de base positifs ponctuels et ne suffisant donc pas à justifier une hausse des taux d'intérêt de la BoJ.
- BoE** : la banque centrale a de nouveau surpris le consensus lors de sa dernière réunion avec une hausse inattendue de 15 points de base, portant son taux de référence à 25 points de base. Le vote quasi unanime de 8 contre 1 a montré que la décision était largement consensuelle au sein du Comité de politique monétaire et que l'amélioration du marché du travail et les chiffres élevés de l'inflation l'emportaient sur les incertitudes liées à l'actualité du Covid dans la prise de décision. Nous nous attendons à ce que la BoE porte son taux de référence à 75 points de base d'ici la fin de l'année 2022, avant de marquer une pause dans son cycle de hausse. Elle doit en effet se ménager une certaine marge pour gérer le resserrement quantitatif, ce dernier devant commencer lorsque le taux de référence aura atteint 1 %.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 21/01/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Monde	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5
Pays émergents	6,6	4,3	4,3	4,4	6,1	4,5
Chine	8,1	4,5	4,9	0,9	1,7	1,9
Brésil	4,5	0,0	1,6	8,3	8,0	3,8
Mexique	5,6	1,7	2,2	5,7	5,5	4,1
Russie	4,5	2,6	2,5	6,7	6,8	5,2
Inde	8,4	6,9	5,7	5,1	5,9	6,1
Indonésie	3,2	4,8	5,1	1,6	3,3	3,4
Afrique de Sud	4,9	2,3	2,5	4,5	5,5	4,6
Turquie	10,5	3,8	4,0	19,4	49,7	19,7

Source: Recherche Amundi

- Chine :** le PIB est ressorti meilleur que prévu au T4, compensant intégralement la baisse du T3. Les exportations ont continué à progresser à un rythme soutenu, mais la demande intérieure s'est affaiblie. La nouvelle flambée de cas de Covid-19 a compliqué le processus de redressement de la Chine. S'en tenant à leur politique de tolérance zéro, les administrations locales ont à nouveau renforcé les règles de distanciation sociale à la veille du Nouvel An chinois, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur la croissance du T1. Nous avons donc revu à la baisse, de 4,7 % à 4,5 % nos prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année. Les chiffres de l'inflation ont surpris à la baisse ces derniers temps, en raison de baisses inhabituelles des prix des denrées alimentaires.
- Indonésie :** l'épidémie de Covid s'avère jusqu'à présent bien plus modérée que dans d'autres pays de la région et l'Indonésie reste sur la voie d'une reprise progressive. Malgré une dynamique haussière, il est peu probable que l'inflation constitue une menace sérieuse pour la cible d'inflation et qu'elle pousse la banque centrale à une hausse de taux. Cela dit, pour la première fois, le changement d'orientation de la Fed a été mentionné dans le communiqué de la dernière réunion de politique monétaire. Les taux directeurs sont restés inchangés, mais la BI a commencé à normaliser sa politique de liquidité en annonçant une augmentation progressive des réserves statutaires en roupies des banques. Compte tenu de la hausse de taux anticipée de la Fed (mars), nous avons avancé la première hausse de la BI au T2 2022.
- Mexique :** la croissance a traversé une période de ralentissement prolongée au S2 2021 (nouvelle vague de Covid, perturbations des chaînes d'approvisionnement, hausse de l'inflation et des taux) et, bien que nous anticipions le retour de la reprise cette année, nous tablons également sur une croissance du PIB inférieure à 2 % et aux attentes du consensus. Les dépenses d'investissement resteront faibles dans un environnement économique peu favorable sous la présidence d'AMLO, tandis que les consommateurs resteront confrontés à une inflation supérieure à l'objectif et à des taux d'intérêt en hausse. Banxico relèvera d'abord ses taux en raison d'une inflation sous-jacente qui continue de s'accélérer et qui est manifestement supérieure à la cible d'inflation globale, puis en raison des hausses répétées de taux directeurs envisagées par la Fed cette année.
- Brésil :** la reprise est tombée au point mort au S2 de l'année dernière, sous l'effet du triple obstacle de la hausse de l'inflation, des taux et de l'incertitude qui a frappé l'activité économique. Cette sous-performance devrait se poursuivre en 2022 (nous tablons sur une croissance annuelle du PIB de 0 %), car il faudra du temps pour que la forte inflation se résorbe (ce qui se fera plutôt au S2 2022 qu'au S1 2022), les taux directeurs supérieurs à 10 % ne seront réduits qu'à la fin de l'année (si tant est qu'ils le soient, car il faut d'abord que les prévisions d'inflation convergent vers la cible d'inflation pour que la BCB puisse amorcer un assouplissement) et le niveau élevé d'incertitude lié aux élections d'octobre persistera probablement, au détriment des dépenses d'investissement. En ce qui concerne les élections, Lula a tout à perdre, alors que des interrogations subsistent quant à sa ligne sur de nombreuses questions clés, comme le plafonnement des dépenses et la réforme du marché du travail adoptée par l'administration actuelle.

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

	25-01 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
Chine	3,70	3,60	3,65	3,60	3,65
Inde	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brésil	9,15	11,5	11,75	11,00	11,40
Russie	8,50	9,50	8,35	8,50	7,65

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
BCB (Brésil)	2 février
RRBI (Inde)	9 février
CBR (Russie)	11 février
PBoC (Chine)	21 février

Source : Recherche Amundi

- PBoC :** 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 baissa de 10 points de base (pb) le taux des mises en pension à 7 jours et le taux de la facilité de prêt à moyen terme à 1 an pour la première fois depuis mars 2020. Elle baissa également son taux de référence des prêts bancaires (LPR) de 10 pb le 20 janvier, après la réduction de 5 pb de décembre, réduisant aussi le LPR à 5 ans (taux lié aux prêts hypothécaires) de 5 pb. Nous nous attendons à des réductions supplémentaires de 5 à 10 pb si les chiffres de la croissance continuent de décevoir à la baisse ou si le variant Omicron fait son apparition dans d'autres régions.
- RBI (Inde) :** comme prévu, l'IPC global s'est rapproché de la fourchette supérieure de l'objectif de la RBI en décembre (5,6 % en glissement annuel [GA] vs 6,0 %, contre 4,9 % en novembre) et nous nous attendons à ce qu'il continue d'accélérer (peut-être même au-delà de 6 %) en début 2022. En décembre, la RBI est restée accommodante, estimant que la nouvelle vague Omicron augmentait les risques de dégradation de l'économie. L'indice des prix de gros se stabilise à des niveaux élevés (13,6 % en GA) et l'IPC sous-jacent reste obstinément autour de 6 % en GA. Nous continuons d'anticiper un changement de cap politique avec une première hausse de taux en avril 2022.
- BCB (Brésil) :** la BCB nous a gratifiés d'une prolongation du cycle de hausse le plus prononcé dans les pays émergents en décembre. La banque centrale a de nouveau relevé son taux directeur de 150 pb (à 9,25 %) et a annoncé à l'avance une autre hausse de même ampleur à sa prochaine réunion en février, ce qui ferait passer le SELIC au-dessus de 10 %. Le Comité pousse les taux en territoire très restrictif en réponse à une inflation galopante et à des anticipations d'inflation à moyen terme qui pourraient commencer à perdre leur ancrage. Mais à mesure que l'économie ralentit (comme c'est le cas depuis un certain temps déjà) et que le processus de désinflation s'enclenche (l'inflation semble avoir culminé en novembre), nous pensons que la BCB s'arrêtera en deçà des anticipations du marché et à un niveau en fin de cycle de 11,50 % en mars.
- CBR (Russie) :** le 17 décembre, la banque centrale de Russie a relevé son taux directeur de 100 pb pour le porter à 8,5 %, la principale motivation de cette hausse étant la persistance des pressions de l'offre et de la demande et le potentiel supplémentaire de hausse de l'inflation et des anticipations inflationnistes. La CBR n'exclut pas de nouvelles hausses lors des prochaines réunions. Les prévisions d'inflation des ménages ont atteint un nouveau sommet en cinq ans en décembre. L'inflation s'est très légèrement accélérée pour atteindre 8,39 % en GA en décembre, contre 8,35 % en novembre, soit bien au-dessus de l'objectif de 4 %. Le positionnement restrictif de la CBR, combiné aux pressions inflationnistes et géopolitiques persistantes, se traduira probablement par une nouvelle hausse lors de la réunion de février.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES
Prévisions macroéconomiques

(21 janvier 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,7	3,4	2,0	4,7	5,0	2,6
Japon	1,7	2,0	0,9	-0,4	0,6	0,6
Zone euro	5,3	3,8	2,4	2,6	3,3	1,6
Allemagne	2,7	3,5	2,1	3,3	3,2	1,9
France	6,7	3,7	2,0	2,1	2,5	1,7
Italie	6,3	4,3	2,0	2,0	2,9	1,5
Espagne	4,4	5,4	3,1	3,2	3,6	0,9
Royaume-Uni	7,1	4,1	2,1	2,6	5,3	2,4
Chine	8,1	4,5	4,9	0,9	1,7	1,9
Brésil	4,5	0,0	1,6	8,3	8,0	3,8
Mexique	5,6	1,7	2,2	5,7	5,5	4,1
Russie	4,5	2,6	2,5	6,7	6,8	5,2
Inde	8,4	6,9	5,7	5,1	5,9	6,1
Indonésie	3,2	4,8	5,1	1,6	3,3	3,4
Afrique du Sud	4,9	2,3	2,5	4,5	5,5	4,6
Turquie	10,5	3,8	4,0	19,4	49,7	19,7
Pays développés	5,0	3,4	2,1	3,0	3,7	2,0
Pays émergents	6,6	4,3	4,3	4,4	6,1	4,5
Monde	6,0	3,9	3,4	3,8	5,1	3,5

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	01/02 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	0,13	0,5/0,75	0,9	1/1,25	1,38
Zone euro	-0,5	-0,5	-0,43	-0,5	-0,19
Japon	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	-0,01
Royaume-Uni	0,25	0,75	1,16	1,0	1,51

Pays émergents

	25/01 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,70	3,60	3,65	3,60	3,65
Inde	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brésil	9,15	11,5	11,75	11,00	11,40
Russie	8,50	9,50	8,35	8,50	7,65

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	01/02 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	1,16	1,3/1,5	1,50	1,5/1,7	1,68
Allemagne	-0,50	-0,6/-0,4	-0,40	-0,5/-0,3	-0,31
Japon	-0,05	-0,10/0	-0,03	-0,10/0	-0,02
Royaume-Uni	1,03	0,8/1,0	1,21	1/1,2	1,14

Taux 10 ans

	01/02 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	1,75	1,8/2,0	1,91	2/2,2	1,99
Allemagne	-0,01	-0,1/0,1	0,07	-0,1/0,1	0,13
Japon	0,18	0,1/0,3	0,23	0,1/0,3	0,28
Royaume-Uni	1,27	1,2/1,4	1,40	1,3/1,5	1,42

Prévisions de change

	26/01/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022		26/01/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/USD	1,12	1,09	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,47	10,55	9,99	10,25	9,90
USD/JPY	115	114	115	118	115	USD/CAD	1,27	1,31	1,24	1,23	1,23
EUR/GBP	0,83	0,84	0,84	0,82	0,84	AUD/USD	0,71	0,70	0,74	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,04	1,07	1,10	1,09	NZD/USD	0,67	0,64	0,72	0,68	0,72
EUR/NOK	10,05	10,16	9,83	9,55	9,70	USD/CNY	6,32	6,55	6,42	6,40	6,44

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

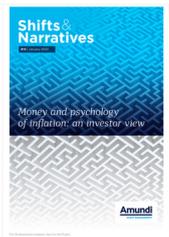
ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

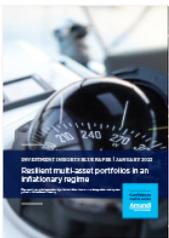
Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

INSIGHTS PAPERS



Resilient multi-asset portfolios in an inflationary regime (13-01-2022)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - Monica DEFEND, Global Head of Research - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research - Deputy Head of Global Research - Silvia DI SILVIO, Cross Asset Research Macro Strategist - Global Research - Francesco SANDRINI, Head of Balanced, Income & Real Return

From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)

HESENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

WORKING PAPERS



Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

Portfolio Construction with Climate Risk Measures (03-01-2022)

Theo Le GUENEDAL, Thierry RONCALLI - Quantitative Research

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



25-26 January FOMC review : giving the all clear for March hike (28-01-2022)

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

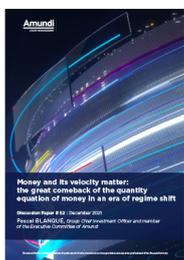
Kazakhstan: low impact for asset prices, but a wakeup call for geopolitical risk (13-01-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research

Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimangement - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate

DISCUSSION PAPERS



Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the “new look” of fashion (20-01-2022)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3

The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

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 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^{er} 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

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