

Institute

#04

Avril  
2022

# CROSS ASSET

## Investment Strategy

VUES DES CIO

### La guerre menace les perspectives économiques

AMUNDI INSTITUTE

### Spécial Ukraine

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #04 - Avril 2022

### Sommaire

#### Global Investment Views

#### Vues des CIO

##### La guerre menace les perspectives économiques p. 3

Le ton dur des banques centrales nous conforte dans notre prudence sur la durée. Nous restons néanmoins flexibles, car les emprunts d'État peuvent être utiles en période d'incertitude accrue. Nous sommes plus défensifs sur le crédit en raison des risques de liquidité, malgré la solidité des fondamentaux des entreprises. En revanche, en ce qui concerne les actions, nous misons sur un virage value, avec un biais de qualité et de sélection et, au niveau régional, préférons tactiquement les États-Unis à l'Europe en raison des risques de récession des bénéficiaires. De manière plus générale, il convient de résister à la tentation d'opter pour une allocation d'actifs agressive et envisager la construction des portefeuilles à travers le prisme de l'inflation en recherchant les zones de résilience, y compris dans les matières premières.

#### Amundi Institute

##### Considérations d'un investisseur sur l'impact de la guerre dans un contexte de changement de régime p. 5

Tant que les valorisations n'intègrent pas plus largement le nouveau régime et les risques de stagflation qui se profilent, une certaine prudence est de mise.

##### Risques stagflationnistes en Europe p. 6

#### Gestion diversifiée

##### Ne pas se précipiter sur le marché, jouer les États-Unis contre l'Europe p. 7

Nous préférons les opportunités de valeur relative aux paris stratégiques pour le moment, sans pour autant augmenter notre exposition au risque directionnel.

#### Marchés obligataires

##### Vigilance: le crédit est le premier candidat à la correction p. 9

Avec un soutien limité des responsables politiques (monétaires et budgétaires), les spreads de crédit pourraient se creuser, en particulier si les taux réels commencent à augmenter et que les bénéficiaires sont mis sous pression.

#### Actions

##### Incertitudes sur les bénéficiaires: privilégier les États-Unis p. 11

La baisse des anticipations de croissance et les risques de stagflation en Europe incitent à la prudence dans les segments cycliques et renforcent l'attractivité relative des actions américaines, en particulier les actions de qualité et celles qui versent des dividendes.

#### Le thème du mois

#### Spécial Ukraine

##### Avant-propos p. 13

La guerre en Ukraine à un tournant

##### Des réponses à vos questions p. 16

Nos réponses à certaines des questions clés posées concernant la crise ukrainienne

#### Thématiques

##### Marchés du crédit: prudence, malgré des valorisations plus attractives p. 18

Les valorisations sont désormais un peu plus attractives. Toutefois, l'environnement reste difficile, notamment en Europe. Nous restons prudents et plus constructifs sur le crédit américain que sur le crédit euro.

##### La Fed parviendra-t-elle à rétablir la stabilité des prix sans récession? p. 21

La Fed est déterminée à relever ses taux rapidement. À court terme l'économie américaine sera soutenue grâce aux bilans solides des ménages et des entreprises et grâce à des marchés du travail et immobilier très dynamiques qui résultent principalement des différents dispositifs de soutien budgétaire et monétaire mis en place pendant la crise de Covid. La Fed sera dans une situation plus difficile en 2023.

##### Élections françaises: que la course commence p. 24

Le cycle électoral français de 2022 débute, avec en toile de fond la guerre en Ukraine qui favorise le président sortant. Les réformes structurelles, notamment celle du système de retraite et la transition énergétique font l'objet de débats, mais le principal sujet est le pouvoir d'achat des ménages, car les prix de l'énergie et des denrées alimentaires pénalisent les ménages plus modestes. Le taux de participation aux élections pourrait être très faible, ce qui favorise généralement les candidats d'extrême gauche ou d'extrême droite.

##### Mandat d'E. Macron (2012-17): une énergique politique de l'offre, avant que le Covid ne donne la priorité à la dépense publique p. 27

La première moitié du mandat d'E. Macron (du S2 2017 au début de la crise du Covid, au T1 2020) a été marquée par la conduite d'un nombre significatif de réformes dites « structurelles » ou « pro-offre », généralement considérées comme favorables à la croissance de long terme.

#### Scénarios de marché et risques

##### > Scénarios central & alternatifs p. 31

##### > Principaux risques p. 33

##### > Analyse cross asset: Identification du point de retournement des marchés p. 34

##### > Points clés de la Recherche p. 36

##### > Allocation d'actifs Amundi p. 37

#### Contexte macroéconomique

##### > Pays développés p. 39 Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs

##### > Pays émergents p. 41 Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs

##### > Prévisions macroéconomiques et financières p. 43

##### > Publications récentes p. 44



## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## La guerre menace les perspectives économiques

Le premier mois de guerre entre la Russie et l'Ukraine a entraîné une hausse généralisée de la volatilité, malgré quelques signes récents de stabilisation sur les marchés d'actions. **L'Europe est la zone la plus exposée, de par les effets de la hausse des prix de l'énergie, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de sa proximité géographique** avec la zone du conflit. Toutefois, la crise des matières premières va bien au-delà de l'énergie et concerne aussi les matières premières agricoles et les métaux. Dans ce contexte, la demande de valeurs refuges telles que l'or reste forte, tandis que les rendements des bons du Trésor ont récemment été tirés par la hausse des anticipations d'inflation et de taux, les rendements progressant sur l'ensemble de la courbe. L'incertitude sur le front de la guerre reste élevée et les marchés s'efforcent d'anticiper les nouvelles sanctions qui pourraient frapper la Russie, les prochaines étapes diplomatiques qui pourraient s'avérer plus productives ou, dans le cas contraire, les risques d'une aggravation de la crise en termes de durée et de portée géographique.

À ce stade, quatre questions brûlantes se posent en matière d'investissement :

- 1. Nous dirigeons-nous vers une récession mondiale ?** Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance mondiale de 0,5 % en 2022 (pour les ramener dans une fourchette de 3,3 à 3,7 %) compte tenu de l'impact de la hausse des prix des matières premières. Cet impact diffère toutefois d'un pays à l'autre. Les États-Unis, sans être à l'abri, semblent mieux résister au choc que la zone euro. Une récession mondiale devrait être évitée, mais le risque de récession technique est plus élevé en Europe.
- 2. Quel est le degré de risque d'erreur politique de la part des banques centrales (BC) ?** La tâche des banques centrales n'est pas aisée et le risque d'erreurs de politique est élevé, surtout en ce qui concerne la BCE, dans un contexte de perspectives économiques plus incertaines (tant au niveau de l'UE que des pays individuels) et de risques croissants de fragmentation de la zone euro. Les choses ne sont pas faciles non plus pour la Fed. Malgré sa première hausse de taux depuis 2018, elle reste en décalage face à l'inflation et pourrait devoir ajuster sa trajectoire compte tenu de l'importance du thème de l'inflation dans le débat politique.
- 3. Quel est le risque de pénurie de liquidités ?** La liquidité s'est réduite dans toutes les principales classes d'actifs, la profondeur du marché se détériorant de manière générale. À l'heure actuelle, nous ne voyons pas de risque significatif de pénurie de liquidités, mais il est indispensable de rester vigilant et de constituer des réserves de liquidités.
- 4. Marchés : où en est le processus de restauration de la valeur ?** Nous confirmons une approche prudente, mais reconnaissons que des opportunités d'achat peuvent se présenter dans l'avenir proche et nous restons donc prêts à ajuster tactiquement notre niveau de risque. Un processus de restauration de la valeur est bien en cours, mais il reste incomplet et fragmenté. Plus particulièrement, les impacts réels des actions de la Fed et de la BCE ne sont toujours pas visibles. Ceci plaide en faveur d'un peu de patience, car la volatilité supplémentaire à venir offrira des points d'entrée.

Dans ce contexte, nos principales convictions sont les suivantes :

- **Les taux à long terme sont toujours trop bas dans un contexte d'inflation élevée persistante.** Les virages restrictifs récents des banques centrales confirment que les taux sont orientés à la hausse. Nous continuons de privilégier les durations courtes et restons tactiques dans l'ajustement de notre position de durée, car cela peut faciliter les couvertures en période de turbulences.
- **Côté actions, nous continuons à privilégier les valeurs décotées avec un biais plus marqué pour la qualité pour traverser cette crise.** Il reste important d'être très sélectif et de s'intéresser aux entreprises dont le modèle économique est solide et qui sont en mesure de répercuter les hausses des prix sur les consommateurs. Au niveau régional, **les États-Unis devraient continuer à mieux résister que l'Europe, où le risque de récession des bénéfices est plus élevé. Nous sommes donc relativement optimistes quant aux actions américaines par rapport aux actions européennes.** Les perspectives pour les actions chinoises sont tactiquement plus prudentes, en raison de l'alourdissement du risque réglementaire et de l'extrême volatilité.
- **Côté crédit, les risques, à ce stade, sont davantage liés à la liquidité qu'aux fondamentaux.** Les conditions financières se resserrent, il est donc important de rester attentif au risque de liquidité. De manière générale, nous sommes plus prudents sur les segments à haut rendement, notamment en Europe, où un nouveau creusement des *spreads* est possible.

### Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Ne pas augmenter le risque et continuer à se concentrer sur la liquidité, compte tenu des incertitudes sur la politique des BC et la croissance des bénéfices.

#### Changements par rapport au mois dernier

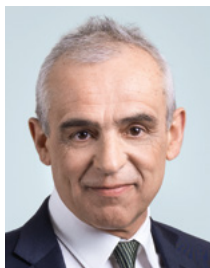
- ▶ Jouer l'impact relatif de la crise sur les perspectives de bénéfices avec une préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe.
- ▶ Ajustements tactiques de la durée.
- ▶ Ajustement des couvertures, y compris des devises.

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

- La volatilité restera élevée et malgré de fortes corrections du marché, **nous maintenons des couvertures en place compte tenu de l'issue incertaine de la crise.** En outre, pour construire des portefeuilles plus résilients, il convient de continuer à se concentrer sur les zones de diversification. Dans cette optique, on pourra s'intéresser aux obligations d'État chinoises avec une perspective de long terme. Les devises peuvent également jouer un rôle en matière de diversification. Nous privilégions ici le franc suisse, compte tenu de son attractivité en période de tensions sur les marchés.

En conclusion, nous pensons qu'il faut résister à la tentation d'allocation d'actifs agressive, car la visibilité est encore trop faible. Il convient, en revanche, de **continuer à envisager la construction de portefeuille sous l'angle de l'inflation (et des taux réels) à la recherche de zones de résilience.**



**Pascal BLANQUÉ,**  
Chairman, Amundi Institute

---

*Tant que les valorisations n'intègrent pas plus largement le nouveau régime et les risques de stagflation qui se profilent, une certaine prudence est de mise*

---

## Considérations d'un investisseur sur l'impact de la guerre dans un contexte de changement de régime

Dans le passé récent, les crises géopolitiques ont entraîné des chocs initiaux négatifs de courte durée sur les marchés, suivis par des reprises rapides dues à la perception d'évolutions positives, offrant ainsi des opportunités d'achat aux investisseurs. Dans le cas présent, toutefois, le conflit entre la Russie et l'Ukraine constitue une difficulté supplémentaire, en plus de la **fragmentation accrue** et de l'inflation plus élevée qui caractérisent le scénario de changement de régime que j'appelle le « retour aux années 70 ». Les investisseurs devront considérer quatre grands facteurs macroéconomiques qui détermineront les performances des portefeuilles :

- 1. Le facteur croissance devient moins favorable**, notamment en Europe (voir l'article page suivante), où la trajectoire globale de retour au potentiel est rallongée par la crise. → Le crédit est plus exposé à une réévaluation que certains segments des marchés d'actions.
- 2. Le facteur inflation s'est renforcé et constitue un sujet brûlant.** → La trajectoire des bénéfices dépend de manière encore plus cruciale de la capacité à répercuter les pressions inflationnistes.
- 3. Le facteur taux réels reste favorable.** Les banques centrales continuent de faire preuve d'un certain laxisme vis-à-vis de l'inflation, même en tenant compte des prévisions. → Les taux réels resteront négatifs dans un environnement de répression financière. Ceci devrait compenser l'impact négatif de l'affaiblissement du facteur croissance dans certains segments d'actions (aux États-Unis, en particulier).
- 4. Le facteur liquidité a passé le pic** et la liquidité macroéconomique mondiale est en baisse. → La réduction des liquidités injectées par les banques centrales contribuera à entretenir une volatilité globalement élevée.

Le réajustement des anticipations de politique monétaire et l'évaluation des dégâts économiques causés par le conflit sont à l'origine du processus de réorganisation des primes de risque, qui finiront par s'aligner sur l'équilibre du nouveau régime. Par conséquent, les investisseurs en recherche de points d'entrée devront **surveiller les valorisations pour identifier le moment où elles commencent à être en phase, voire à offrir un écart positif et attractif par rapport à l'équilibre attendu dans le nouveau régime (où la stagflation sera le principal risque).**

Les investisseurs devront résister à la tentation de trop renforcer leurs positions en obligations souveraines. Il est possible de gérer la durée de manière plus flexible, mais les durées courtes sont la meilleure alliée. Dans la quête de sécurité face à la hausse des risques stagflationnistes, les actions présentant des caractéristiques obligataires pourraient bénéficier d'un statut d'actifs core « refuges ». Celles-ci se caractérisent par une forte visibilité sur leurs bénéfices et de faibles niveaux d'endettement.

## Risques stagflationnistes en Europe



**Monica DEFEND,**  
Directrice d'Amundi Institute

La guerre Russie-Ukraine est susceptible d'affecter l'économie européenne via deux canaux principalement.

- 1. Exposition directe.** En 2020, la Russie était le cinquième partenaire commercial de l'Union européenne (UE), les exportations vers la Russie représentant environ 6 % du total des exportations de l'UE.
  - 2. Exposition indirecte.** La vulnérabilité énergétique de l'UE reste considérable, car la Russie est son principal fournisseur de pétrole brut, de gaz naturel et de combustibles fossiles solides. Ainsi, les canaux du pétrole et du gaz sont-ils la principale source de stress.
- **Révision à la baisse de la croissance et à la hausse de l'inflation en 2022.** Le PIB serait affecté de -1 % à -1,5 % (baisse de la consommation et des investissements), ce qui se traduirait par une croissance en glissement annuel de l'ordre de 2 à 3,2 %. La région est confrontée au risque de stagflation le plus élevé et la possibilité d'une récession temporaire est intégrée dans la partie basse de nos projections. En ce qui concerne l'inflation, l'IPC devrait progresser de 1,5 % par rapport à notre précédente estimation, le pic d'inflation (6 à 7 %) étant encore à venir (peut-être au deuxième trimestre) et l'inflation annuelle moyenne devrait se situer à 6 % pour l'année. En revanche, au quatrième trimestre, l'inflation pourrait retomber entre 4 et 5 %.
  - **Inquiétudes sur les bénéfices.** Une récession des bénéfices pourrait survenir en Europe avant même qu'une récession économique ne se déclenche. Si nous considérons l'inflation sous l'angle de l'IPP et de l'IPC<sup>1</sup> et les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement (c'est-à-dire la hausse des prix des intrants, des matières premières et de l'énergie), on se rend compte qu'il existe un écart considérable. Cela signifie que si les producteurs n'augmentent pas les prix, leurs marges seront affectées, car ils seront obligés d'absorber la hausse des coûts. Mais si les entreprises augmentent leurs prix, le risque est que les volumes soient affectés, ce qui pourrait éventuellement peser sur les bénéfices.

**Conséquences en matière d'investissement.** Nous recommandons un positionnement neutre sur les actions mondiales. Un recalibrage est en cours sur les marchés obligataires. La faiblesse des facteurs techniques, caractérisée par une combinaison de facteurs tels que le retrait du soutien des banques centrales, la hausse des taux et la pression sur la croissance économique, plaide pour une allocation défensive au crédit. En outre, les pressions sur la liquidité et la fuite vers la qualité impliquent un renforcement des emprunts d'État et des liquidités. Enfin, la persistance de l'inflation exige un biais positif sur les actifs sensibles à l'inflation, à savoir les obligations indexées sur l'inflation, l'or et certains actifs réels.

<sup>1</sup> IPP = indice des prix à la production, IPC = indice des prix à la consommation,

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Ne pas se précipiter sur le marché, jouer les États-Unis contre l'Europe



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



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

*Nous préférons les opportunités de valeur relative aux paris stratégiques pour le moment, sans pour autant augmenter notre exposition au risque directionnel*

Les marchés financiers et l'environnement économique sont actuellement influencés par trois grandes forces : les anticipations d'inflation et de croissance, la réponse (budgétaire et monétaire) des responsables politiques à ces anticipations et l'évolution du paysage géopolitique. Nous nous attendons à ce que les deux premières forces soient de plus en plus affectées par la troisième, ce qui réduirait la visibilité globale sur les trajectoires économiques à venir.

Par conséquent, ce n'est pas le moment de revenir sur le marché de manière agressive, malgré les récents signes de stabilisation. Il convient, en revanche, de se concentrer sur la liquidité, la diversification (pour inclure l'or et les matières premières, entre autres actifs) et d'affiner l'exposition en tenant compte des opportunités de valeur relative. En outre, les couvertures et les devises doivent être considérées comme des piliers essentiels des portefeuilles, l'accent étant mis sur les risques politiques et les flux de fuite vers la qualité.

### Des idées à conviction forte

**Nous restons globalement neutres sur les actions, mais recherchons les opportunités tactiques de valeur relative.** Nous devenons plus constructifs sur les États-Unis par rapport à l'Europe. La détermination résolue de la Fed à lutter contre l'inflation à court terme provoque un aplatissement de la courbe qui devrait profiter au marché américain, notamment dans certains segments de croissance. Nous avons donc mis en œuvre une approche de sélection de valeurs cohérente, en réduisant notre biais *value* durant la phase actuelle. Le risque accru d'affaiblissement de la dynamique des bénéfices en Europe plaide pour une attitude plus prudente dans la région. Nous restons neutres dans les marchés

émergents et sommes également passés à neutre sur les actions chinoises en raison de la volatilité exceptionnelle et des risques liés aux nouveaux confinements.

**Tout en maintenant une vision globalement prudente sur la durée,** nous pensons désormais que les Bunds allemands pourraient bénéficier des flux vers les valeurs refuges et des préoccupations liées à la croissance économique européenne découlant du conflit Ukraine-Russie. Néanmoins, la volte-face allemande sur l'augmentation des dépenses militaires fait grimper les projections de financement du gouvernement, ce qui pourrait augmenter les émissions d'obligations, poussant de ce fait les rendements à la hausse (ceux-ci étant également soutenus par le récent durcissement de ton de la BCE). Nous suivons donc de près la situation et restons flexibles.

Concernant la dette périphérique, nous maintenons notre positionnement optimiste sur les BTP italiens par rapport à la dette allemande. Nous sommes bien sûr conscients des pressions exercées sur les BTP en raison du mouvement de fuite vers la qualité sur le marché, pour autant, nous pensons que les fondamentaux italiens sont solides, tant en termes de croissance économique (grâce aux fonds du dispositif NGEU) qu'en termes de stabilité politique. En Chine, malgré notre conviction de long terme quant aux avantages de diversification de la dette locale, nous pensons que la classe d'actifs est confrontée à des vents contraires liés à la devise, en raison de risques de sorties de capitaux résultant des tensions entre les États-Unis et la Chine et de la faiblesse du CNH qui s'ensuivrait.

**Les marchés du crédit pourraient être impactés par une volatilité croissante, des pressions haussières sur les taux de**

### Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions					■			
Crédit					■			
Duration				■				
Pétrole					■			
Or					■			

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer. CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds, QT = Resserrement quantitatif

GESTION  
DIVERSIFIÉE

**référence et une inflation plus élevée.** En outre, les bénéfices des entreprises suscitent l'inquiétude des marchés en raison du risque d'affaiblissement de la croissance du PIB en Europe. Pris ensemble, tous ces éléments pourraient entraîner un élargissement des *spreads*. Nous avons donc abandonné notre positionnement légèrement positif sur le HY EUR et restons neutres sur l'IG et le crédit de manière générale. Cela étant, nous pensons que les fondamentaux des entreprises sont actuellement solides et que les bilans sont sains, ce qui nous permet de rester attentifs sur ce marché.

**Nous pensons que l'univers des devises est de plus en plus tributaire de la géopolitique et de l'environnement macroéconomique.**

Compte tenu du renforcement des flux vers les actifs en CHF en raison de ses caractéristiques protectrices, nous sommes désormais positifs

sur le CHF contre l'EUR. Nous maintenons notre position défensive sur la livre sterling face à l'euro en raison de l'isolement croissant du Royaume-Uni vis-à-vis des États-Unis et de l'Union européenne. Par ailleurs, nous ne sommes plus positifs sur le CNH face à l'EUR, car nous estimons que l'EUR pourrait bénéficier de toute amélioration sur le front de la crise ukrainienne.

**Risques et couvertures**

Un régime d'inflation plus élevé et un resserrement des politiques des banques centrales sont les principaux risques à surveiller en 2022, outre le conflit Russie-Ukraine. L'environnement actuel souligne la nécessité de maintenir et d'ajuster les protections des expositions aux actifs risqués à l'aide de produits dérivés et de l'or (couverture tactique).



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Avec un soutien limité des responsables politiques (monétaires et budgétaires), les spreads de crédit pourraient se creuser, en particulier si les taux réels commencent à augmenter et que les bénéfices sont mis sous pression

## Vigilance : le crédit est le premier candidat à la correction

Compte tenu des risques de stagflation qui se profilent, nous pensons que des divergences pourraient apparaître entre les trajectoires de croissance économique et d'inflation des États-Unis et de l'Europe. Aux États-Unis, l'inflation est portée par la hausse des salaires et des prix des matières premières, tandis qu'en Europe elle est alimentée par les matières premières. Par conséquent, les évolutions à venir pourraient être marquées par des divergences de politique et par l'imprévisibilité. Cela dit, les banques centrales gardent toujours une certaine liberté vis-à-vis des courbes d'inflation et les déclarations des faucons des deux côtés de l'Atlantique ont plusieurs points communs. Si l'on combine ces durcissements de ton avec d'éventuelles pressions sur les bénéfices, **on obtient une situation dans laquelle les investisseurs doivent faire preuve de prudence vis-à-vis des actifs risqués, malgré la solidité des fondamentaux des entreprises. Les obligations d'État doivent être envisagées pour leur caractère protecteur en période de tensions sur le marché, mais il faut garder à l'esprit que les taux sont orientés à la hausse.**

investisseurs peuvent jouer tactiquement les opportunités au niveau des courbes de rendement, pour lesquelles nous voyons un aplatissement dans la zone euro et une pentification au Canada et en Australie. Ailleurs, l'exposition à la durée chinoise apporte une certaine diversification, tandis que les TIPS américains (emprunts d'État indexés sur l'inflation) semblent utiles pour les stratégies de couverture. Nous convergeons vers un point de vue neutre sur le crédit grâce aux produits dérivés qui offrent également des caractéristiques de protection pour les portefeuilles. L'incertitude sur le front géopolitique génère une forte volatilité, avec un biais baissier, notamment pour les cycliques à bêta élevé. Nous sommes donc un peu moins positifs sur la dette subordonnée et les valeurs cycliques (énergie, automobile) en raison des répercussions possibles d'un affaiblissement de la croissance économique. De manière générale, il convient de privilégier la liquidité, d'être attentif à la dégradation des bénéfices et d'éviter les secteurs endettés.

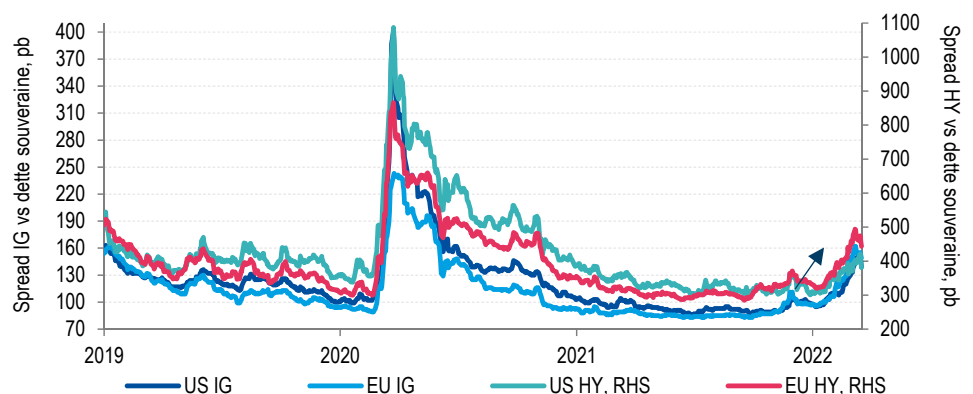
### Obligations mondiales et européennes

**Notre positionnement à long terme reste défensif sur la durée sur les marchés core d'Europe, des États-Unis et du Royaume-Uni, pour autant, dans l'immédiat, nous sommes un peu moins prudents** compte tenu de la fuite des marchés vers la qualité et de la réévaluation des taux en euros. En ce qui concerne la dette périphérique et vu les risques de fragmentation, nous sommes plus prudents sur les BTP italiens. Les

### Obligations américaines

Les rendements core continueront à fluctuer en fonction de l'inflation, des anticipations de mesures politiques et de l'aversion au risque des investisseurs. **Nous convenons que l'activité économique intérieure devrait être stimulée par la vigueur des marchés du travail, les revenus des consommateurs et la relative souplesse des conditions financières.** Ces facteurs, associés à la fin de l'hiver et aux perspectives d'augmentation des approvisionnements en énergie en provenance d'autres pays,

### Pression sur les spreads de crédit



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 18 mars 2022. Spreads des indices ICE BofA.

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

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

devraient contribuer à compenser les répercussions de la hausse du pétrole sur l'économie américaine. Nous conservons donc un biais court sur la duration, mais restons agiles sur les courbes de rendement. D'autre part, les actifs titrisés (immobilier non résidentiel, immobilier commercial) et les MBS d'agences offrent des opportunités sélectives. Nous restons prudents sur les obligations d'entreprises. À noter que nous observons de généreuses concessions sur les nouvelles émissions du marché primaire, les entreprises cherchant à obtenir du crédit dans un contexte d'élargissement des spreads. Nous accordons néanmoins plus d'importance aux facteurs idiosyncrasiques (propres à chaque entreprise). Ainsi, une sélection au niveau des émetteurs s'impose ainsi que le maintien de couvertures solides.

**Obligations des marchés émergents**

Dans un monde émergent fragmenté, nous conservons une position défensive sur la duration et **restons attentifs aux risques de liquidité compte tenu de la hausse de la volatilité**. Ceci devrait permettre aux investisseurs de s'adapter de manière dynamique si des points d'entrée intéressants se présentent. Sur le marché des obligations en devises fortes, nous préférons le HY à l'IG, tandis que sur le marché des obligations en devises locales, nous restons prudents en termes de devises et très sélectifs. Les exportateurs de matières premières pourraient profiter de l'actualité récente et nous explorons donc activement les obligations souveraines et d'entreprises susceptibles de bénéficier de la hausse des prix de l'énergie.

ACTIONS

## Incertitudes sur les bénéfices : privilégier les États-Unis



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

La baisse des anticipations de croissance et les risques de stagflation en Europe incitent à la prudence dans les segments cycliques et renforcent l'attractivité relative des actions américaines, en particulier les actions de qualité et celles qui versent des dividendes

### Évaluation globale

La volatilité des marchés s'est accrue au cours des dernières semaines, augmentant considérablement les primes de risque et alourdissant les effets liés à la croissance économique. L'Europe, de par sa proximité avec la crise, est plus touchée, contrairement aux États-Unis. Le scénario reste le même, en pire : plus d'inflation et moins de croissance, ce qui pourrait peser sur les bénéficiers. Dans ce contexte, nous continuons à nous appuyer sur l'analyse *bottom-up* et préférons mesurer les répercussions de la guerre à partir des données à venir concernant l'inflation, l'économie et les bénéfices des entreprises pour évaluer les orientations futures. Il est néanmoins clair que l'inflation s'installe à moyen terme. **Ainsi, dans un esprit d'équilibre global, il convient d'exploiter le levier de l'analyse fondamentale, ainsi que les thèmes value, qualité et dividendes pour affronter l'agitation.**

### Actions européennes

L'économie européenne est la plus menacée et les perspectives de bénéfices des entreprises européennes se détériorent. **Dans ce contexte, nous restons déterminés à explorer les opportunités de valeur relative présentées par les dislocations du marché.** Les secteurs manifestement cycliques et sensibles au contexte économique, tels que l'automobile, seront plus touchés, la gravité de l'impact dépendant de la durée et de la profondeur de la crise.

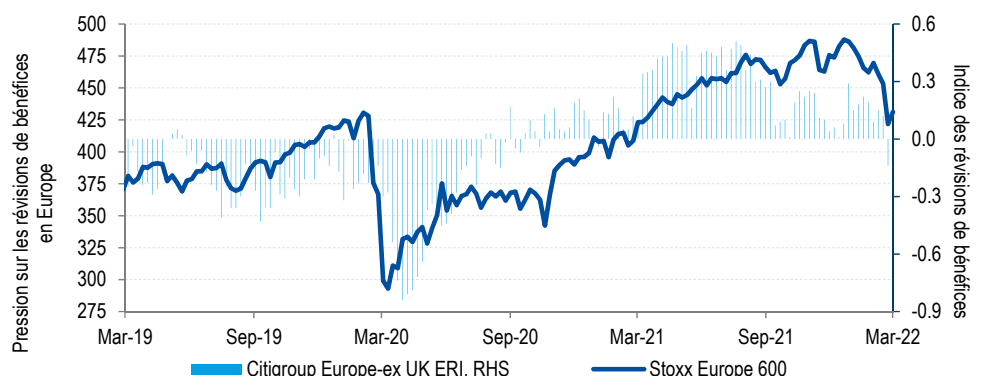
**De manière générale, nous pensons qu'il convient de privilégier les entreprises de meilleure qualité et à forte capitalisation**

**des secteurs cycliques et défensifs.** Notre préférence pour le style *value* à moyen terme demeure. D'un point de vue sectoriel, nous restons positifs sur la consommation non-cyclique et la santé, et avons revu à la hausse nos prévisions pour les industrielles, compte tenu de l'attrait *bottom-up* des entreprises de ce secteur. En revanche, nous restons prudents sur les technologies de l'information (un peu moins) et maintenons notre prudence sur les services aux collectivités.

### Actions américaines

Nous n'anticipons pas de récession économique aux États-Unis, car la liquidité du marché est abondante, le marché du travail solide et les revenus des consommateurs robustes. Cependant, nous percevons certaines difficultés dans la reprise économique qui pourraient empêcher les entreprises d'atteindre leurs objectifs de bénéfices pour 2022. **C'est pourquoi nous continuons, dans nos recherches, d'accorder moins d'importance aux valeurs cycliques et davantage aux entreprises de style value et qualité.** Nous recherchons les signes d'efficacité opérationnelle (faibles dépenses d'investissement/ventes, faibles stocks/progression des ventes, faible rotation du personnel). **D'autre part, nous sommes constructifs sur les entreprises qui récompensent les actionnaires minoritaires par des rachats ou des versements de dividendes.** En revanche, en tant que groupe, nous pensons que les prix des valeurs de croissance sont encore élevés par rapport aux valeurs décotées et nous évitons les valeurs de croissance qui ne sont pas rentables. Au niveau sectoriel, nous sommes constructifs

### Pression sur les révisions de bénéfices en Europe



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données hebdomadaires au 16 mars 2022. Indice European Earnings Revision, échelle de droite. Les valeurs négatives indiquent que les bénéfices ont été révisés à la baisse, tandis que les valeurs positives indiquent une révision à la hausse.

## ACTIONS

sur les services aux consommateurs plutôt que sur la vente au détail dans le segment de la consommation cyclique. En ce qui concerne les banques, nous nous concentrons sur les valeurs bien capitalisées qui ont réduit leur endettement et qui, orientées vers les particuliers, disposent de réseaux nationaux importants. Ces caractéristiques devraient leur permettre de traverser la crise dans de meilleures conditions. Dans le secteur des technologies, nous nous intéressons aux entreprises de qualité à prix raisonnable qui sont moins cycliques, étant donné que les dépenses en technologies sont généralement moins sensibles aux cycles économiques.

**Actions émergentes**

**Les perturbations actuelles (hausse du prix des matières premières, inflation) ne**

**toucheront pas tous les marchés émergents de la même manière.** De ce point de vue, l'Europe de l'Est est la plus exposée, tandis que l'Amérique latine pourrait bénéficier de la hausse des prix des matières premières (effet positif sur le Brésil). Nous sommes également constructifs sur les exportateurs de pétrole et de gaz au Moyen-Orient (EAU). En Asie, la position de la Chine vis-à-vis de la Russie, ses mesures de relance budgétaire et la manière dont le pays gère la nouvelle vague de Covid-19 sont des questions clés que nous surveillons. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et l'immobilier, et maintenons notre tendance à surpondérer les actions décotées par rapport aux actions de croissance.





**Didier BOROWSKI,**  
Head of Global Views

## Avant-propos

### La guerre en Ukraine à un tournant

En qualifiant la guerre en Ukraine de « changement tectonique dans l'histoire européenne », les dirigeants européens donnent la mesure des changements de régime auxquels cette guerre peut conduire à moyen terme.

**À court terme, les conséquences économiques de la guerre dépendront de la durée et de l'intensité du conflit. Quelques éléments nous permettent de dresser un premier bilan après un mois de guerre :**

- **Les forces russes s'enlisent** en raison de graves problèmes logistiques (manque de carburant, de rations et peut-être même de munitions) et ont essuyé leurs premiers revers militaires.
- **La résistance et la combativité des Ukrainiens, approvisionnés en armes par au moins 28 pays, s'avèrent efficaces.** Les combats sont plus intenses et plus longs que les stratégies russes ne l'avaient anticipé. Le coût humain et matériel pour les Russes est considérable. L'état-major ukrainien évalue à quelque 17 000 le nombre de soldats russes tués, ce qui représente plus de victimes russes que la guerre en Afghanistan (15 000 morts en 10 ans).
- **Le président Zelensky s'est imposé comme un chef de guerre à la fois dans son pays et dans le reste du monde.** Ses interventions très médiatisées devant les parlements des démocraties occidentales en ont fait une figure héroïque qui incarne et galvanise la résistance.
- **Sur le front diplomatique, les pourparlers ont repris en Turquie entre Ukrainiens et Russes après trois semaines d'interruption.** Les Russes ont annoncé un changement de stratégie et une désescalade. Mais il n'y a pas eu d'avancée significative. L'attention se porte sur les conditions d'un cessez-le-feu. Le statut des territoires occupés (Donbass/Crimée) n'est pas à l'ordre du jour mais il est clair que ce point sera au cœur des négociations à venir. Le Président Zelensky accepterait la neutralité de l'Ukraine sous réserve de garanties apportées à la sécurité de son pays (avec une garantie proche de celle de l'article 5 de l'OTAN) et d'une approbation par référendum.
- **L'UE a décidé de réduire progressivement sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie avec le soutien du G7 et en particulier des États-Unis.** Le secteur des hydrocarbures est encore relativement épargné par les Européens. Mais la pression s'est accentuée : l'Allemagne envisage déjà (i) de réduire de moitié ses importations de pétrole russe d'ici l'été, (ii) de cesser d'importer du charbon russe d'ici l'automne, (iii) et de cesser d'importer du gaz russe d'ici mi-2024.

**En résumé, Vladimir Poutine est confronté à d'immenses défis sur le plan économique et politique, et les revers se multiplient sur le front militaire.** De notre point de vue, les événements de mars augmentent la probabilité d'une guerre « courte » avec un cessez-le-feu et la tenue de véritables négociations dans les mois qui viennent. Le pouvoir de négociation de la Chine a *de facto* considérablement augmenté. Nous continuons de penser que la Chine jouera un rôle clé dans la sortie de crise. À court terme, le risque d'une « escalade verticale » - avec le recours à des armes non conventionnelles : armes chimiques, biologiques voire un recours au nucléaire tactique - a considérablement diminué. Pour autant, les négociations seront longues et il nous semble que ce serait une erreur de considérer que les risques d'intensification voire d'un élargissement du conflit ont disparu. Il nous semble toujours nécessaire d'envisager d'autres scénarios.

**Dans tous les cas de figure, cette guerre marquera un tournant dans les relations internationales et la doctrine militaire européenne, conduisant à une nouvelle forme de mondialisation.** Ce conflit remet en cause des principes et doctrines bien établis depuis des décennies, en particulier le postulat selon lequel l'intégration économique constitue un rempart contre la guerre. Cette crise exacerbe le besoin de diversification des chaînes d'approvisionnement et de délocalisation de certaines productions à des fins stratégiques ou de résilience. Les liens économiques avec la Russie sont définitivement affaiblis.

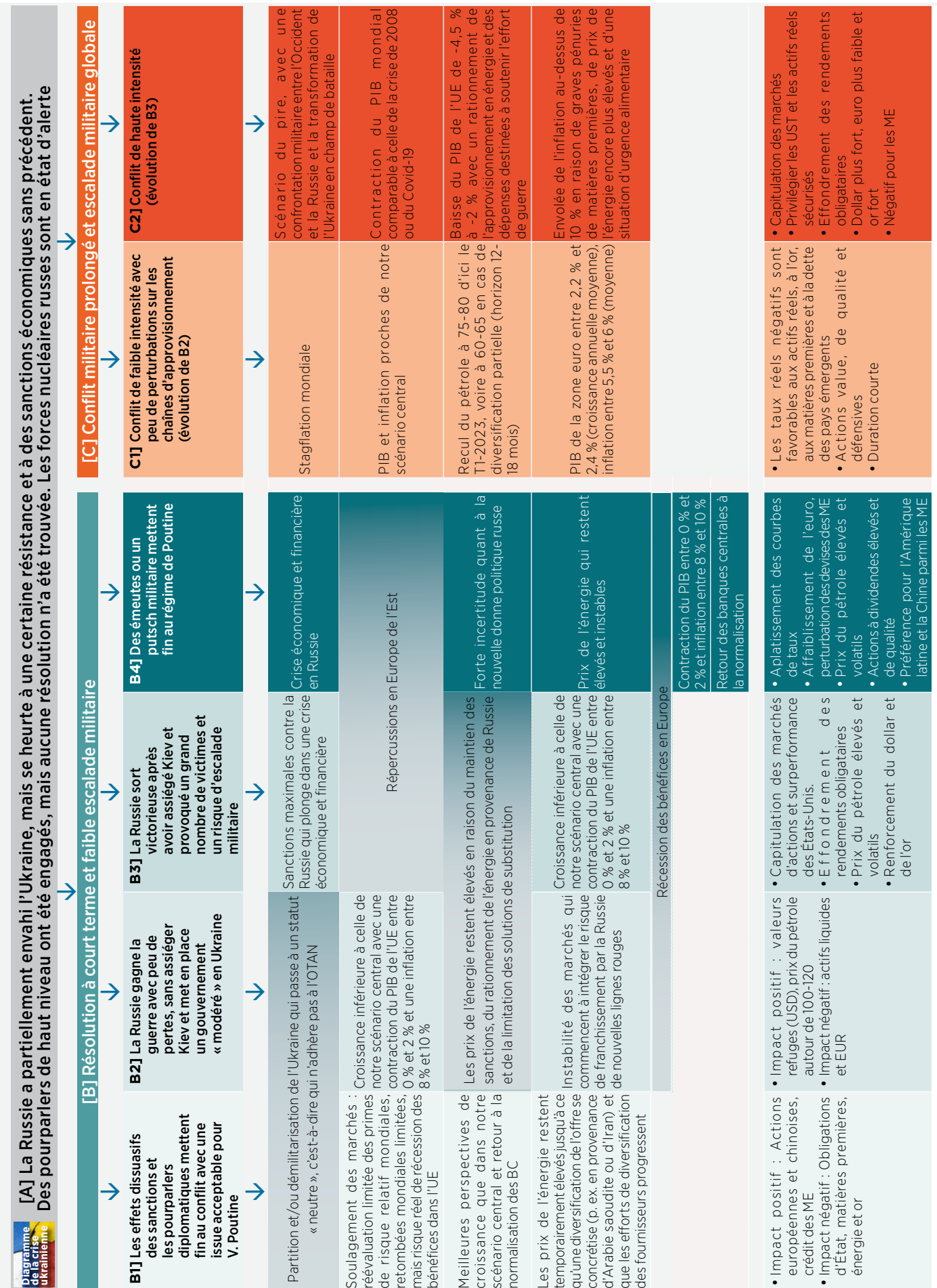
**Enfin, d'un point de vue économique, la guerre en Ukraine aggrave le dilemme des principales banques centrales,** car, d'une part, elle entraînera une poussée supplémentaire



de l'inflation (avec des effets de diffusion sur tous les prix) et, d'autre part, elle augmente les risques de ralentissement de la croissance. Ce dilemme est d'autant plus prononcé que les banques centrales ont sous-estimé les conséquences inflationnistes des mesures budgétaires et monétaires prises pendant la crise de Covid. Ceci vaut particulièrement pour les États-Unis. L'une des leçons tirées de la fin des années 1970 et du début des années 1980 est qu'une action tardive peut conduire l'inflation à s'enraciner, nécessitant un resserrement plus agressif et provoquant des difficultés à plus long terme. Mais l'autre leçon est que les atterrissages en douceur sont difficiles à réaliser et que les risques de récession augmentent lorsque les conditions financières se resserrent trop rapidement. C'est entre ces deux écueils que les banques centrales - et les investisseurs - vont devoir naviguer.

Dans ce document, nous cherchons à éclairer les investisseurs sur les enjeux et à les aider à s'orienter dans un monde particulièrement incertain et changeant.

*Achévé de rédiger le 30 mars 2022*



Source Amundi Institute



**Éric MIJOT,**  
*Responsable de la Stratégie  
sur les Marchés Développés*

*Combiner le style  
Value avec la qualité  
et des rendements  
sécurisés*

## 1] Quelles sont, selon vous, les zones les plus résilientes des marchés d'actions mondiaux ?

La phase de marché actuelle correspond à une certaine maturité du cycle américain. Alors que le marché actions fait face au durcissement de la politique monétaire de la Fed depuis le début de l'année, les prix des matières premières continuent de grimper. Cette situation a été exacerbée suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie depuis février, surtout en Europe. Les marchés doivent donc composer avec une hausse des taux, une hausse des prix des matières premières et un probable tassement de la croissance bénéficiaire.

En termes de style, il est prudent de se diversifier. Le style Value permet de tenir compte de la poursuite de la hausse des taux et a historiquement bien résisté à l'environnement de stagflation. Les valeurs de Qualité (faible endettement) et celles à dividendes élevés et sécurisés, plus défensives, ont aussi toute leur place.

Au plan régional, le marché américain n'a pas failli à sa réputation de résilience lors de la forte baisse de ce début d'année. Il reste néanmoins plus cher que les autres. On profitera donc de sa profondeur pour rechercher des valeurs Value de qualité car les valeurs de croissance restent pour l'instant sous le joug de la hausse des taux. Autrement, la hausse des prix des matières premières profite au Canada, à l'Australie, à la Norvège et au Mexique par exemple ; de bon compléments à considérer. Ensuite, le marché britannique permet de jouer la phase de transition entre hausse des prix des matières premières et ralentissement économique. Il est en effet très représenté en valeurs de l'énergie et très peu en valeurs industrielles. Il présente également l'un des rendements les plus élevés des marchés actions. Enfin, le marché suisse, permet d'aller encore une étape plus loin dans le cycle au cas où le ralentissement économique finirait par provoquer une baisse des prix des matières premières. Il se comporte en effet pour sa part comme un proxy des valeurs de santé par rapport aux valeurs de l'énergie.

Enfin, n'oublions pas que toute perspective de résolution du conflit en Ukraine serait propice à un rebond marqué qui profiterait au contraire aux segments ayant le plus souffert dans la baisse, comme les actions de la zone euro, les financières et les valeurs de consommation discrétionnaire ; être fortement sous-pondéré sur ces valeurs serait alors source de contreperformance lors du rebond.

*Achévé de rédiger le 25 mars 2022*

## 2] Les matières premières ont-elles encore du potentiel ?

Les matières premières dépendent toujours de quatre grands facteurs : fondamentaux, géopolitiques, structurels et cycliques. À l'heure actuelle, ces quatre facteurs sont favorables et soutiennent les prix des matières premières, en particulier ceux des métaux de base et de l'énergie. La récente reprise des marchés des matières premières a permis de combler leur écart de sous-évaluation par rapport à la croissance nominale (facteur cyclique). Par conséquent, une hausse soutenue des matières premières ne reposera pas uniquement sur le thème de la reprise.

Le facteur géopolitique est évidemment très important en ce moment. Le gaz naturel sera sous pression pour des questions de sous-approvisionnement liées aux récents événements tragiques en Ukraine. Les sanctions et l'interruption des activités dans les ports ukrainiens entraînent une pénurie généralisée d'un large éventail de matières premières, des céréales à l'acier. Pour rappel, la Russie et l'Ukraine représentent à elles deux 30 % des exportations mondiales de blé. Notre opinion constructive structurelle sur les matières premières repose sur la transition écologique et sur une possible inadéquation durable entre l'offre et la demande de métaux de base essentiels. Les stocks sont à des niveaux historiquement bas et il n'y a aucun signe d'amélioration. Si nous ajustons les valorisations des principales matières premières en fonction de la croissance et des stocks, elles semblent bon marché malgré la récente reprise et font partie de la classe d'actifs la moins chère.

Dans ce contexte et malgré le récent rallye, nous réaffirmons notre opinion constructive vis-à-vis des matières premières, avec les répercussions logiques que cela implique en termes d'inflation.

*Achévé de rédiger le 29 mars 2022*



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





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

---

*Les exportateurs nets devraient bénéficier de la hausse des prix des produits de base, mais il convient d'être vigilant à l'inflation et au soutien budgétaire accru pour la contenir*

---

### 3] Évaluation de l'exposition des marchés émergents au conflit Russie-Ukraine

Pour évaluer l'impact des événements géopolitiques les plus récents sur l'univers des marchés émergents, nous nous sommes concentrés sur **différents canaux de transmission**, l'un étant le risque de choc de l'offre et ses conséquences sur l'univers des matières premières, le second étant la diminution de la demande en provenance des régions ou pays proches du conflit.

La **proximité** de la zone de conflit peut être facilement évaluée en termes de **distance géographique (qui joue un rôle important sur les flux de migrants)**, mais lorsque l'on parle de proximité, il existe également des aspects plus larges à considérer, comme les **liens commerciaux et d'investissement, les flux touristiques ou encore les transferts de fonds**. Dans cette perspective, l'Europe de l'Est (marchés émergents ou frontières) devrait être la plus touchée de par son exposition directe à la Russie et à l'Ukraine, ainsi que par la réduction de la demande des pays du cœur économique de l'Europe. Toutefois, pour les économies frontalières de la région capables de maintenir un certain degré de neutralité et d'éviter les sanctions indirectes, cette **proximité pourrait également ouvrir des opportunités sous forme de relocalisation de certaines activités, de réorientation des flux commerciaux et financiers en provenance de Russie ou d'exportation de produits agricoles à la place de l'Ukraine**.

Concernant le canal des matières premières, il convient en premier lieu, compte tenu des pays concernés, d'examiner l'univers plus large de l'énergie, de l'agroalimentaire et même des métaux, où les chocs à court terme s'ajoutent aux poussées plus structurelles découlant des ambitions de transition net zéro. Dans un deuxième temps, il est raisonnable de considérer qu'une augmentation des prix des matières premières aura des répercussions complexes et qu'il ne suffira pas de distinguer les exportateurs et les importateurs pour identifier les gagnants et les perdants. Nous avons commencé par examiner la position extérieure de ces pays au regard du commerce des matières premières, mais avons également tenu compte du poids relatif de ces éléments dans leur panier d'inflation ainsi que du coût budgétaire induit par la lutte contre les pics d'inflation. Les importateurs nets d'énergie et de denrées alimentaires subiront indistinctement une détérioration de leur position extérieure et budgétaire : les factures d'importation s'envolent et plusieurs gouvernements s'empressent d'en limiter l'impact sur les ménages par le biais d'**initiatives budgétaires telles que l'augmentation des subventions, le plafonnement des prix, les allocations d'espèces, la réduction des droits d'accises, avec pour conséquence une augmentation des coûts budgétaires**. Bien entendu, les économies qui présentent déjà des déficits jumeaux importants (budget et balance courante) et dont la position de la dette est plus fragile sont celles qui souffriront le plus et qui sont les plus susceptibles de voir leur note abaissée ou de faire défaut. Ainsi, le conflit entre la Russie et l'Ukraine a très certainement accéléré les discussions entre le Sri Lanka et le FMI (après de longues hésitations) les prix élevés du pétrole et la baisse des recettes touristiques ayant encore limité la capacité du pays à assurer le service de sa dette extérieure.

**À l'inverse, les exportateurs de matières premières devraient plutôt bénéficier des conséquences des récents événements géopolitiques**. En effet, les pays d'Amérique latine en plus d'être géographiquement éloignés de la zone de conflit et d'être relativement peu connectés sur le plan commercial (et ce, d'autant plus si l'on considère l'ensemble de la zone euro), sont aussi ceux qui sont le plus positivement corrélés au cycle des matières premières, que ce soit via le pétrole, l'agroalimentaire ou les métaux, le Mexique faisant figure d'exception dans cette région. **Toutefois, la hausse du coût des intrants pèse davantage sur les économies déjà confrontées à une forte inflation (notamment en Amérique latine, mais pas seulement), ce qui pourrait entraîner un resserrement supplémentaire de la politique des banques centrales (un phénomène négatif pour la croissance)**. En outre, l'urgence à maîtriser les nouvelles poussées d'inflation exige un soutien budgétaire accru, absorbant d'autant les ressources budgétaires et détériorant les positions budgétaires déjà fragiles. C'est notamment le cas au Nigeria, où les cours élevés du pétrole sont loin de faire les affaires du gouvernement, qui utilise ses recettes fiscales pour financer les subventions aux carburants. Cette question est encore plus épineuse dans les pays devant assurer leur sécurité alimentaire et où l'inflation est forte (Afrique). Sur une note plus positive, la hausse des recettes pétrolières, lorsqu'elle n'est pas immédiatement consacrée aux investissements publics, permettra aux pays du Conseil de coopération du Golfe de reconstituer leurs réserves de fonds pétroliers épuisées pendant la crise du Covid.

*Achévé de rédiger le 29 mars 2022*

THÉMATIQUE

## Marchés du crédit: prudence, malgré des valorisations plus attractives

Les valorisations sont désormais un peu plus attractives. Toutefois, l'environnement reste difficile, notamment en Europe. Nous restons prudents et plus constructifs sur le crédit américain que sur le crédit euro.

### Aperçu global: préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro

Les deux principaux moteurs des marchés du crédit à l'heure actuelle sont la guerre en Ukraine et le resserrement de la politique monétaire des banques centrales.

- La guerre en Ukraine expose l'économie mondiale à un double choc: celui de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires et celui qui menace les marchés financiers. Il est difficile aujourd'hui de quantifier l'impact de la guerre en Ukraine sur l'économie mondiale. Les prévisions restent soumises à un niveau d'incertitude extrêmement élevé. Le conflit russo-ukrainien et les sanctions qui l'accompagnent impliquent un scénario économique marqué par une baisse de la croissance et une hausse de l'inflation. Les effets du ralentissement de la croissance et de l'accélération de l'inflation toucheront davantage l'Europe que les États-Unis. Nos perspectives de croissance ont été fortement revues à la baisse dans la zone

euro, à 2 % en moyenne annuelle. L'activité économique américaine est peu touchée par cette guerre.

- Les banques centrales ont laissé filer l'inflation qui est devenue un phénomène mondial. En février, l'inflation était proche de 8 % aux États-Unis et de 6 % dans la zone euro. La flambée des prix du pétrole brut et d'autres matières premières exercera une pression haussière supplémentaire sur l'inflation à court terme. La Fed a beaucoup plus de « bonnes » raisons d'agir que la BCE. Dans la zone euro, l'inflation est principalement tirée par les prix de l'énergie. Aux États-Unis, elle est généralisée. Les entreprises augmentent leurs marges. Les salaires ont augmenté au rythme le plus rapide depuis des décennies. La demande est soutenue. Dans ce contexte, nous devons surveiller la fin du fort soutien consenti jusqu'ici par les banques centrales.



**Mickael BELLAICHE,**  
Stratège Taux et Crédit



**Sergio BERTONCINI,**  
Stratège Senior Taux

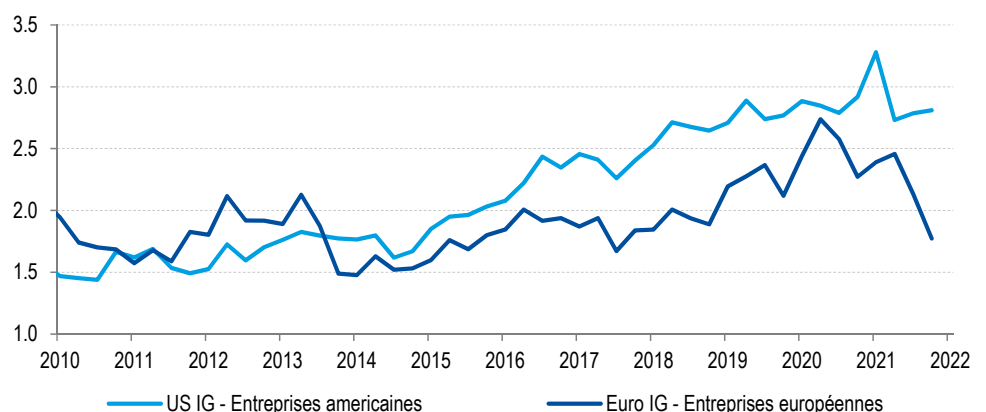
*La persistance de l'inflation élevée, tirée par les coûts, oblige les banques centrales à resserrer agressivement leur politique monétaire*

### Bilan solide, mais l'impact de la hausse des coûts sur les marges est à surveiller

Les entreprises sortent de la crise du Covid avec des bilans plus solides grâce au soutien sans précédent des gouvernements et des banques centrales. En effet, les entreprises ont profité de la forte reprise de l'activité économique, des conditions de financement ultra-accommodantes et du fort appétit des investisseurs pour renforcer leurs bilans. Les entreprises bien notées ont été très actives en matière de fusions-acquisitions, notamment aux États-Unis,

tandis que les entreprises mal notées se sont attachées à réduire leur endettement. En fin 2021, l'endettement net de la plupart des entreprises était revenu aux niveaux de 2019 ou en dessous et les entreprises bénéficiaient d'un niveau élevé de liquidités. Le « mur des échéances » paraît donc tout à fait gérable pour les deux prochaines années, ce qui est un point essentiel compte tenu du contexte de hausse des taux par les banques centrales.

### 1/ L'endettement net est revenu aux niveaux d'avant la crise du Covid, voire en dessous



Source : Bloomberg, Amundi Institute, Données au T4 2021

## THÉMATIQUE

*Le mur des échéances semble donc tout à fait gérable pour les deux prochaines années*

*La BCE mettra fin à son programme de QE en mars*

*Les valorisations du crédit n'intègrent pas un scénario de récession*

Pour 2022, les perspectives des fondamentaux des entreprises américaines nous paraissent plus convaincantes que celles des entreprises européennes. Le fort pouvoir de fixation des prix des entreprises américaines est de bon augure pour leurs performances opérationnelles à court terme. En Europe, en revanche, l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les marges des entreprises nous

incite davantage à la prudence. Par ailleurs, nous resterons particulièrement attentifs à l'impact des hausses de taux sur les conditions financières. La phase *accommodante* de la reprise est maintenant terminée et la phase *normale* se caractérisera probablement par une plus grande dispersion des bénéfices des entreprises.

### Les facteurs techniques du crédit euro seront mis à mal par la fin du QE

Les marchés du crédit Euro ont bien résisté au dernier changement de ton de la BCE, ce qui laisse présager une fin rapide des dispositifs de relance, mais aussi une plus grande souplesse dans le calendrier du premier relèvement des taux, qui sera fonction de la dynamique macroéconomique. De plus, l'outil « flexibilité » de la BCE concerne principalement aujourd'hui que les réinvestissements du PEPP. Les *spreads* ont également bien résisté à la dernière forte hausse des rendements obligataires. En effet, l'attention se porte désormais sur le volet budgétaire, avec les mesures de soutien annoncées récemment au niveau national pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises et avec la possibilité d'une réponse à l'échelle de l'UE (compte tenu de l'expérience positive acquise durant la pandémie). En outre, le virage restrictif pris par la BCE se fonde sur un scénario central relativement optimiste en termes de croissance du PIB, qu'elle anticipe toujours à 3,7 % pour 2022. Par conséquent,

la BCE, qui est dépendante des données pour calibrer la normalisation de sa politique et les hausses de taux, pourrait être amenée à revoir à la hausse l'impact d'une inflation plus élevée sur la croissance du PIB.

À cet égard, on notera que le total implicite des hausses de taux à 12 mois (86 points de base au moment où nous écrivons ces lignes) a déjà été revu à la hausse de manière assez agressive. L'accélération de la réduction des programmes d'achats d'actifs, la réévaluation à la hausse des relèvements de taux anticipés par les marchés et l'absence de nouveaux dispositifs pour contrer une éventuelle fragmentation (à l'exception des réinvestissements flexibles du PEPP) forment à ce jour un ensemble de facteurs techniques plus difficiles pour les marchés du crédit libellé en euros. Par conséquent, plus encore que lors de la crise du Covid, il est possible que les véritables facteurs déterminants soient la taille et la rapidité de la réaction budgétaire, en particulier au niveau de l'UE.

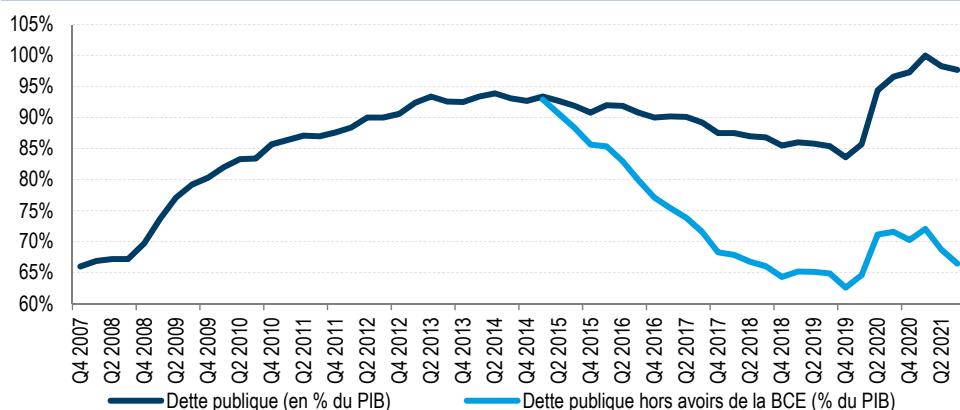
### Les valorisations du crédit euro sont plus attractives, mais n'intègrent pas de récession

L'EUR IG a été le segment de crédit le plus touché par les effets cumulés de la réévaluation des taux en janvier, des surprises de la BCE en février et de la récente escalade géopolitique en Europe. A cet égard, les

*spreads* de crédit ont augmenté bien avant que n'apparaissent les premiers signes de ralentissement significatif de l'économie.

Malgré le retour des *spreads* à des niveaux proches de ceux d'avant l'invasion de l'Ukraine

### 2/ L'Eurosystème a joué un rôle déterminant dans l'absorption de l'offre de dette de la zone euro depuis 2015



Source : Datastream, Amundi Institute, Données au T3 2021

## THÉMATIQUE

*Les perspectives en matière de taux de défaut seront vulnérables à une dégradation de l'environnement économique. Les fondamentaux des entreprises sont toutefois solides*

durant les deux dernières semaines, les valorisations de l'EUR IG ont été les seules à se hisser aux niveaux atteints par les marchés du crédit lors de la phase de confrontation commerciale et de resserrement quantitatif de la Fed en 2018 ou lors de la phase de frayeurs à l'égard de la croissance chinoise en 2015. Au regard de son expérience des outils utilisés efficacement lors de la crise

du Covid, l'éventuelle réponse de la politique budgétaire pourrait s'avérer cruciale pour empêcher les valorisations d'atteindre leurs pics de la crise du Covid, car dans une certaine mesure, elles intègrent déjà un ralentissement des tendances économiques, tandis que les entreprises abordent cette nouvelle crise avec des bilans assainis et des fondamentaux favorables.

**Évolution du cycle de défaut du HY en fonction de la dynamique des différentes politiques monétaires**

Sur le segment du HY, le niveau actuel des ratios de détresse est encore modeste au regard du passé, tandis que le canal des prêts bancaires est soutenu par l'abondance des liquidités et la forte capitalisation des banques. La désescalade géopolitique est un catalyseur de soutien évident, mais les aides gouvernementales, les lignes de liquidité et l'assistance financière sont autant d'éléments qui ont permis d'éviter les faillites d'entreprises pendant la crise du Covid. Les décideurs politiques peuvent encore faire appel à bon nombre de ces outils aujourd'hui. À l'inverse, l'assouplissement monétaire semble désormais bien moins probable, étant donné

que les banques centrales se concentrent sur le niveau élevé de l'inflation globale. Dans son scénario de référence, Moody's n'a pas modifié la tendance prévue précédemment annonçant une stabilisation au cours des deux prochains trimestres, suivie d'un passage à 3 % à 12 mois aux États-Unis et à 2,6 % en Europe. Sur ce point, nous évaluons les prévisions de référence de Moody's soutenues par les facteurs positifs déjà mentionnés ci-dessus, mais en parallèle, les risques d'impact plus sévère sur la croissance et par conséquent sur les perspectives de défaut ont récemment augmenté.



THÉMATIQUE

## La Fed parviendra-t-elle à rétablir la stabilité des prix sans récession ?



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



**Delphine GEORGES,**  
Stratégiste Senior Taux

*La Fed indique que la lutte contre l'inflation va devenir plus ardue*

**La Fed est déterminée à relever ses taux rapidement. A court terme l'économie américaine sera soutenue grâce aux bilans solides des ménages et des entreprises et grâce à des marchés du travail et immobilier très dynamiques qui résultent principalement des différents dispositifs de soutien budgétaire et monétaire mis en place pendant la crise de Covid. La Fed sera dans une situation plus difficile en 2023.**

### La Fed admet avoir laissé filer l'inflation.

La Fed est déterminée à relever ses taux rapidement, car le marché du travail est très tendu et l'inflation est plus forte et plus persistante que prévu. Mais à présent, deux questions se posent aux investisseurs : (1) le rythme de ralentissement de la croissance économique américaine dans un contexte de resserrement des conditions financières et (2) quel arbitrage la Fed ferait-elle en cas de fort ralentissement de la croissance ?

### La Fed a beaucoup plus de raisons d'agir que la BCE.

L'inflation est un phénomène mondial. Elle galope aux États-Unis et dans la zone euro, où elle a atteint près de 8 % et 6 % respectivement en février. La flambée des prix du pétrole brut et d'autres matières premières exercera une pression haussière supplémentaire sur l'inflation à court terme. Pour autant, on constate des différences fondamentales entre les États-Unis et la zone euro. Dans la zone euro, l'inflation est principalement tirée par les prix de l'énergie. La croissance des salaires y a même ralenti à 1,9 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2021, contre 2,3 % au trimestre précédent. Aux États-Unis, en revanche, l'inflation est plus généralisée. En effet, l'économie américaine tourne à plein régime. Les entreprises américaines augmentent leurs marges, faisant augmenter les prix plus

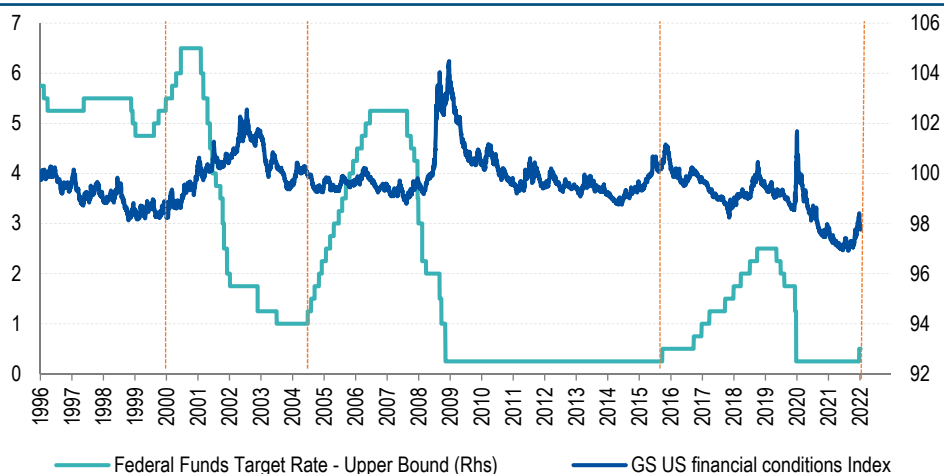
rapidement que leurs coûts. Le marché du travail américain est très tendu, poussant les salaires à la hausse au rythme le plus rapide en plusieurs décennies.

### Le FOMC de mars a durci le ton sur de nombreux fronts.

La Fed veut atteindre le taux neutre aussi rapidement que possible et, le cas échéant, évoluer vers des niveaux de taux plus restrictifs pour rétablir la stabilité des prix. Le président Powell a exprimé sans ambiguïté sa détermination à faire baisser l'inflation « quoi qu'il en coûte », lorsqu'il a déclaré que le FOMC souhaitait ralentir la demande afin qu'elle soit mieux alignée sur l'offre et qu'il visait des conditions financières moins accommodantes. Le résumé des projections économiques a ainsi présenté un taux final médian de 2,75 %, supérieur donc au niveau neutre de 2,5 %. De plus, M. Powell a récemment réaffirmé son engagement à utiliser tous les outils à sa disposition pour parvenir à la stabilité des prix et notamment des hausses de taux de 50 points de base lors des prochaines réunions, de sorte que le niveau neutre de 2,5 % pourrait être atteint dès fin 2022 ou début 2023.

**Jusqu'à présent, la forte demande a été soutenue par un marché du travail solide, des conditions financières accommodantes et les fortes mesures de politique budgétaire adoptées pour faire face à la crise du coronavirus.**

### 1/ La Fed démarre son cycle de remontée des taux alors que les conditions financières ont commencé à se tendre



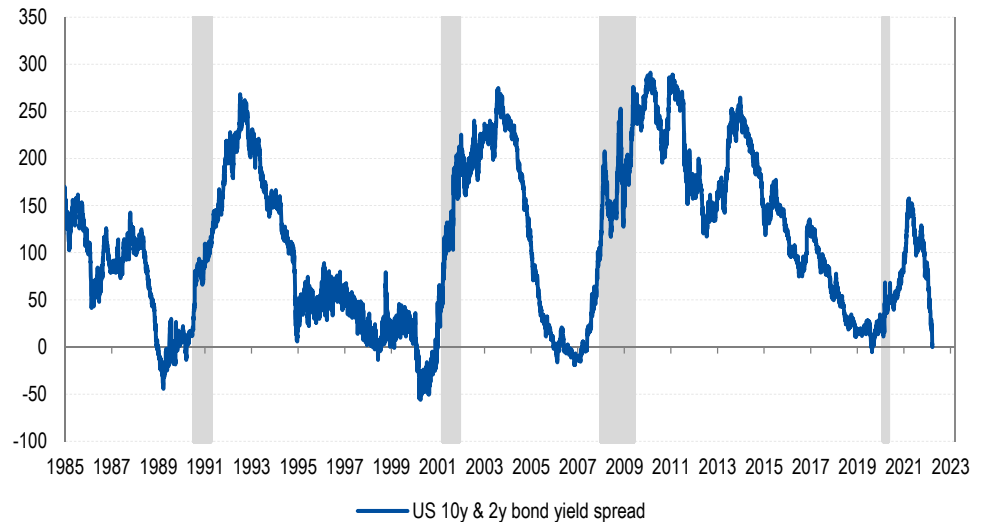
Source : Bloomberg, Amundi Institute - Données au 15 mars 2022

THÉMATIQUE

La question maintenant est de savoir quel sera le rythme de la ralentissement de l'économie américaine

Le risque est que la Fed pousse l'économie américaine en récession alors qu'elle tente de faire baisser l'inflation

2/ L'inversion de la courbe entre le 2 ans et le 10 ans a été un bon indicateur de récession, mais avec un long délai



Source : Bloomberg, Amundi Institute - Données au 25 mars 2022

Les hausses de taux de la Fed vont ralentir la demande : la question est maintenant de savoir quel sera le rythme du ralentissement de l'économie américaine.

- La Fed pense pouvoir aller de l'avant avec son processus de resserrement sans faire entrer l'économie américaine dans un scénario de récession. Lors de la conférence de presse, M. Powell a répété que le nombre d'offres d'emploi dépassait largement celui des demandeurs d'emploi, d'où la possibilité de calmer l'économie sans priver quiconque de travail. Le Conseil des gouverneurs, quant à lui, prévoit un taux de chômage inférieur à 4 % jusqu'en 2024, malgré les nombreuses hausses de taux et l'assainissement des bilans.
- En plus de la vigueur du marché du travail américain, la vulnérabilité à court terme de l'économie à la hausse des taux d'intérêt a diminué, grâce aux nombreux coussins de sécurité dont dispose l'économie et qui résultent principalement des différents dispositifs de soutien budgétaire et monétaire mis en place pendant la crise de Covid :
  - pour les entreprises, des liquidités plus importantes, une durée de la dette plus élevée et un coût effectif de la dette plus faible qu'avant la crise de Covid.
  - pour les ménages, des bilans sains, une accumulation importante d'épargne, un effet de richesse constructif, les prix de l'immobilier et des actions ayant fortement augmenté par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.
  - l'augmentation des coûts d'emprunt pourrait affaiblir la demande pour les logements, mais comme le stock des logements à vendre n'a jamais été aussi bas, il faudra un certain temps avant

que ce changement n'affecte les prix des logements.

- Par conséquent, le taux final pourrait grimper autour de 2,75 %-3 % car l'économie semble en mesure d'absorber la hausse des taux à court terme.
- Toutefois, à plus long terme, la vulnérabilité de l'économie à la hausse des taux s'est considérablement accrue par rapport aux décennies passées en raison des niveaux d'endettement records et des valorisations élevées des actifs impliquant un fort effet de richesse. Le principal risque à surveiller sera l'impact du resserrement de la politique monétaire de la Fed sur les conditions financières. Ce resserrement est particulier. La Fed commence à relever ses taux alors que les conditions financières ont déjà commencé à se resserrer.
- **La Fed sera dans une situation plus difficile en 2023. L'arbitrage entre croissance et inflation pourrait être un thème central au second semestre 2023**
- En 2023, l'inflation poussée par les coûts, pourrait continuer à surprendre à la hausse. Dans un contexte d'inflation encore élevée et de fort ralentissement de l'activité économique, la Fed pourrait se montrer moins empressée à tenir ses promesses.
- La Fed pourrait se trouver contrainte de soutenir la croissance, en particulier dans un contexte d'endettement élevé et d'investissements lourds qu'exige la transition verte.
- De fait, une banque centrale dispose de peu d'« outils » pour lutter contre une inflation induite par les coûts sans nuire à la croissance. L'augmentation du coût de l'énergie constitue déjà une taxe sur l'économie. **Voilà où en est la BCE aujourd'hui.**

## THÉMATIQUE

*L'inversion de la courbe résulte du fait que nous sommes face à un choc d'inflation qui entraîne une très forte inversion de la courbe des points morts d'inflation.*

**Vers un inversement de la courbe des taux...**

- Il est peu probable que le taux directeur dépasse de manière significative les estimations de taux neutres au cours de ce cycle sans que les anticipations d'inflation à long terme ne perdent leur ancrage. Néanmoins, la probabilité que la Fed doive monter les taux plus loin qu'anticipé pour ramener l'inflation vers l'objectif reste importante et exercera une pression haussière sur le segment court terme de la courbe. En parallèle, la hausse du segment long terme de la courbe sera limitée par la persistance d'une forte demande et le ralentissement attendu de la croissance en 2023. Dans ce contexte, les courbes de taux devraient continuer de s'aplatir et s'inverser.

- Une **inversion de la partie de la courbe à deux ans et à dix ans** est considérée comme un signal fiable qu'une récession est susceptible de suivre dans un ou deux ans, mais il convient de noter que l'inversion cette fois-ci sera également **déterminée par deux facteurs** :
  - L'inversion de la courbe des taux nominaux résulte du fait que nous sommes face à un choc d'inflation qui entraîne une très forte **inversion de la courbe des points morts d'inflation**.
  - L'inversion de la courbe provient également d'une **inversion de la courbe des primes de terme**. La prime de terme sur le segment long de la courbe est très faible en raison de la forte demande de la part des banques américaines et de la Fed.

*Achévé de rédiger le 25 mars 2022*

THÉMATIQUE

## Élections françaises: que la course commence



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

**Le cycle électoral français de 2022 débute, avec en toile de fond la guerre en Ukraine qui favorise le président sortant. Les réformes structurelles, notamment celle du système de retraite et la transition énergétique font l'objet de débats, mais le principal sujet est le pouvoir d'achat des ménages, car les prix de l'énergie et des denrées alimentaires pénalisent les ménages plus modestes. Le taux de participation aux élections pourrait être très faible, ce qui favorise généralement les candidats d'extrême gauche ou d'extrême droite.**

L'entrée d'Emmanuel Macron dans la course à la présidence de la République marque enfin le début du cycle électoral français, qui se terminera par les élections législatives le 19 juin. Le président sortant est donné en tête des sondages, avec 30 % des voix pour le premier tour de l'élection présidentielle prévu le 10 avril, loin devant Marine Le Pen qui est plus proche de la barre des 20 %. Trois autres candidats sont en concurrence pour la deuxième place du premier tour: le candidat d'extrême gauche Jean Luc Mélenchon, qui tente de rassembler une gauche divisée derrière sa bannière, la candidate de centre-droit Valérie Pécresse, dont la campagne a perdu de son élan ces dernières semaines et à l'extrême droite, le politologue Éric Zemmour qui a réussi à gagner une partie du vote conservateur et identitaire. À ce stade, aucun d'entre eux ne semble en mesure de battre Emmanuel Macron au second tour de la présidentielle.

Contrairement à 2017, aucun candidat ayant une chance de remporter la présidence ne propose une sortie de la France de la zone euro, ou « Frexit ». Ce cycle électoral ne devrait donc pas générer une grande volatilité sur les marchés financiers, notamment sur

les marchés obligataires. Par ailleurs, quels que soient leurs différends idéologiques, les principaux candidats sont tous confrontés à la nécessité de redonner du pouvoir d'achat aux ménages dans un contexte de forte inflation et de grande incertitude due à la guerre en Ukraine. Les tensions géopolitiques ont incontestablement modifié le narratif de la campagne, la plupart des candidats ayant dû s'aligner derrière le président sortant pour condamner l'agression russe et soutenir les efforts diplomatiques français.

Sur le plan économique, le programme d'Emmanuel Macron semble s'inscrire dans la continuité du précédent quinquennat, avec environ 15 milliards d'euros de baisses d'impôts supplémentaires, le relèvement de l'âge légal de départ à la retraite à 65 ans pour les personnes nées après 1969, des dispositifs d'incitation au travail et une réforme de Pôle emploi, ainsi qu'un programme d'investissement dans la transition énergétique (nucléaire et éolien) et dans la défense. La plupart des projets d'investissements publics ont été présentés en octobre dernier lors du lancement du plan d'investissement « France 2030 ».

*Le pouvoir d'achat est devenu le thème central de la campagne*

### Le cycle électoral français

Les électeurs français commenceront par voter pour le président lors d'une élection à deux tours<sup>1</sup>. Deux mois plus tard, 577 députés seront envoyés à l'Assemblée nationale après un scrutin local à deux tours. Ceux-ci formeront une majorité issue directement du parti du nouveau

président élu, ou via une coalition. Le président comme les députés sont élus pour un mandat de cinq ans. Le président élu nommera ensuite son Premier ministre, qui se présentera avec son gouvernement devant le Parlement pour un vote de confiance.

### Élection présidentielle

Douze candidats ont été approuvés par le Conseil Constitutionnel et se présenteront au premier tour.

Extrême gauche	Centre-gauche	Centre	Centre-droit	Extrême droite
N. Arthaud J-L. Mélenchon P. Poutou F. Roussel	A. Hidalgo Y. Jadot	J. Lassalle E. Macron	V. Pécresse	N. Dupont-Aignan M. Le Pen E. Zemmour

Élection présidentielle	Dates
Premier tour	10 avril
Deuxième tour	24 avril

<sup>1</sup> En principe, le président peut être élu dès le premier tour s'il obtient la majorité absolue des voix, en tenant compte des bulletins blancs et nuls.



THÉMATIQUE

*Les candidats divergent sur la réforme du système de retraite*

**Comparaison des programmes des principaux candidats**

*Note : nous nous concentrons uniquement sur les programmes des candidats dont le score est supérieur à 10 % dans les sondages et mettons en évidence uniquement les aspects de leur programme ayant des répercussions économiques et financières.*

Malgré leurs divergences sur les solutions, tous les candidats ont pour objectif commun de protéger ou d'augmenter le pouvoir d'achat des ménages à revenus faibles et moyens, qui ont été durement touchés par la hausse des prix de l'énergie

et de l'alimentation. Le système de retraite est également au cœur du débat, y compris pour le président sortant, qui n'a pas réussi à mettre en œuvre sa réforme lors de son précédent mandat. Enfin, les candidats souhaitent restaurer les capacités industrielles françaises et assurer une transition énergétique en douceur, mais ne sont pas d'accord sur la manière de procéder. Un consensus s'est toutefois dégagé du centre à l'extrême droite pour relancer les programmes d'énergie nucléaire.

**Liste des candidats par ordre alphabétique**

● **M. Le Pen**

- Réduction de la TVA sur l'énergie de 20 à 5,5 %
- Augmentation des salaires de base de 10 % en réduisant les cotisations patronales
- Retraite à 60 ans pour les personnes ayant travaillé pendant 40 ans
- Priorité aux PME françaises

- Arrêt des projets éoliens et relance des filières nucléaire, hydroélectrique et hydrogène
- Modification de l'impôt sur la fortune pour le concentrer sur les actifs financiers en excluant les biens immobiliers
- Création d'un fonds souverain français

● **E. Macron**

- Le programme le plus pro-européen
- Report de l'âge de la retraite de 62 à 65 ans
- Réduction des impôts avec, notamment la fin de l'impôt sur les sociétés à but non lucratif (estimé à 6 milliards d'euros)
- Modification du système d'imposition des successions pour favoriser les transferts de richesse directs et indirects
- Réforme des allocations chômage

- 30 milliards d'euros d'investissements pour soutenir la transition énergétique et l'industrie française
- Soutien financier et innovation pour l'agriculture
- Réforme des prestations sociales pour réduire les formalités administratives et améliorer leur efficacité

● **J-L. Mélenchon**

- Augmentation du salaire minimum et des indices de rémunération dans la fonction publique
- Passage de l'âge de la retraite à 60 ans
- Prestations universelles financées par les droits de succession (100 % au-delà de 12 millions d'euros)

- Rétablissement de l'impôt sur la fortune, y compris sur les actifs financiers
- Réduction de l'impôt pour les revenus faibles et moyens
- Investissements publics et subventions importants pour la transition énergétique (45 milliards d'euros par an).

● **V. Péresse**

- Augmentation des salaires nets de 10 %, exonération de charges sociales des heures travaillées au-delà de 35 heures, conversion des RTT en salaire
- Extension des allocations familiales et exonération fiscale des pensions des mères célibataires
- Réduction des impôts des ménages
- Augmentation du budget de la justice

- Réduction des impôts de production de 10 milliards d'euros
- Exonération de 95 % des ménages de l'impôt sur les successions
- Nouveaux produits d'épargne pour lever 120 milliards d'euros et financer la transition énergétique
- Lancement d'une taxe carbone européenne

● **E. Zemmour**

- Réduction des impôts de 70 milliards d'euros, notamment en diminuant les impôts de production de 30 milliards d'euros et l'impôt sur les sociétés de 15 % pour les PME
- Réduction des impôts sur les bas salaires
- Défiscalisation et mise à disposition des primes de participation des salariés pour stimuler la consommation

- Exclusion de la résidence principale de l'impôt sur la fortune
- Réduction de l'impôt sur les successions
- Report de l'âge de la retraite à 64 ans à partir de 2030
- Priorité à l'énergie nucléaire pour assurer la transition vers le « net zéro »

THÉMATIQUE

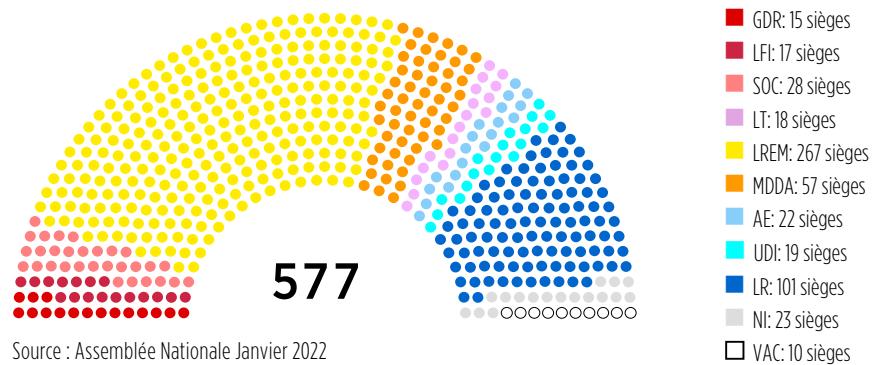
Élections législatives

L'élection présidentielle sera suivie du renouvellement de l'Assemblée nationale. Depuis 2017, la majorité gouvernementale repose sur une coalition tripartite entre le parti LREM d'Emmanuel Macron,

le Modem et Agir ensemble. En cas de second mandat d'Emmanuel Macron, une coalition similaire est probable et intégrerait Horizons, le parti de l'ancien Premier ministre Édouard Philippe.

Élections législatives	Dates
Premier tour	12 juin
Deuxième tour	19 juin

1/ Majorité actuelle à l'Assemblée nationale



Les derniers sondages placent Emmanuel Macron en tête au premier tour

Les sondages indiquent qu'Emmanuel Macron l'emporterait largement contre tous les candidats au second tour

Le président sortant est en tête des sondages pour le premier tour, avec une large marge de 30-32 %.

Vient ensuite Marine Le Pen, à près de 20 %, tandis que trois candidats (Mélenchon, Pécresse et Zemmour) enregistrent des scores proches de 10 %. Cela signifie que les sept

candidats restants se partagent 20 % des voix et ont à ce stade une très faible probabilité d'atteindre le second tour. Les sondages indiquent que les électeurs sont très indécis et que le taux de participation pourrait être très faible, ce qui pourrait favoriser les candidats d'extrême droite ou d'extrême gauche.

Premier tour	Moyenne des derniers sondages*	Tendance
M. Le Pen	19 %	en hausse
E. Macron	29 %	horizontale
J-L. Mélenchon	14 %	en hausse
V. Pécresse	10 %	en baisse
E. Zemmour	11 %	en baisse

\* Au 24 mars 2022

Deuxième tour

Les sondages indiquent qu'Emmanuel Macron l'emporterait largement contre tous les candidats au second tour. Cependant, étant donné le grand nombre d'électeurs

incertains pour le premier tour, les intentions pour le second tour n'ont qu'un faible pouvoir prédictif.

Deuxième tour	Derniers sondages*	E. Macron
M. Le Pen	40%	60%
J-L. Mélenchon	36%	64%
V. Pécresse	33%	70%
E. Zemmour	30%	67%

\*Source : Le Parisien, sur la base de la moyenne des sondages du 19 au 24 mars 2022.

Achévé de rédiger le 29 mars 2022

## THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,  
Global Views

Entre 2014 et 2019, la France a fait la course en tête en termes de réformes « pro-offre »

## Mandat d'E. Macron (2012-17) : une énergique politique de l'offre, avant que le Covid ne donne la priorité à la dépense publique

La première moitié du mandat d'E. Macron (du S2 2017 au début de la crise du Covid, au T1 2020) a été marquée par la conduite d'un nombre significatif de réformes dites « structurelles » ou « pro-offre », généralement considérées comme favorables à la croissance de long terme.

Cette orientation des politiques économiques s'est, en réalité, inscrite dans la continuité de la 2<sup>e</sup> de partie du mandat de F. Hollande : bien qu'élu sur un programme très marqué à gauche en 2012, celui-ci avait, tout en maintenant une communication parfois ambiguë, effectué un net changement de cap vers une politique de l'offre à partir de 2014. E. Macron avait d'ailleurs conduit une partie de ces efforts en tant que ministre de l'économie entre 2014 et 2016. **En tant que Président, il a pu poursuivre dans cette direction, conformément à son programme électoral et de façon pleinement assumée.**

**Durant la période 2014-2019, la France a donc largement pris, à cet égard, le relais de l'Allemagne** (championne de la politique de l'offre au cours de la décennie 2000) et de l'Espagne (contrainte à emprunter cette direction entre 2012 et 2015 après la crise des dettes souveraines en zone euro).

Dans l'ensemble, les grands axes des réformes menées alors en France (assez conformes au modèle de la flexi-sécurité nordique et aux recommandations des grandes organisations internationales) ont consisté à : 1/modifier la fiscalité pour la rendre moins défavorable au travail, aux entreprises et aux investisseurs 2/rendre le marché du travail plus flexible 3/ouvrir davantage à la concurrence plusieurs secteurs d'activité 4/conservé un État-providence important en volume, mais plus lisible, facile à piloter et dont les prestations dépendraient moins de l'appartenance des bénéficiaires à des secteurs professionnels particuliers.

D'importants chantiers, portant sur la réglementation et la fiscalité, ont ainsi abouti entre 2017 et 2020 (voir encadré).

### Principales réformes économiques menées durant le mandat d'E. Macron

#### Période 2017-2018 (avant la crise des Gilets Jaunes) :

- Déplacement d'une partie de la fiscalité sociale (initialement faite de contributions payées par les employés) vers des taxes à base plus large (mettant notamment les retraités aisés à contribution) et moins directement administrées par les syndicats.
- Autres réformes fiscales favorables au capital (flat tax sur les revenus du capital, abolition de l'impôt sur la fortune non immobilière, baisse graduelle de l'impôt sur les sociétés).
- Abolition graduelle de taxes locales fondées sur des valeurs cadastrales obsolètes
- Réforme de la SNCF, bastion du syndicalisme traditionnel, visant l'abolition graduelle du statut particulier de ses employés.
- Réformes portant sur le marché du travail (assouplissement des conditions et procédures de licenciement, modification des règles de l'indemnisation du chômage, refonte des dispositifs de formation professionnelle).
- Réformes portant sur les marchés de biens et de services (y compris dans des secteurs publics administrativement lourds comme l'éducation, l'hôpital et le logement social).

#### Période 2019-2020 (après la crise des Gilets Jaunes et avant celle du Covid-19).

- Réforme de la fonction publique (facilitant notamment la mobilité des fonctionnaires entre administration et réduisant le pouvoir des syndicats).
- Nouveau volet de réforme de l'assurance-chômage. L'application de certaines dispositions a toutefois été retardée, par la crise sanitaire.
- Annonce d'une réforme complète du système des retraites visant à unifier l'ensemble des régimes (plus d'une quarantaine) en un seul et à établir, via un système de points, une correspondance entre cotisations versées et retraites reçues. Le basculement vers le nouveau régime devait toutefois être très graduel. Le processus d'approbation parlementaire de cette réforme a été suspendu suite à la crise sanitaire, et l'horizon d'une telle réforme a été repoussé à au-delà de l'élection présidentielle de 2022.

THÉMATIQUE

**La dynamique des réformes « pro-offre » a survécu à la crise sociale des Gilets Jaunes**

Certaines de ces réformes (surtout l'augmentation de la fiscalité sur l'essence, alors que des taxes jugées plus préjudiciables à l'activité avaient été baissées) ont été le déclencheur des très fortes tensions sociales de la crise des Gilets Jaunes fin 2018 et début 2019. Néanmoins, au prix de mesures de dépenses et de baisses d'impôts permettant de rétablir le calme, le cap de la politique

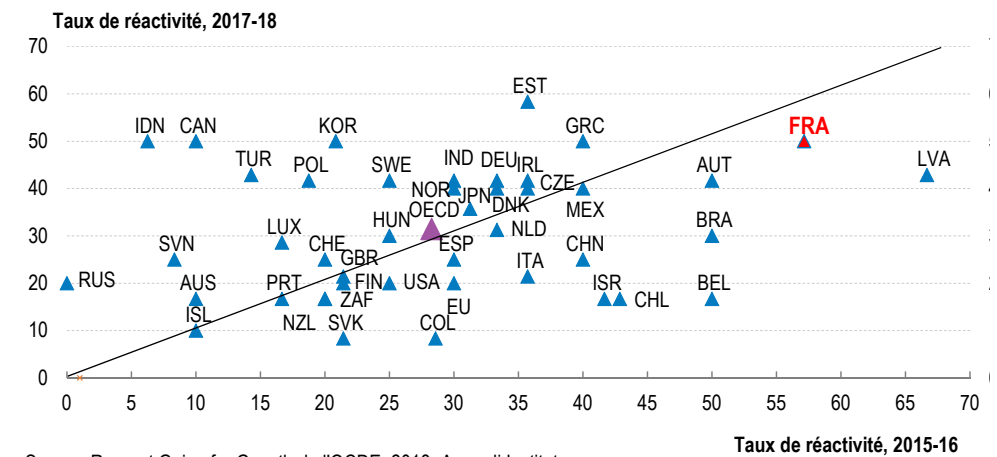
de l'offre a pu être maintenu au-delà de cet épisode dans au moins trois directions (fonction publique, marché du travail et surtout l'ambitieux chantier de l'unification des systèmes de retraite, poursuivi malgré de nouveaux mouvements sociaux fin 2019 et dont le processus d'approbation parlementaire a été stoppé net par la crise sanitaire en mars 2020).

**Les organisations internationales dites « pro-marché » ont porté un jugement très favorable sur les mesures de cette période**

Dans le cadre de son programme d'évaluation « Objectif croissance », l'OCDE considérait en 2019 que la France était, parmi les pays de la zone euro, l'un de ceux ayant le mieux répondu à ses recommandations de réformes en 2017

et 2018 (à égalité avec la Grèce, l'Estonie étant seule à faire mieux). Notons que l'OCDE avait également classé la France parmi les meilleurs élèves durant la période 2015-2016 (dépassée, alors, par la seule Lettonie).

**1/ Indicateur de suivi des recommandations de l'OCDE**

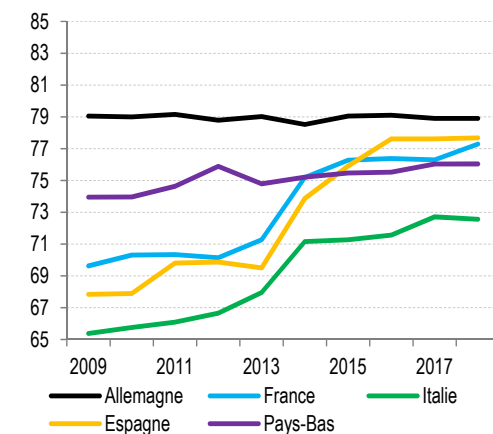


Source: Rapport Going for Growth de l'OCDE, 2018- Amundi Institute

- Dans son **rapport sur la France** d'avril 2019, l'OCDE évaluait également que les réformes de la période 2017-2018 pourraient **augmenter le PIB du pays de 3,2 % d'ici 10 ans.**

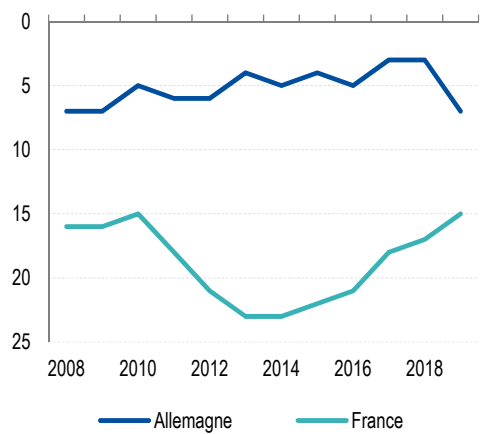
- **La France a également vu sa note, ou son positionnement, augmenter de façon significative dans les grands indices de compétitivité et d'ouverture de l'économie** calculés par des organisations telles que la Banque Mondiale ou le *World Economic Forum*.

**2/ Indice de la facilité de faire des affaires (distance à la frontière)**



Source : Banque Mondiale, Amundi Institute - Données au 31/03/2022

**3/ Indice de Compétitivité Globale, Classement**



Source Banque Mondiale, Amundi Institute - Données au 31/03/2022

Le COVID a donné la priorité aux mesures budgétaires de soutien et de relance



THÉMATIQUE

Quel que soit le vainqueur de l'élection, les conditions économiques et sociales actuelles se prêtent mal au retour d'une politique de l'offre ambitieuse

**Certains chiffres macroéconomiques semblaient d'ailleurs montrer, juste avant la crise Covid 19, que cette politique commençait à donner des résultats**

- **Même bien conçue, une politique d'offre met habituellement plusieurs années à produire des effets bénéfiques et peut même avoir, à court terme, des conséquences négatives sur l'activité** (dites de « courbe en J »). Par ailleurs, les différences de performances de court terme entre l'économie française et celles des pays voisins reflètent souvent avant tout des différences d'exposition sectorielle (ainsi, le net avantage de la France sur l'Allemagne en 2018 et 2019, faisant suite à une situation inverse en 2016 et 2017, s'expliquait surtout par l'évolution du cycle industriel mondial, auquel l'Allemagne est beaucoup plus exposée).
- Cela dit, on peut tout de même remarquer que des indicateurs économiques tels que le **taux de chômage** (7,7 % en février 2020) ou le **taux de marge des entreprises** (33,2 % en 2019) atteignaient, avant la crise sanitaire, leurs meilleurs niveaux depuis 2008 et que la France enregistrait de bons chiffres d'attractivité pour les investissements internationaux<sup>1</sup>.

**Grands chiffres macroéconomiques, 2017-2021 : France, Allemagne et zone euro**

	France	Allemagne	Zone euro
Croissance du PIB réel, %, T4 2017-T4 2019	2,4	1,0	2,3
Croissance du PIB réel, %, T4 2019-T4 2021	0,9	-1,1	0,2
Taux de chômage, janvier 2022	7,0	3,1	6,8
Solde public structurel, % du PIB, 2019	-3,3	0,9	-1,2
Solde public structurel, % du PIB, 2021	-6,7	-5,0	-5,7
Ratio dette publique / PIB, %, 2019	97,5	58,9	86,4
Ratio dette publique / PIB, %, 2021	114,6	71,4	101,0

Source : Eurostat, DG ECFIN (derniers chiffres disponibles)

**En contrepartie de ces réformes, la France a toutefois pris du retard, dès avant le Covid, dans l'assainissement de ses comptes publics.** Perceptible dès le début du mandat, le choix de ne pas accompagner les réformes de mesures d'austérité qui en rendrait l'acceptation plus difficile a été ensuite illustré de façon spectaculaire par les mesures de dépenses et de baisses d'impôts consenties pour apaiser la crise des Gilets Jaunes. Au total, le déficit structurel de la France s'est même légèrement creusé entre 2017 et 2019 (de -3.1 % à -3.3 % du PIB potentiel).

**La crise du Covid a, en France comme ailleurs, radicalement modifié les priorités de la politique économique à partir de début 2020 en faveur des mesures de soutien budgétaire à l'économie.** Les grands axes de ces mesures ont été, en France, similaires à celles retenues dans les autres pays de la zone euro : protection des contrats de travail via des mesures de chômage partiel, aides pour les travailleurs indépendants, prêts garantis aux entreprises, différés de prélèvements obligatoires, dépenses médicales et de prévention. Ces efforts (notamment les dispositifs visant le maintien dans l'emploi et les conditions financières

des prêts garantis, utilisés au total pour un montant d'environ 150 mds €) ont été, en général, évalués comme généreux par les organisations internationales<sup>2</sup>. Les mesures d'urgence ont représenté, en 2020, environ 2,9 % du PIB de 2019 et, en 2021, 2,6 %<sup>3</sup>. À fin 2021, les PIB réels de la France, de l'Italie et de l'Allemagne se trouvaient tous trois de retour sur un niveau très proche de celui pré-Covid (T4 2019), tandis que l'endettement public de la France avait progressé, de 97 % en 2019 à 115 % du PIB en 2021, une hausse supérieure à celle observée en Allemagne mais inférieure à celles observées en Italie et en Espagne.

**Enfin, la dernière partie du mandat d'Emmanuel Macron a été marquée par l'annonce d'importants plans de relance.** Comme leurs équivalents dans les autres pays européens, ceux-ci ont visé, d'une part, à poursuivre la réparation de l'économie post-Covid, d'autre part, à répondre aux défis du changement climatique et à améliorer la croissance de long terme. Annoncé le 3 septembre 2020, le plan France Relance (100 mds € sur deux ans, dont environ 40 % financé par le dispositif européen NGEU) a ainsi prévu de consacrer 35 mds à la compétitivité et à l'innovation, 35 mds € à la cohésion sociale

<sup>1</sup> Ainsi, d'après le Baromètre de l'Attractivité publié par Ernst & Young en janvier 2020, la France était en 2018 la première destination en Europe pour l'implantation de sites de production d'entreprises à capitaux étrangers  
<sup>2-3</sup> OCDE, Rapport sur la France, 2019

## THÉMATIQUE

et territoriale (et 30 mds à la transition énergétique. Un plan supplémentaire, France 2030, annoncé le 12 octobre 2021, a promis l'investissement de 30 mds € supplémentaires sur 5 ans à destination de l'énergie verte, de la décarbonation des activités économiques, de l'alimentation, de la santé, de la culture, du spatial et des fonds marins. En prenant en compte ces deux plans, l'OCDE a considéré que la France se trouvait « en position intermédiaire à haute » en termes de dépenses de relance<sup>4</sup>.

**Le mandat d'Emmanuel Macron a donc été très largement en deux temps, les nécessités de la lutte anti Covid ayant forcé la transition rapide d'un agenda dominé par les mesures structurelles à vocation budgétairement neutre (évolutions réglementaires et déplacements de fiscalité) vers la priorisation des mesures de dépenses, d'abord à des fins de soutien conjoncturel, puis de relance et enfin d'investissement de long terme. Au fur et à mesure de la normalisation de la situation économique post-Covid, l'économie française devrait (si l'on en croit le retour d'expérience**

**habituel de ce type de réforme) continuer de bénéficier, de façon différée, de la politique pro-offre de la période 2014-2019, ce qui pourrait lui conférer pendant quelques années un léger avantage de croissance par rapport aux pays voisins. Les efforts d'investissement devraient, pour leur part, au moins soutenir l'activité à court terme en attendant d'avoir des retombées plus durables.**

**Le programme électoral d'E. Macron en vue des élections de 2022 inclut un certain nombre de nouvelles réformes qu'il est possible de qualifier de « pro-offre ». Cependant, quel que soit le nouveau président, il n'est pas certain que les conditions économiques et politiques (inflation élevée, fortes revendications sociales, expérience des mesures anti-Covid ayant donné l'impression à une partie de la population que les moyens budgétaires sont illimités) se prêtent à un retour rapide à une politique de réformes structurelles aussi vigoureuse que celle menée durant les années pré-Covid.**

*Achévé de rédiger le 30 mars 2022*

<sup>4</sup> OECD Economic Surveys, France, November 2021.

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







### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. La guerre en Ukraine peut évoluer de plusieurs façons au cours des prochaines semaines (voir notre page arbre de décision sur la guerre en Ukraine) avec des enjeux significatifs sur les perspectives économiques et les marchés financiers.

#### SCÉNARIO BAISSIER 30 %

**Nouvel effondrement vers la stagflation**







##### Analyse

-  Une **guerre** de longue durée en **Ukraine** nuit à la confiance et à l'activité, pousse les prix des produits de base et de l'énergie à la hausse pendant plus longtemps et perturbe l'approvisionnement.
-  La résurgence du variant Omicron du **Covid-19** entraîne de nouvelles restrictions de mobilité et des goulets d'étranglement.
-  Ces deux éléments déclencheurs conduisent à une **récession économique** alors que **l'inflation** reste élevée et incontrôlée.
-  Les **politiques monétaire et budgétaire accommodantes sont renouvelées**, avec probablement une nouvelle étape dans la répression financière.
-  Dans un contexte de ralentissement de la croissance, l'inflation oblige les **BC**, et la BCE en particulier, à **s'écarter de leurs orientations** et à perdre potentiellement leur crédibilité.
-  Les politiques et les investissements destinés à lutter contre le **changement climatique** sont reportés et/ou les politiques nationales sont mises en œuvre de manière désordonnée.

#### SCÉNARIO CENTRAL 60 %

**Parcours chaotique, divergences régionales**











##### Analyse

-  La **guerre en Ukraine** ébranle la confiance et pousse temporairement le prix des matières premières et de l'énergie à la hausse.
-  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** persistantes pendant toute l'année 2022 en raison des prix élevés de l'énergie et des matières premières, des goulets d'étranglement de l'offre, et des pressions sur les salaires, et qui s'atténuent en 2023. L'inflation devient un problème politique.
-  **Asynchronie des politiques monétaires**: la Fed passe rapidement du *tapering* à un QT léger et initie un cycle de hausses ; cycle de hausse modérée pour la BoE ; la BCE recalibre le QE et pourrait relever ses taux en 2022 ; assouplissement pour la PBoC. Les taux vont monter mais devraient rester bas plus longtemps.

#### SCÉNARIO HAUSSIER 10 %

**Croissance inclusive et durable**

##### Analyse

-  La **guerre en Ukraine** se termine rapidement (perturbation limitée du marché de l'énergie et des matières premières).
-  **L'endémie recule** plus rapidement que prévu malgré les variants.
-  Les excédents d'épargne et les hausses de salaire dopent la **consommation** avec une faible érosion des marges des entreprises.
-  Des **gains de productivité** grâce à la transition numérique et énergétique et aux réformes structurelles.
-  **L'inflation** reste sous contrôle.
-  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.
-  **Croissance inclusive** et lutte efficace contre les inégalités.
-  **Les déclencheurs possibles** de ce scénario sont : la fin de la guerre en Ukraine, le succès des réformes structurelles, les médicaments et campagnes de vaccination efficaces et la finance inclusive décentralisée.

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

<b>SCÉNARIO BAISSIER</b> 30 %	<b>SCÉNARIO CENTRAL</b> 60 %	<b>SCÉNARIO HAUSSIER</b> 10 %
<b>Nouvel effondrement vers la stagflation</b>	<b>Parcours chaotique, divergences régionales</b>	<b>Croissance inclusive et durable</b>

⊙ **Politique budgétaire**: retrait de certaines aides, mais un soutien public ainsi que des subventions sont nécessaires pour lisser l'impact de transition énergétique 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.

**Répercussions sur les marchés**

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

**Répercussions sur les marchés**

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

**Répercussions sur les marchés**

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

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons la probabilité du risque économique et géopolitique à 30 % pour prendre en compte la guerre en Ukraine et ses impacts potentiels sur les risques économiques et financiers.

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 30 %

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

#### RISQUE FINANCIER 20 %

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

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine\***
  - Résolution à court terme suite au succès militaire de la Russie : l'instabilité des marchés persiste, les investisseurs évaluent le franchissement de nouvelles lignes rouges par Poutine
  - Lutte militaire prolongée menant à un conflit de haute intensité conduisant à une confrontation militaire étendue et à une capitulation potentielle des marchés
- **La fragmentation politique de l'UE** et le vote populiste conduisent à un désaccord sur la manière de gérer les relations avec la Russie
- **Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine** afin de bloquer toute tentative d'envahir Taïwan. Risques d'affrontements en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
  - à la 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)

*\*Pour plus en détail, voir la page 15 « Diagramme de la crise ukrainienne » sur les conséquences possibles*

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

**+** 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

**-** Crédit et actions, EMBI



## ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Mise à jour mensuelle : L'indicateur tricolore du sentiment est passé de vert à orange



### CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La guerre en Ukraine est source d'incertitudes considérables sur le plan macroéconomique, du fait de l'évolution des prix du pétrole et des matières premières et de risques sur le plan commercial. Les deux sont liés aux perturbations provoquées par la guerre, les sanctions et les nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement, la Chine ayant imposé de nouveaux confinements.
- L'inflation devrait progresser pendant quelques mois en raison de la hausse des prix de l'énergie, des denrées alimentaires et des matières premières en général, impactant négativement les consommateurs et les entreprises et réduisant de ce fait les perspectives de demande intérieure.
- Les risques de stagflation restent importants, en particulier dans la zone euro.
- Les statistiques de l'économie réelle ne reflètent pas encore l'impact de la guerre, bien que les indicateurs de confiance aient commencé à reculer, mettant en évidence un risque significatif de dégradation des perspectives de croissance.

### FONDAMENTAUX & VALORISATION

- La liquidité sera moins favorable aux marchés et les taux plus élevés érodent les considérations de valeur relative.
- La hausse de l'inflation représente un autre obstacle pour l'expansion des multiples, alors que les prévisions restent très optimistes, du moins en Europe.
- De manière générale, les valorisations et les niveaux actuels sont exposés à d'éventuelles surprises négatives sur les fondamentaux.



### FACTEURS TECHNIQUES

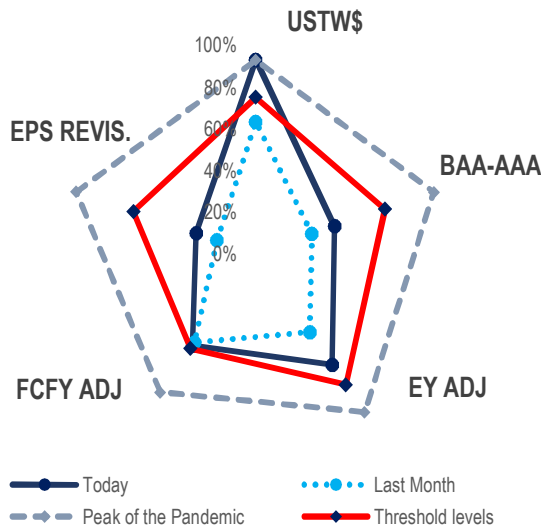
- Les indicateurs techniques manquent encore de dynamique motrice.
- Les indicateurs à moyen terme de la plupart des actifs risqués n'ont pas donné le signal d'une réduction structurelle du risque (les indicateurs de suivi de tendance se sont fortement détériorés au début du mois, avant de redevenir neutres) et les indicateurs de survente n'ont pas résisté au rebond structurel.
- L'environnement de marché continue d'absorber rapidement les opportunités de dislocation. La dégradation du contexte macroéconomique, associée au besoin de normalisation des politiques monétaires, empêche le pilier technique de piloter les décisions d'allocation d'actifs.

### SENTIMENT

- L'apaisement des tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine a propulsé la plupart des actifs risqués à la hausse lors des dernières séances de mars 2022.
- L'évolution de nos indicateurs du sentiment de risque s'est avérée cohérente avec la hausse de la volatilité cette fois-ci, deux indicateurs sur trois (à savoir l'indicateur MoMo et celui des conditions financières) signalant un appétit pour le risque supérieur à la moyenne sur les marchés.
- L'indicateur CAST, en revanche, signale que la résilience des fondamentaux devrait être déterminante pour décider s'il faut laisser passer ou acheter le récent rebond du risque. Les primes de risque crédit (Baa-Aaa de Moody's) ont flirté avec notre seuil d'alerte (100 points de base) et les révisions des BPA sell-side sont toujours positives, malgré leur détérioration.

**ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés**

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



Source : Amundi Institute, Données au 30 mars 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque malgré les données récentes indiquant une probabilité d'appétit pour le risque supérieure à 20 %. 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) n'ont pas dépassé notre seuil d'alerte (100 pb). Néanmoins, le dollar est le principal élément qui appelle haut et fort à la prise de risque et ses répercussions sur les autres éléments devraient, à notre avis, compliquer la donne.

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 Prévisions macroéconomiques de croissance et d'inflation

**États-Unis.**

- **Révision à la baisse de la croissance:** T4/T4 2022 de 2,5 % à 1,9 %, T4/T4 2023 de 1,9 % à 1,7 %. Le point clé à retenir ici est que la croissance revient au potentiel puis passe en dessous plus tôt qu'anticipé.
- **Révision à la hausse de l'inflation:** le PCE sous-jacent est désormais en hausse: T4/T4 2022 de 3,2 % à 4,1 %, tandis que l'IPC global de T4 en T4 est passé de 3,5 % à 5 % sous la pression combinée du pétrole et des matières premières.

**Zone euro.**

- **Croissance du PIB:** 2,3 % sur l'année en 2022 (contre 3,4 %), 1,8 % en 2023 (contre 2,1 %) (moyennes annuelles). Pour 2022, le premier semestre reste pratiquement inchangé (0,1 % en glissement trimestriel) avec une petite « reprise » au second semestre, le poids de l'énergie et de l'inflation diminuant selon nos scénarios pour le pétrole et les matières premières. Une récession pure et simple ne peut être exclue à ce stade, mais ce risque concerne surtout les pays membres plutôt que l'ensemble de la zone euro.
- **Inflation:** 6,3 % sur l'année en 2022 (contre 4,3 %), 2,6 % en 2023 (contre 2,1 %). Pic au T2 2022 à 7,1 % (moyenne trimestrielle), puis lente décélération (ici encore, le rôle des scénarios sur le pétrole et les matières premières est très important).

**Royaume-Uni.**

- **Révision à la baisse de la croissance** de 4,3 % à 3,8 % en 2022 (report de 2,6 %), ce qui implique une croissance trimestrielle très limitée au cours de l'année, concentrée sur le premier trimestre (actuellement à plus de 1 %), suivie d'une croissance très faible dans les trimestres suivants, l'inflation pesant sur la consommation. La croissance en 2023 est attendue autour de 1,5 % (contre 2 % auparavant).
- **L'inflation a été sensiblement revue à la hausse**, pour atteindre en moyenne 7,1 % (contre 5,7 % auparavant) en 2022 et 3,5 % (contre 2,4 % auparavant) en 2023, en raison d'une dynamique plus forte des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Le pic est attendu vers le mois d'avril, avec une augmentation de +54 % du plafond, fixé par l'Ofgem, des prix de l'énergie. Une révision devrait avoir lieu en octobre, mais d'après nos prévisions, l'inflation devrait continuer à décélérer à partir du deuxième trimestre.

## 2 Correction attendue pour l'EUR/USD, sur fond de poursuite de la dégradation de l'IPC/IPP due au conflit ukrainien

- Les États-Unis affichent une plus grande souplesse que leurs pairs internationaux pour répercuter la hausse du coût des intrants sur les consommateurs.
- La guerre en Ukraine devrait renforcer cette tendance et entraîner une dégradation de la productivité de l'euro par rapport à ses pairs (le CHF, l'USD et la GBP sont tous bien mieux positionnés), car l'indice des prix à la production de la zone euro pourrait continuer à augmenter en raison de l'impact de la guerre en Ukraine sur les prix de l'énergie.

**Conséquences en matière d'investissement**

- L'EUR/USD devra absorber le choc et la valorisation de la devise devrait baisser en conséquence, avec un potentiel de faiblesse supplémentaire par rapport aux niveaux actuels sur le marché des changes

## 3 Orientation politique de la Chine après la réunion du CNP

- De manière générale, la crise ukrainienne et la flambée des prix des matières premières ont un impact négatif sur la croissance de la Chine.
- Les pressions inflationnistes, en particulier du côté des producteurs, seront plus fortes.
- Toutefois, nous anticipons une inflation modérée des prix à la consommation en raison de la reprise fragile de la demande de services.
- Le CNP confirme un cycle budgétaire expansionniste, mais sans augmentation de l'offre d'obligations d'État.
- La politique monétaire n'est pas encore stabilisée et nous attendons une baisse supplémentaire des taux et du RRR avant avril.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Maintien d'un positionnement positif long sur la dette des gouvernements locaux chinois.

**Point sur le Covid-19****Pierre BLANCHET, Responsable Investment Intelligence**

Alors que l'attention des dirigeants occidentaux est essentiellement portée sur la guerre en Ukraine, le Covid-19 et ses variants Omicron BA.1 et BA.2 continuent de progresser. Au Royaume Uni, le nombre de cas déclarés est de nouveau proche du record de la fin 2021. Une personne sur 16 serait atteinte par le virus en Angleterre et 1 sur 11 en Écosse. En France le nombre de nouveaux cas quotidien est proche de 150 000, niveau qui aurait entraîné un confinement du pays il y a seulement quelques trimestres. Cependant on constate que le taux d'hospitalisation en soins critiques reste limité et que le système hospitalier n'est pas au bord de la saturation comme il a pu l'être lors des vagues précédentes.

En Chine, en revanche, la progression du virus a poussé les autorités à instaurer de nouveaux confinements. Ce fut d'abord le cas dans la région de Shenzhen où se trouvent d'importantes usines de composants électroniques et plus récemment la ville de Shanghai. La capitale financière chinoise est désormais coupée en deux le long du fleuve Huangpu et la moitié de ses 26 millions d'habitants sont confinés jusqu'au 1<sup>er</sup> avril. La deuxième partie de la ville devrait subir un sort identique la semaine suivante. La stratégie « zero covid » des autorités chinoises touche à ses limites puisque rapporté au nombre officiel de cas, le confinement de millions d'habitants dans des zones économiques clés peut sembler disproportionné en comparaison de ce qui se passe en Europe. Les conséquences économiques risquent d'être importantes pour les partenaires économiques de la Chine.

*Achever de rédiger le 29 mars 2022*

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=/+	▲	Bien que nous percevions les pressions résultant de la hausse de l'inflation et du retrait du soutien de la Fed, nous pensons également que les marchés du travail sont vigoureux et que les revenus et l'épargne des ménages sont élevés. Ceci, conjugué à la solidité des bilans des entreprises et aux réserves nationales d'énergie, devrait atténuer les risques liés à la hausse des prix de l'énergie. Nous continuons à nous appuyer sur notre processus de sélection bottom-up.
	Actions US Value	+		Les valeurs décotées de qualité présentant un fort pouvoir de fixation des prix, une tendance à maintenir la croissance de leurs bénéfiques et une bonne efficacité opérationnelle constituent des opportunités sélectives, car nous pensons que les valorisations restent attractives sur ce segment. À cela s'ajoutent les opportunités de valeur relative privilégiant les entreprises qui récompensent les actionnaires par des rachats ou des dividendes.
	Actions US Croissance	-		Les valorisations restent élevées sur ce segment, mais nous constatons que certaines valeurs deviennent de plus en plus attractives après la récente correction. Toutefois, la hausse des taux fera pression sur les prix dans les segments encore surévalués. Nous restons globalement prudents.
	Europe	-/ =	▼	Nous pensons que la hausse de l'IPP risque d'impacter les bénéfiques, notamment pour les entreprises qui ne sont pas en mesure de répercuter la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs. Il convient également de noter que, même si les marchés ont rebondi, les valorisations actuelles ne reflètent pas la dégradation des perspectives de bénéfiques dans la région. Ainsi, tout en restant équilibrés, nous recherchons la valeur relative et nous nous concentrons sur les segments qualité, <i>value</i> et dividendes.
	Japon	=		Les prix du pétrole et des autres intrants en général pourraient affecter les marges des entreprises, mais les politiques sont accommodantes. L'évolution de la situation sanitaire est un autre facteur clé qui nous incite à la vigilance sur les bénéfiques.
	Chine	=	▼	Les récents confinements liés au Covid-19 dans deux grandes villes, Shenzhen et Shanghai, pourraient avoir un impact sur les chaînes d'approvisionnement et la croissance. Les aides gouvernementales restent fortes et ciblées (cf. le récent Congrès national du peuple), toutefois nous surveillons de près l'impact du conflit entre la Russie et l'Ukraine sur cet importateur de matières premières. À plus long terme, nous pensons que le pays présente d'excellentes opportunités bottom-up.
	Marchés émergents	=		Les pressions haussières sur les prix des matières premières et de l'énergie dues au choc de la guerre (en Europe de l'Est) pourraient avoir un impact sur la croissance mondiale et donc sur les marchés émergents. Ces effets ne seront toutefois pas uniformes, ce qui renforce notre opinion quant à la fragmentation du monde émergent. Nous voyons d'un bon œil les pays exportateurs de matières premières d'Amérique latine (Brésil) et les Émirats arabes unis, mais nous restons prudents vis-à-vis des Philippines.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Les dernières déclarations de la Fed semblent pencher vers un contrôle de l'inflation par un resserrement de la politique monétaire, malgré la persistance de certaines pressions sur la croissance économique. Nous restons défensifs sur la durée, mais maintenons un positionnement vigilant, car les bons du Trésor pourraient bénéficier de la quête de sécurité des investisseurs. Notre exposition aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) est faible.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes sélectifs sur le crédit et limitons notre exposition nette à la durée, étant donné que la Fed devrait continuer à relever ses taux. Les valorisations de l'IG reflètent les difficultés des facteurs techniques du marché ainsi que la solidité des fondamentaux des entreprises. La phase actuelle est donc délicate et si les nouveaux émetteurs proposent des concessions, il ne faut pas pour autant négliger l'analyse bottom-up. Nous restons actifs et continuons de nous intéresser aux actifs titrisés compte tenu du niveau élevé des revenus des consommateurs.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du HY sont chers par rapport aux normes historiques, mais les fondamentaux de la classe d'actifs sont solides. Bien que ce segment puisse bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, nous surveillons les marchés pour détecter tout signe d'affaiblissement des liquidités résultant du biais restrictif de la Fed. Le besoin de sélectivité est élevé.
	Govies Europe	-/=		La BCE vise à minimiser le choc économique tout en maîtrisant l'inflation persistante (aggravée par la hausse des prix de l'énergie) ce qui force la banque centrale à muscler son discours. Notre positionnement reste prudent sur la duration (Europe <i>core</i> ), mais nous restons flexibles dans notre approche en fonction des courbes et des zones géographiques, compte tenu du mouvement d'aversion au risque. En ce qui concerne la dette périphérique, nous restons attentifs aux risques de fragmentation, en raison du durcissement de ton de la BCE et des tensions liées au conflit Russie-Ukraine.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		La diminution du soutien politique de la BCE dans un contexte d'inflation élevée et de préoccupations relatives à la croissance économique nous amène à rester neutres sur le crédit. La réévaluation des <i>spreads</i> rend la classe d'actifs attractive, toutefois nous restons très sélectifs en raison des risques de pression sur la croissance des bénéficiaires et la liquidité et nous nous concentrons sur les opportunités de valeur relative.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Nous pensons que le HY est devenu moins cher, mais il est encore loin de sa juste valeur, compte tenu des risques existants. Toutefois, les fondamentaux des entreprises sont solides, car certaines entreprises réduisent leur endettement et les taux de défaut sont faibles. Nous restons attentifs aux conditions financières, qui restent souples pour l'instant et cherchons à équilibrer les opportunités de rendement avec la liquidité et la qualité.
	Govies Chine	=/+		La dette chinoise offre un potentiel de diversification aux portefeuilles internationaux et pourrait bénéficier des préoccupations relatives à la croissance économique du pays et de l'attitude accommodante de la PBoC. Nous surveillons cependant les tensions sur la devise.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous maintenons une préférence pour les obligations HY par rapport aux obligations IG, mais estimons que le resserrement des politiques dans les pays développés constitue un vent contraire. Nous maintenons également un positionnement court sur la duration et observons l'évolution de la situation en Russie.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous gérons activement notre exposition aux obligations en privilégiant les émetteurs qui semblent pouvoir bénéficier de la hausse des prix de l'énergie, tout en insistant fortement sur la sélection. Nous restons prudents sur la question des devises.
AUTRES	Matières premières			Nous sommes positifs sur les matières premières, en particulier sur les métaux de base et l'or (incertitude géopolitique), car le régime actuel devient plus inflationniste. Les prix du pétrole devraient être soutenus par les préoccupations relatives aux perturbations de l'offre.
	Devises			La parité EUR/USD devrait s'affaiblir à court terme en raison des gains de productivité aux États-Unis et du statut de valeur refuge du dollar. La monnaie régionale pourrait s'affaiblir dans les mois à venir en raison des tensions géopolitiques (le CHF est mieux positionné à cet égard).

### LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 24 mars 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 24/03/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6,1	3,2	3,2	3,8	6,6	3,9
<b>Pays développés</b>	5,1	2,8	1,8	3,1	5,6	2,6
<b>États-Unis</b>	5,8	3,1	1,8	4,7	6,9	3,2
<b>Japon</b>	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
<b>Royaume-Uni</b>	7,5	3,8	1,4	2,6	7,1	3,5
<b>Zone euro</b>	5,3	2,3	1,8	2,6	6,3	2,6
<b>Allemagne</b>	2,9	2,0	1,9	3,2	6,1	2,4
<b>France</b>	7,0	3,0	1,7	2,1	4,7	2,9
<b>Italie</b>	6,6	2,7	1,5	1,9	6,7	2,5
<b>Espagne</b>	5,1	4,0	2,1	3,1	6,5	2,1

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** la hausse des prix de l'énergie et des matières premières, qui pousse l'inflation à la hausse, a un impact négatif sur les consommateurs américains, tant en termes de confiance que de dépenses. En parallèle, les projets d'investissement des entreprises restent élevés, ce qui laisse penser que si la consommation américaine ralentit, les investissements devraient continuer à résister au choc de confiance provoqué par la guerre en Ukraine. Nous nous attendons à ce que le PIB continue de décélérer pour se rapprocher de son potentiel. L'inflation, quant à elle, devrait grimper peu à peu au cours des prochains mois avant de repartir à la baisse tout en restant bien au-dessus de l'objectif de la Fed durant toute l'année, qu'il s'agisse d'inflation globale ou sous-jacente.
- Zone euro :** la demande intérieure des pays européens devrait être fortement impactée par l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières, déjà observée durant l'automne et l'hiver et qui continue de se répercuter sur les ménages et les entreprises d'Europe à mesure que la guerre en Ukraine se prolonge. L'économie de la ZE avait donné des signes d'amélioration jusqu'en février, mais la guerre qui sévit actuellement fait que la reprise est en suspens. Nous nous attendons à ce que l'inflation augmente encore pendant quelques mois, puis qu'elle décélère pourvu que la dynamique des prix de l'énergie et des matières premières s'affaiblisse au second semestre.
- Royaume-Uni :** les prix élevés de l'énergie et la perte de confiance nous amènent à anticiper une hausse de l'inflation et une baisse de la croissance, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières rognant le pouvoir d'achat et les marges. De plus, l'augmentation des prix des denrées alimentaires pénalisera davantage les ménages moins aisés, exacerbant les inégalités. L'affaiblissement des perspectives de croissance pourrait dissiper les craintes de tensions supplémentaires sur un marché du travail déjà tendu, avec peut-être même un ralentissement de la croissance de l'emploi et une diminution de la pression sur les salaires. Ceci soutiendrait en retour une compression des revenus réels face à une inflation qui se maintient à des niveaux élevés.
- Japon :** l'économie continuera à souffrir de la hausse des prix de l'énergie importée et des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Cela étant, avec le recul des nouveaux cas de Covid, le gouvernement a levé les mesures de distanciation sociale à la mi-mars et a commencé à ouvrir les frontières pour un nombre limité de visiteurs. La consommation privée devrait se redresser à un rythme plus rapide en 2022 entraînant avec elle le reste de l'économie. Pour ce qui est de l'inflation, nous nous attendons à ce que l'IPC global augmente de manière plus décisive au deuxième trimestre et que, porté par la composante énergétique, il dépasse temporairement les 2 %. Pour autant, l'IPC sous-jacent restera inférieur à 1 %, la répercussion des prix du pétrole étant faible.

*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

	30-03 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	0,38	1,5/1,7	1,86	2,5/2,7	2,78
<b>Zone euro</b>	-0,5	-0,25	-0,2	0,25	0,67
<b>Japon</b>	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,04
<b>RU</b>	0,75	1,25	1,78	1,50	2,3

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>14 avril</b>
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>28 avril</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>4 mai</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>16 juin</b>

Source : Amundi Institute

- Fed :** le FOMC a durci le ton à de nombreux égards lors de sa réunion de mars. La Fed veut atteindre un positionnement neutre aussi rapidement que possible et, le cas échéant, évoluer vers des niveaux plus restrictifs pour rétablir la stabilité des prix. Le président de la Fed, Jerome Powell, a insisté sur sa volonté de faire baisser l'inflation quoi qu'il en coûte. Le résumé des projections économiques indique désormais un taux médian final de 2,75 %, soit au-dessus du niveau neutre de 2,5 %. De plus, M. Powell a récemment réaffirmé son engagement à utiliser tous les outils à sa disposition pour parvenir à la stabilité des prix et notamment des hausses de taux de 50 points de base lors des prochaines réunions, de sorte que le niveau neutre de 2,5 % pourrait être atteint fin 2022 ou début 2023.
- BCE :** la BCE a surpris le consensus en annonçant qu'elle pourrait mettre fin à ses achats nets d'actifs au troisième trimestre et réduire plus fortement ses achats au deuxième trimestre. En même temps, ses orientations prospectives sur les taux d'intérêt, selon lesquelles la banque centrale prévoit désormais d'augmenter ses taux « quelque temps » après la fin de ses achats nets d'actifs plutôt que « peu de temps après », suggèrent qu'elle entend conserver une plus grande flexibilité quant au calendrier de son cycle de hausse des taux. La BCE est déterminée à remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix, mais elle a reconnu le niveau élevé d'incertitude. La trajectoire de la politique monétaire sera donc encore plus fortement dépendante des données.
- BoJ :** la banque centrale a de nouveau maintenu ses politiques inchangées en mars. Le gouverneur Kuroda a clairement indiqué que la hausse anticipée de l'inflation globale à 2% à partir d'avril, causée par la hausse des coûts, ne suffira pas à convaincre la BoJ de resserrer sa politique monétaire, compte tenu notamment des incertitudes accrues liées au conflit ukrainien. La BoJ procède également à des achats illimités d'obligations pour préserver son objectif de rendement, dans un contexte de hausse de rendement des bons du Trésor américain. Jusqu'à la fin de l'année 2021, le PIB du Japon était encore inférieur au niveau d'avant la crise du Covid et nous ne pensons pas que l'écart de production se refermera avant la fin de 2024, ce qui maintiendra l'inflation sous-jacente sous contrôle et dissuadera la BoJ de réduire ses achats d'actifs.
- BoE :** les membres de la BoE ont décidé à 8 voix contre 1 de relever le taux directeur de 25 points de base pour le porter à 0,75 % en mars, soit une troisième hausse consécutive, qui ramène le taux directeur à son niveau d'avant la pandémie. Nous pensons que la BoE fera passer son taux directeur à 1,0 % lors de la prochaine réunion de manière à pouvoir amorcer un resserrement quantitatif. Simultanément, le ton de la banque centrale devenu récemment plus accommodant suggère que le Comité de politique monétaire s'attend à un exercice d'équilibre délicat entre l'inflation élevée et les risques pour la croissance. Il se peut donc qu'une pause succède à la prochaine hausse.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 24/03/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
<b>Pays émergents</b>	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
<b>Chine</b>	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
<b>Brésil</b>	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
<b>Mexique</b>	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
<b>Russie</b>	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
<b>Inde</b>	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
<b>Indonésie</b>	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
<b>Afrique de Sud</b>	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
<b>Turquie</b>	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0

Source : Amundi Institute

- Chine** : la nouvelle vague de Covid a touché plusieurs grandes villes (Shanghai, Shenzhen) ainsi que des plates-formes d'exportation, incitant les gouvernements locaux à mettre en place des confinements ciblés et à tester en masse. Nous anticipons une poursuite de la politique de zéro Covid au moins au premier semestre et ce cycle de durcissement renforce le risque baissier sur nos prévisions de croissance. La consommation étant soumise à des pressions plus fortes, l'inflation sous-jacente reste modérée. La dissipation des effets de base négatifs pourrait pousser l'inflation sous-jacente à la hausse plus tard dans l'année, mais cela n'empêchera pas la PBoC de rester accommodante dans un contexte de reprise fragile de la croissance.
- Pologne** : la guerre contribuera à renforcer l'inflation en Pologne par la hausse des prix des matières premières et des denrées alimentaires, mais aussi par l'augmentation de la demande émanant des réfugiés. La banque centrale polonaise devra poursuivre son cycle de hausse et, le cas échéant, intervenir sur le marché des changes pour soutenir le zloty. Les indicateurs budgétaires ne devraient pas trop se dégrader, grâce aux aides financières de l'UE qui a déjà décidé de ne pas utiliser son « mécanisme de protection de l'État de droit » contre la Pologne. Malgré certaines conditions posées par l'UE, le NDP polonais devrait être approuvé dans les semaines à venir. L'UE pourrait également autoriser certains financements spécifiques compte tenu du retard pris dans la mise en œuvre du programme NGEU.
- Indonésie** : malgré le passage du variant Omicron, la reprise économique s'est poursuivie à un rythme graduel, mais soutenu. Le pays étant positivement exposé au cycle des matières premières (métaux et gaz plus que pétrole), l'impact sur la croissance devrait être positif à condition que la dégradation de la croissance chinoise ne devienne pas un risque baissier plus important. Les responsables politiques sont maintenant confrontés au choix difficile de permettre une inflation plus élevée en réduisant les subventions de manière à limiter le dérapage budgétaire. La répercussion des prix de l'énergie sur le consommateur final devrait être peu importante, permettant à la BI d'amorcer une normalisation progressive de sa politique monétaire.
- Brésil** : le choc géopolitique aura un impact moins lourd sur le Brésil (et l'Amérique latine en général) du fait de sa distance géographique, de son exposition commerciale et financière moindre à cette région d'Europe et de son statut de producteur net de matières premières. Il y aura néanmoins des gagnants et des perdants. L'inflation devrait être impactée malgré les efforts politiques pour amortir le choc, ce qui exercera une pression sur les revenus disponibles et la consommation. En revanche, la production et les dépenses d'investissement en lien avec les matières premières seront en hausse. La BCB devra relever le SELIC un peu plus haut et le maintenir à ce niveau un peu plus longtemps. Sur le plan politique, une chose reste inchangée : en tête des intentions de vote, Lula a tout à perdre.

*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

	24-03 Amundi 2022	+ 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
<b>Inde</b>	4,00	4,50	4,30	5,00	4,70
<b>Brésil</b>	11,75	12,75	12,3	11,75	11,30
<b>Russie</b>	20,00	20,00	23,50	18,00	16,50

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>RBI (Inde)</b>	<b>8 avril</b>
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 avril</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>29 avril</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>4 mai</b>

Source : Amundi Institute

- PBoC :** après la publication de données décevantes sur le crédit en février et le repli des marchés boursiers, le Comité pour la stabilité financière et le développement a annoncé un soutien plus ferme pour restaurer la confiance du marché. Ainsi, bien que la PBoC ait maintenu inchangés le taux de sa facilité de prêt à moyen terme (MLF) et le taux de référence des prêts bancaires (LPR) en mars et compte tenu des perspectives de reprise difficiles et de la faiblesse de l'inflation des prix à la consommation, nous pensons que le cycle d'assouplissement n'est pas encore terminé. Une baisse supplémentaire de 10 points de base (pb) du taux directeur (MLF et LPR) et une baisse de 50 pb du ratio des réserves obligatoires (RRR) sont toujours probables. Nous anticipons également une reprise, tirée par les prêts publics, de la tendance haussière de la croissance du crédit.
- RBI (Inde) :** à l'approche de la réunion de politique monétaire d'avril, la RBI se trouve dans une situation difficile, compte tenu de son positionnement accommodant et d'un IPC global légèrement supérieur à l'objectif, la pression sur les coûts (énergie, alimentation et engrais) représentant un risque évident de hausse. Les autorités s'efforcent de retarder la répercussion de la hausse des prix des carburants sur le consommateur final, pour autant, l'inflation devrait, dans l'ensemble, s'élever au-dessus des prévisions de la RBI. La réunion d'avril sera probablement marquée par une révision à la hausse des perspectives d'inflation et par un changement d'orientation en faveur d'un positionnement neutre. La première hausse des taux est confirmée pour le deuxième trimestre 2022 et devrait intervenir en juin plutôt qu'en avril.
- BCB (Brésil) :** le COPOM a ralenti son rythme de resserrement (à 100 points de base) en mars, comme annoncé à l'avance, et a laissé entendre qu'une nouvelle hausse de même ampleur pourrait avoir lieu en mai car il serait nécessaire de pousser les taux « encore significativement plus loin en territoire restrictif ». Le gouverneur Campos a toutefois déclaré que la hausse de juin n'était pas acquise, car l'inflation devrait atteindre un pic en avril et le cycle de resserrement est arrivé à maturité (975 pb). Nous anticipons un taux final de 12,75 %.
- CBR (Russie) :** après la hausse-surprise de 9,5 % à 20 % le 28 février, la CBR a maintenu son taux directeur inchangé le 18 mars en précisant que ce taux ne resterait à ce niveau que de façon temporaire. Cette mesure drastique avait été prise pour contrer les risques accrus de dépréciation et d'inflation, en raison principalement de la forte dépréciation du rouble. Au vu des perspectives de hausse de l'inflation résultant de la guerre en Ukraine et des différentes sanctions imposées à la Russie, nous pensons que la CBR maintiendra sa position au moins jusqu'au deuxième trimestre 2022. Point positif, Elvira Nabiullina a été nommée gouverneur pour un troisième mandat.

**PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES**
**Prévisions macroéconomiques**

(24 mars 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	3,1	1,8	4,7	6,9	3,2
Japon	1,7	2,0	1,2	-0,2	1,3	0,1
Zone euro	5,3	2,3	1,8	2,6	6,3	2,6
Allemagne	2,9	2,0	1,9	3,2	6,1	2,4
France	7,0	3,0	1,7	2,1	4,7	2,9
Italie	6,6	2,7	1,5	1,9	6,7	2,5
Espagne	5,1	4,0	2,1	3,1	6,5	2,1
Royaume-Uni	7,5	3,8	1,4	2,6	7,1	3,5
Chine	8,1	4,0	4,8	0,9	1,4	1,7
Brésil	4,6	0,5	1,5	8,3	9,2	4,8
Mexique	5,4	1,5	1,9	5,7	7,1	5,0
Russie	4,7	-10,0	2,5	6,7	18,6	9,5
Inde	9,0	7,5	6,6	5,1	6,2	6,0
Indonésie	3,7	5,4	4,9	1,6	3,6	3,8
Afrique du Sud	5,3	1,6	1,8	4,6	6,2	4,5
Turquie	11,4	3,2	3,2	19,4	55,9	19,0
Pays développés	5,1	2,8	1,8	3,1	5,6	2,6
Pays émergents	6,8	3,5	4,2	4,4	7,2	4,8
Monde	6,1	3,2	3,2	3,8	6,6	3,9

**Prévisions de taux directeurs**

Pays développés

	30/03 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	0,38	1,5/1,7	1,86	2,5/2,7	2,78
Zone euro	-0,5	-0,25	-0,2	0,25	0,67
Japon	0,00	-0,1	-0,02	-0,1	0,04
Royaume-Uni	0,75	1,25	1,78	1,50	2,3

Pays émergents

	24/03 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Inde	4,00	4,50	4,30	5,00	4,70
Brésil	11,75	12,75	12,3	11,75	11,30
Russie	20,00	20,00	23,50	18,00	16,50

**Prévisions de taux longs**

Taux 2 ans

	30/03 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,35	2,4/2,6	2,82	2,6/2,8	2,96
Allemagne	0,03	0/0,20	0,33	0,1/0,3	0,55
Japon	-0,03	-0,10/0	-0,01	-0,10/0	0,02
Royaume-Uni	1,39	1,2/1,4	1,52	1,4/1,6	1,47

Taux 10 ans

	30/03 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	2,41	2,5/2,7	2,53	2,5/2,7	2,57
Allemagne	0,69	0,4/0,6	0,76	0,4/0,6	0,82
Japon	0,23	0,1/0,3	0,29	0,1/0,3	0,35
Royaume-Uni	1,69	1,4/1,6	1,76	1,5/1,7	1,81

**Prévisions de change**

	29/03/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023		29/03/2022	Amundi T3 2022	Consensus T3 2022	Amundi T1 2023	Consensus T1 2023
EUR/USD	1,11	1,02	1,13	1,13	1,15	EUR/SEK	10,34	10,52	10,30	10,20	10,10
USD/JPY	123	126	118	119	118	USD/CAD	1,25	1,29	1,25	1,22	1,24
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,82	0,84	AUD/USD	0,75	0,73	0,75	0,78	0,76
EUR/CHF	1,03	1,03	1,05	1,10	1,07	NZD/USD	0,69	0,67	0,70	0,69	0,71
EUR/NOK	9,62	9,81	9,70	9,55	9,63	USD/CNY	6,36	6,50	6,42	6,30	6,45

Source : Amundi Institute



## PUBLICATIONS RÉCENTES

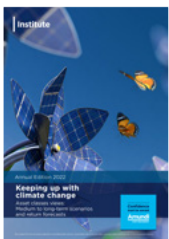
### INVESTMENT OUTLOOK



#### **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

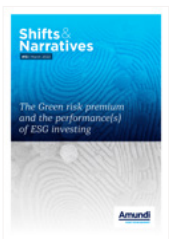
### ASSET CLASS VIEWS



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

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer

**Spécial Ukraine**

#### **Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



#### **Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)**

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

#### **Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



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

#### **Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)**

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

#### **Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)**

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

#### **Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)**

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

#### **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

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



**Special Ukraine**

**A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

**15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)**

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

**Special Ukraine**

**Russia-Ukraine: a lot of bad news already priced in, but the outlook is deteriorating (11-03-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

**Special Ukraine**

**Russia-Ukraine: an uncertain outcome calls for higher focus on liquidity (07-03-2022)**

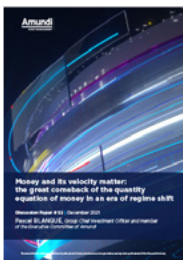
BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

**Special Ukraine**

**Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock (24-02-2022)**

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

### 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



**ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)**

CHEN Sylvia, ESG analyst

**ESG Thema #7 - ESG Corporate Disclosure: Towards more demanding and harmonized reporting (1-02-2022)**

Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer **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)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)**

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](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Investment Real Estate  
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 31 mars 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 1 avril 2022.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

### Avec la contribution d'Amundi Institute

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

**BELLAICHE Mickael**, *Stratégiste Taux et Crédit*

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

**BERTONCINI Sergio**, *Stratégiste Senior Taux*

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

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

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

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

**CARULLA POL**, *Amundi Investment Insights Unit*

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

### Conception et support

**BERGER Pia**

**PONCET Benoit**

### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

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

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

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

**MIJOT Éric**, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

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

**PERRIER Tristan**, *Global Views*

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

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**DHINGRA Ujjwal**, *Amundi Investment Insights Unit*

**PANELLI Francesca**, *Amundi Investment Insights Unit*