

Research

#01  
Janvier  
2022

# CROSS ASSET

## Investment Strategy

VUES DES CIO

Incertitudes sur Omicron - Certitudes sur l'inflation

LE THÈME DU MOIS

Changement de cap réussi pour les banques centrales

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #01 - janvier 2022

## Sommaire

## Global Investment Views

## Vues des CIO

**Incertitudes sur Omicron - Certitudes sur l'inflation** p. 3

Le regain d'inquiétude lié à la pandémie de Covid-19, les mesures politiques et la faiblesse de la Chine ont provoqué une certaine volatilité sur les marchés, mais nous restons neutres à l'égard du risque et nous nous concentrons davantage sur la génération d'alpha et moins sur l'orientation du marché, en particulier dans le domaine du crédit. Nous pensons également que les banques centrales resteront globalement accommodantes, malgré l'accélération des plans de réduction progressive de leurs politiques en vue de contrôler l'inflation. Les investisseurs devraient s'intéresser aux actions sous-évaluées de qualité, mais il sera essentiel d'identifier les entreprises dotées d'un pouvoir de fixation des prix, celles-ci cherchant à répercuter la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs. De plus, l'exposition aux actifs réels pourrait offrir une protection contre l'inflation aux investisseurs capables de supporter le risque de liquidité.

## Vues de la recherche

**Transmission de l'IPP à l'IPC : vues top-down et bottom-up** p. 5

Dans un contexte de pressions sur les marges résultant de la hausse du coût des intrants, le pouvoir de fixation des prix des entreprises sera un aspect essentiel à surveiller et guidera nos décisions d'investissement en 2022.

## Gestion diversifiée

**Rechercher des points d'entrée dans le crédit et les actions de qualité** p. 7

Compte tenu de notre positionnement globalement neutre, nous privilégions une rotation du risque (plutôt que son augmentation) pour profiter des évolutions récentes du marché (notamment dans le crédit IG).

## Marchés obligataires

**Fed, casse-tête de l'inflation et vague Omicron** p. 9

En début 2022, malgré un ton plus ferme, le positionnement global de la Fed restera vraisemblablement favorable.

## Actions

**Jouer les grands clivages** p. 11

Les marchés masquent de grands clivages : valeurs décotées contre valeurs technologiques de croissance ; concentration et survalorisation des grandes capitalisations par rapport aux autres ; entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix par rapport aux autres. C'est là un terrain fertile pour la sélection *bottom-up*.

## Thématique Global views

**Des réponses à vos questions** p. 13

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

## Le thème du mois

**Changement de cap réussi pour les banques centrales** p. 17

Les trois principales banques centrales ont lancé un signal restrictif la semaine dernière. Elles ont opéré avec succès le changement de cap de leur politique monétaire sans nuire aux marchés.

## Thématique

**En Amérique latine, le pendule politique bascule nettement à gauche en 2021** p. 23

En 2021, la résurgence des cas de Covid au premier semestre et la hausse de l'inflation au second semestre ont fait nettement basculer le paysage politique vers la gauche en Amérique latine. Sur un plan plus structurel, le déroulement du supercycle des matières premières durant ces dix dernières années et le mécontentement politique sont probablement à l'origine de ce changement. Certains cycles électoraux ont également pris une direction opposée à la tendance générale.

## Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 27
> Principaux risques	p. 29
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 30
> Points clés de la Recherche	p. 32
> Allocation d'actifs Amundi	p. 34

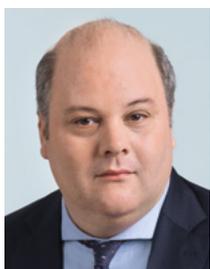
## Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 36
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 38
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 40
> Publications récentes	p. 41

## VUES DES CIO



Pascal BLANQUÉ,  
CIO Groupe



Vincent MORTIER,  
CIO Adjoint Groupe

## Incertitudes sur Omicron - Certitudes sur l'inflation

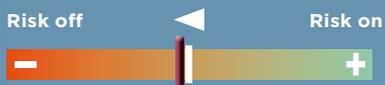
La reprise du cycle épidémique, les réactions des banques centrales face aux chiffres élevés de l'inflation et l'inévitable défaut d'Evergrande ont entraîné une certaine volatilité sur le marché, mais sans provoquer de perturbations majeures. Dans la lutte opposant les scénarios de croissance et d'inflation, le mantra selon lequel les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles pour les marchés continue de prévaloir. **Il est bien sûr trop tôt, à ce stade, pour se prononcer sur le variant Omicron et ses répercussions.** En revanche, il convient de garder à l'esprit que le cycle épidémique va de nouveau être au centre de l'attention. Le nouveau variant pourrait avoir un impact sur les parties fragiles des chaînes d'approvisionnement, ajoutant encore aux pressions inflationnistes. À noter que le contexte d'inflation comporte un élément psychologique présentant un scénario autoréalisateur. C'est là certainement un risque à ne pas négliger en début 2022.

**Le niveau d'inquiétude n'est toutefois pas encore dans la zone rouge, mais la Fed a durci le ton,** son président, Jerome Powell, accélérant le rythme de la réduction des achats d'actifs. Malgré le mouvement de réduction des mesures accommodantes de la Fed, la politique restera souple en 2022, avec un taux des Fed Funds nettement inférieur au taux « neutre », niveau auquel la politique monétaire ne stimule ni ne freine la croissance économique. De fait, la réaction des marchés actions illustre la conviction du marché selon laquelle la Fed maîtrisera l'inflation sans nuire à la croissance économique et que cette phase ne sera que temporaire. Pour notre part, nous pensons que la situation ne sera pas aussi simple. Dans un contexte de tensions sur le marché du travail (pressions salariales) et de forte demande des consommateurs, nous pourrions être confrontés à des pressions de la demande sur l'inflation. La Fed avance donc sur un terrain glissant : d'une part, l'inflation est difficilement soutenable d'un point de vue politique, d'autre part, un durcissement excessif des conditions financières, entraînant des turbulences sur les marchés, serait tout aussi insoutenable. La Fed va sans doute agir, mais maintiendra un certain degré de liberté avec la réduction de son programme d'achat d'actifs et plusieurs hausses de taux en 2022, tout en gardant les taux à des niveaux très bas.

**Le troisième point d'actualité concerne la Chine** où les groupes Evergrande et Kaisa ont officiellement fait défaut. Nous n'observons aucun signe de contagion pour l'heure. Le gouvernement chinois s'est également montré actif ces dernières semaines en soutenant le secteur immobilier et en jouant un rôle de premier plan dans la restructuration d'Evergrande. L'orientation politique semble nettement plus constructive en 2022 qu'en 2021, ce qui, selon nous, sera un facteur important. Dans ce contexte, voici plusieurs thèmes qui nous paraissent importants pour les investisseurs :

- **La montée de l'incertitude et le risque d'erreurs politiques plaident pour un positionnement neutre sur les actifs risqués.** Tant que les taux réels resteront très bas et que les prévisions d'inflation resteront bien ancrées, les actions conserveront la faveur des marchés en vertu du principe *TINA* (acronyme anglais signifiant « il n'y a pas d'alternative »). La récente phase d'achat de la baisse indique que les marchés restent optimistes, malgré les valorisations chères et la baisse des rendements réels. Par conséquent, une fois de plus, les investisseurs devraient privilégier de façon sélective les secteurs et les entreprises susceptibles de mieux résister au contexte inflationniste et privilégier les titres décotés compte tenu de leur écart de valorisation important par rapport aux titres de croissance.
- **Côté obligations** après les mesures prises par la Fed et contrairement aux rendements à moyen et long terme, les rendements des bons du Trésor à 2 ans ont pleinement intégré le rythme des hausses de taux envisagé par le FOMC. Nous anticipons un risque de pentification baissière de la courbe des taux ce qui renforce notre opinion négative sur la durée. Dans les marchés du crédit, le récent élargissement des *spreads*, en particulier dans le segment de meilleure qualité (IG), peut offrir une certaine marge de renforcement de l'exposition, mais de manière très prudente et sur les durées plus courtes. Le contexte de croissance convenable, de politiques budgétaires souples, de banques centrales faisant preuve d'une certaine liberté face à l'inflation et de quête mondiale de rendement reste favorable au crédit, notamment dans les segments pas trop endettés capables de résister aux pressions inflationnistes.
- **Dans les marchés émergents**, il convient de rechercher les opportunités de jouer l'asynchronie des réponses politiques. Les marchés émergents sont divisés entre les pays et banques centrales qui prennent l'inflation au sérieux et les autres. Certaines banques centrales de pays

### Sentiment de risque global



Dans le cadre de notre vision neutre sur les actifs risqués, nous commençons l'année sur une note de vigilance, en réduisant légèrement la sensibilité au crédit des stratégies obligataires..

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Modération de l'exposition au crédit dans une optique *bottom-up*
- ▶ Points morts d'inflation réduits, mais toujours légèrement positifs
- ▶ Positionnement réduit sur la dette souveraine chinoise
- ▶ Exploration des idées value côté actions

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

émergents ont ainsi réagi de manière globalement crédible à l'augmentation des pressions inflationnistes (Brésil, Mexique, Russie, Afrique du Sud). La divergence entre leur politique monétaire et celle de la Fed aura des implications importantes pour 2022, ce qui profitera à la dette des pays émergents comme le Brésil et la Russie qui ont déjà agi de manière crédible pour réduire les risques d'inflation. Pour ce qui est des actions, la Chine pourrait être la bonne surprise de l'année prochaine.

- **Enfin, nous soulignons à nouveau la nécessité** pour les investisseurs capables de supporter le risque de liquidité **de renforcer de manière sélective l'exposition aux actifs réels**, car ceux-ci offrent un potentiel de protection contre l'inflation et des revenus réels plus élevés.

2022 marque la troisième année de pandémie : cette dernière est déjà passée en phase endémique sur les marchés financiers, qui ont pris l'habitude de digérer les nouvelles assez rapidement dans un contexte de dispositifs d'accommodation massifs de la part des banques centrales. **Cette année sera une année de changement et de confrontation avec la réalité de cette nouvelle phase endémique lorsque les banques centrales commenceront à réajuster leurs efforts, que l'inflation s'avérera plus persistante que prévu et que les anticipations à long terme commenceront à être remises en question.**

VUES DE LA  
RECHERCHE

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

*Dans un contexte de pressions sur les marges résultant de la hausse du coût des intrants, le pouvoir de fixation des prix des entreprises sera un aspect essentiel à surveiller et guidera nos décisions d'investissement en 2022*

## Transmission de l'IPP à l'IPC : vues *top-down* et *bottom-up*

Les changements de régime en matière de croissance et d'inflation et l'enchaînement des politiques monétaires sont deux facteurs clés pris en compte dans nos [Perspectives d'investissement 2022 - Investir dans la grande transformation](#). **Nous nous intéressons ici à la transmission de l'IPP<sup>1</sup> à l'IPC<sup>2</sup>, à l'impact sur les marges des entreprises et à l'importance du pouvoir de fixation des prix comme critère d'investissement.**

Les acteurs du marché et les banques centrales ont désormais écarté l'illusion d'une inflation « temporaire/structurelle » et nous continuons à anticiper un « régime inflationniste » jusqu'au troisième trimestre 2022 en raison d'une combinaison de trajectoires plus élevées pour 1) l'indice du coût de l'emploi, 2) les coûts unitaires de main-d'œuvre, 3) les prix à l'import et 4) l'IPP. Ce sont là les axes autour desquels s'articuleront la taxonomie de notre régime inflationniste et les conséquences connexes en matière d'investissement. Le différentiel IPP-IPC mérite une attention particulière en 2022, car il affectera les marges. L'écart entre le coût des intrants tout au long des chaînes de valeur industrielles et le pouvoir réel de fixation des prix par secteur et/ou par entreprise sera probablement mis en évidence en 2022.

D'un point de vue *top-down*, la transmission de l'IPP à l'IPC n'était pas apparente dans les chiffres communiqués durant la dernière saison de publication des résultats, ne serait-ce qu'à la marge. En règle générale, la « transmission » se fait par le biais de revenus plus faibles, de l'appréciation du dollar américain, de taux plus bas, de marges plus étroites et, par conséquent, d'attentes plus faibles en matière de bénéfices et de résultats des entreprises. Si, dans le passé, la transmission de l'IPP à l'IPC avait été atténuée par les hausses de productivité liées au progrès technologique, à la mondialisation et aux délocalisations, ainsi qu'à la dépréciation du dollar américain pondérée des échanges<sup>3</sup>, il est peu probable que ce soit le cas en 2022. L'asynchronie des banques centrales entraînera un renforcement du dollar

américain et nous anticipons une croissance des BPA inférieure à 10 %<sup>4</sup>, en supposant que les conditions financières restent favorables dans un contexte d'appréciation contenue du dollar américain pondéré des échanges<sup>5</sup> et de taux réels négatifs. Concernant les résultats nets, nous percevons certaines pressions liées à une légère augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et à une hausse des prix à la production. Le variant Omicron, en plus de retarder la résorption des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement, pourrait également entraver les décisions d'ordre structurel (relocalisations), étant donné le caractère encore incertain des perspectives.

Un ralentissement des chiffres d'affaires, une baisse des marges et des conditions de liquidité moins favorables sont autant de risques à la baisse qui compromettent notre scénario de « laisser faire » (*benign neglect*) vis-à-vis de l'inflation au premier semestre 2022<sup>6</sup>. En outre, les États-Unis affichent une plus grande souplesse que leurs pairs internationaux pour répercuter la hausse du coût des intrants sur les consommateurs. Nous pouvons notamment expliquer une partie de la vigueur du dollar observée en 2021 en utilisant les ratios IPC/IPP comme indicateurs de la productivité (modèle Balassa-Samuels).

D'un point de vue *bottom-up*, nous pensons qu'il existe un décalage entre l'acceptation de l'inflation par les acteurs du marché (qui s'adaptent rapidement et pensent que la production s'ajuste presque immédiatement aux nouveaux prix des intrants) et les ajustements effectifs de la chaîne de valeur industrielle réelle. Cette dernière prend plus de temps pour s'adapter et éventuellement intégrer la nouvelle dynamique. Après 15 ans de forces déflationnistes, les directeurs généraux et directeurs financiers doivent désormais s'adapter à cet environnement de négociation et de renégociation des augmentations de prix pour 2022 dans leurs processus budgétaires (changement de mentalité). Pour l'heure, différentes observations indiquent que les relocalisations et ajustements à court terme

<sup>1</sup> IPP - Indice des prix à la production : mesure de l'inflation au niveau des entreprises.

<sup>2</sup> IPC - Inflation des prix à la consommation : mesure de l'inflation à laquelle sont confrontés les consommateurs finaux.

<sup>3</sup> Le panier inclut une exposition plus importante aux devises des pays émergents qu'au DXY.

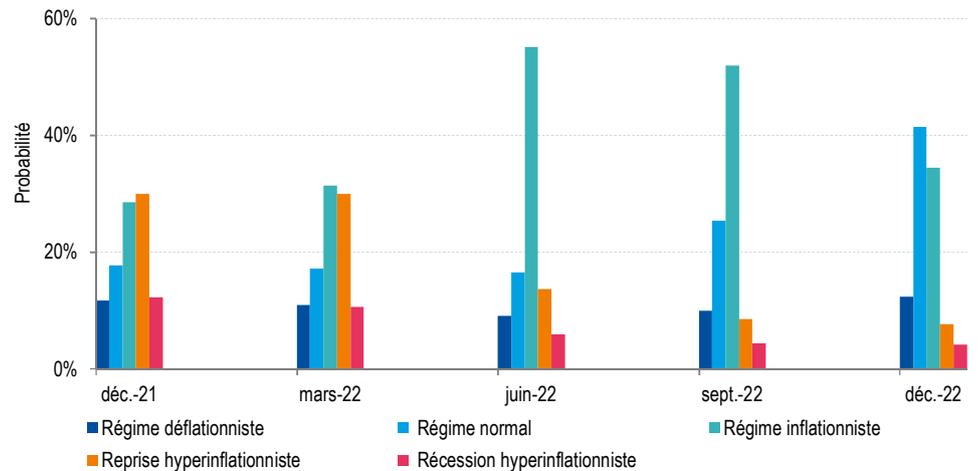
<sup>4</sup> Nous tablons sur une croissance de 7 % des BPA d'exploitation de l'indice S&P500, bénéfices prévisionnels à 12 mois.

<sup>5</sup> Appréciation de 3 % sur les 6 prochains mois.

<sup>6</sup> Période durant laquelle nous recommandons la prudence.

VUES DE LA RECHERCHE

Régime inflationniste attendu durant une bonne partie de 2022



Source : Recherche Amundi au lundi 20 décembre 2021.

des chaînes d’approvisionnement (par exemple, relocalisations des productions de baskets du Viêt Nam et d’Indonésie) sont difficiles à réaliser. Au niveau sectoriel, nous avons remarqué qu’en Europe, la transmission a été très faible dans les secteurs de la consommation, des matériaux et de l’industrie (en particulier le transport). Les détaillants (alimentaires et non alimentaires) risquent de voir leurs marges se resserrer. En revanche, les secteurs de la consommation, du luxe, de l’emballage et certains domaines de la technologie font preuve d’un fort pouvoir de fixation des prix. La situation est différente dans le secteur pharmaceutique où les prix

sont pour la plupart réglementés de sorte que le secteur ne dispose que d’un faible pouvoir de fixation des prix, mais le secteur n’est pas encore confronté à une hausse des prix des intrants. **En conclusion**, la majeure partie de l’année 2022 sera dominée par un régime inflationniste. La transmission de l’IPP à l’IPC freinera probablement les résultats des entreprises faisant du pouvoir de fixation des prix un facteur déterminant. Nous percevons un risque baissier concret pour les actifs risqués au premier semestre 2022, ce qui justifie notre décision de réduire à neutre notre exposition aux actions en début d’année.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Rechercher des points d'entrée dans le crédit et les actions de qualité



**Matteo GERMANO,**  
Directeur du Métier Gestions  
Diversifiées

*Compte tenu de notre positionnement globalement neutre, nous privilégions une rotation du risque (plutôt que son augmentation) pour profiter des évolutions récentes du marché (notamment dans le crédit IG)*

La croissance mondiale se poursuit dans un contexte de difficultés dues au nouveau variant, au durcissement de la Fed et aux pressions inflationnistes, confirmant notre scénario de stagflation. Ceci, associé à un certain affaiblissement tactique de la dynamique des actions, nous empêche d'adopter une position plus offensive d'appétit pour le risque. Cependant, le fait que les banques centrales fassent preuve d'un certain degré de liberté face à l'inflation ne justifie pas une réduction structurelle du risque. Une rotation hors des segments susceptibles d'être affectés par le manque d'appétit pour le risque est donc de mise, pour rechercher les opportunités tactiques et à long terme présentées par les dislocations du marché (notamment dans le crédit).

**Une telle démarche doit se faire dans un esprit globalement neutre en termes de risque et suivant une approche active et bien diversifiée.** Il convient de conserver des couvertures suffisantes pour protéger l'exposition aux actions/crédits.

### Des idées à conviction forte

En ce qui concerne les actions des pays développés et émergents, nous maintenons notre positionnement neutre, mais continuons d'acheter la baisse des actions, sans pour autant augmenter notre niveau de risque. Nous nous interrogeons également quant au point d'entrée idéal pour tirer parti de la récente correction de certains marchés, tels que le Japon, dont la reprise a pris du retard et dont les valorisations sont attractives. Aux États-Unis, où nous entendons minimiser les risques asymétriques, nous pensons que les dérivés peuvent offrir des solutions efficaces pour profiter des mouvements à la hausse des actions. Ailleurs, nous restons attentifs aux faiblesses de court terme en Chine et dans

d'autres pays émergents susceptibles d'être affectés par le durcissement de la politique de la Fed et leurs préférons les segments offrant de bonnes opportunités à long terme.

**En matière de titres obligataires, nous maintenons un positionnement court sur la durée aux États-Unis et en Europe, tout en restant flexibles.** Nous sommes notamment prudents sur les emprunts d'État allemands à 5 ans. La baisse récente des rendements due aux inquiétudes suscitées par le variant Omicron a été excessive et particulièrement extrême pour la courbe des rendements core européens. Les titres à 5 ans et les courbes dont le segment court terme est plus important ont donc été les plus touchés par cette réévaluation soudaine des rendements, car ils avaient auparavant intégré une normalisation plus rapide de la politique monétaire des banques centrales.

**Deuxièmement, bien que nous pensions que les fondamentaux à long terme de la croissance économique italienne soient solides,** il existe certaines incertitudes à court terme liées aux répercussions possibles du nouveau variant. Nous sommes donc devenus un peu plus prudents sur les BTP auxquels les investisseurs pourront préférer des opportunités tactiques dans le crédit EUR IG afin de conserver l'équilibre du budget de risque global. Le soutien de la BCE et les facteurs techniques favorables (offre limitée au S1 2022) continuent de soutenir le crédit (IG, HY) qui reste une source de revenus, mais nous sommes sélectifs. À noter, en outre, que la récente réduction des risques sur le marché de l'EUR IG n'est pas justifiée. **Troisièmement, nous sommes moins constructifs sur la dette publique chinoise** en raison des risques baissiers liés à la devise locale (principalement par rapport au dollar)

### Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier 3 Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer.

CGB = obligations d'État chinoises, ME = marchés émergents, PBoC = Banque populaire de Chine, FX = devises, IG = investment grade, HY = high yield, CBs = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes, EMBI = indice EM Bonds.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

et des turbulences sur les marchés du crédit du pays. Nous continuons toutefois à penser que la dette chinoise offre des avantages en termes de diversification à long terme pour les portefeuilles internationaux. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents. En ce qui concerne les devises, l'évolution du contexte économique mondial continue de soutenir une approche de valeur relative. Au Royaume-Uni, nous surveillons l'évolution de la crise sanitaire, mais conservons néanmoins un avis légèrement positif sur la livre sterling par rapport au franc suisse, le franc étant la plus surévaluée des devises du G10. Notre conviction n'est pas forte en raison de la détérioration du contexte économique du Royaume-Uni, des pénuries persistantes et des problèmes liés au Brexit. Ces facteurs, associés à des prix de l'énergie élevés et à l'inflation, nous permettent de conserver notre position défensive sur la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar.

Dans les pays émergents, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire RUB/EUR, la devise russe se montrant résiliente compte tenu de valorisations attractives, d'une faible vulnérabilité externe et du ton sévère de la banque centrale russe. Nous restons néanmoins vigilants quant aux tensions géopolitiques avec l'Europe et les États-Unis. En Asie, nous maintenons notre opinion constructive sur la paire CNH/EUR, étant donné l'importance croissante de la Chine dans le commerce asiatique et son rôle grandissant dans l'économie mondiale.

**Risques et couvertures**

La probabilité des risques de régime d'inflation plus élevé et d'erreurs de politique reste élevée. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir des couvertures sur les actions des pays développés et sur le HY américain afin de se protéger contre les risques extrêmes.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

## Fed, casse-tête de l'inflation et vague Omicron



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



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



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

En début 2022, malgré un ton plus ferme, le positionnement global de la Fed restera vraisemblablement favorable

L'évolution du cycle épidémique, le ralentissement de la croissance économique et l'inflation (demande/coûts) détermineront les réponses des banques centrales. Le dernier facteur a été déterminant pour la Fed, compte tenu des pressions politiques et de la « dominance budgétaire », la poussant à accélérer son programme de réduction d'achats et à relever ses prévisions de hausse des taux en 2022. Pour autant, nous continuons de penser que la Fed considère l'inflation comme transitoire - même si elle ne le dit plus - car ses prévisions de taux à long terme n'ont pas changé. L'action de la Fed s'inscrira donc dans le scénario de « laisser faire » vis-à-vis de l'inflation. **Pour les investisseurs, cela signifie qu'ils devront rechercher du revenu dans le crédit, mais sans augmenter le bêta de leur portefeuille,** en insistant sur les segments où les *spreads* se sont élargis. L'accent devra être mis sur la génération d'alpha via une approche *bottom-up* et un biais de valorisation pour les obligations émergentes et périphériques.

**opportunités de portage dans le crédit en adoptant une approche légèrement constructive,** même si nous pensons que les investisseurs devraient privilégier une exposition idiosyncrasique aux échéances à moyen terme, sur des convictions telles que la dette subordonnée (en IG et HY) et les secteurs financier, industriel et cycliques. Le haut rendement offre des opportunités pour jouer sélectivement le thème de la compression, mais la liquidité doit être surveillée (meilleure liquidité en janvier). Toutefois, nous évitons les titres à duration longue et les entreprises susceptibles de se lancer dans des opérations de réendettement ou de rachat (LBO). Nous évitons également les secteurs de la consommation, des transports et des produits chimiques. De manière générale, nous recherchons des gagnants dans un contexte de hausse des taux de référence, des salaires et des prix des matières premières.

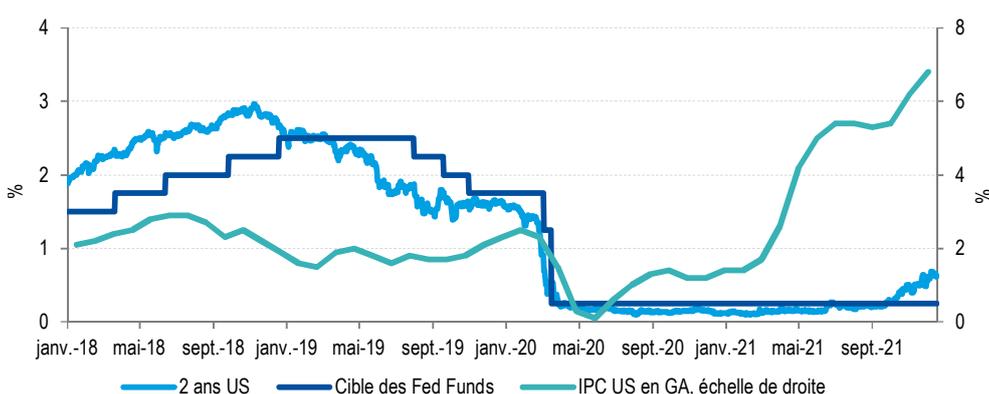
### Obligations mondiales et européennes

Nous maintenons un positionnement prudent mais flexible sur la duration aux États-Unis et en Europe core et semi-core, mais restons constructifs sur la dette périphérique à moyen terme via l'Italie (en tenant compte des incertitudes à court terme). En ce qui concerne les points morts, nous surveillons les valorisations aux États-Unis (nous sommes moins constructifs maintenant) et en Europe, où nous ne sommes plus positifs. **Ailleurs, nous recherchons les**

### Obligations américaines

Nous pensons que les risques de ralentissement significatif de l'économie sont faibles, car nous anticipons beaucoup de stimulation et une dynamique forte. Toutefois les risques liés à l'inflation et au Covid persistent dans un contexte de tensions sur les marchés du travail, de goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement et de forte demande des consommateurs. Cette situation, conjuguée aux pressions politiques exercées sur la Fed et à la reconnaissance du fait que l'inflation n'est pas transitoire, a encouragé la BC à accélérer la réduction de ses achats.

### Déconnexion entre les taux d'inflation, malgré le durcissement du ton de la Fed



Source : Amundi. Bloomberg au vendredi 17 décembre 2021. Les données d'IPC sont mensuelles.

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

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

Nous anticipons une légère hausse des taux directeurs, ce qui nous permet de rester défensifs sur la duration. Nous ne maintenons en revanche qu'une exposition minimale aux TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) **et cherchons plutôt à générer de l'alpha dans le crédit lorsque les valorisations et les fondamentaux des émetteurs sont attractifs. La liquidité reste néanmoins essentielle.** Nous pensons également que les dérivés offrent des opportunités sélectives dans la gestion de l'exposition IG et HY. De plus, la forte croissance des revenus et les taux d'épargne élevés devraient continuer à soutenir les marchés du logement, ce qui sous-tend notre opinion positive des instruments titrisés.

**Obligations des marchés émergents**

Les obligations émergentes constituent toujours un marché intéressant où, sur une base sélective, les valorisations sont attractives. La dette et les devises des

pays émergents se heurtent néanmoins à des difficultés comme la hausse des taux aux États-Unis ou la situation en Chine (restructuration des entreprises) et son potentiel de contagion aux marchés internationaux. Nous maintenons notre biais pour le HY par rapport à l'IG, avec une préférence pour la dette en devises fortes et une forte sélectivité sur la dette en devises locales. Nous restons toutefois prudents sur le Brésil et la Turquie (risques idiosyncrasiques). Devises.

Nous restons positifs sur l'USD, mais avons revu à la baisse notre opinion sur la GBP malgré la récente hausse des taux de la BoE, compte tenu de l'incertitude autour de la situation sanitaire et du risque de difficultés liées au Brexit. Dans les pays émergents, la PBoC a fait part de son intention de temporiser l'appréciation du RMB. Ailleurs, nous sommes constructifs sur l'IDR, l'INR et le RUB tout en restant attentifs aux tensions géopolitiques.

**ACTIONS**

**Jouer les grands clivages**



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



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



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

*Les marchés masquent de grands clivages : valeurs décotées contre valeurs technologiques de croissance ; concentration et survalorisation des grandes capitalisations par rapport aux autres ; entreprises disposant d'un pouvoir de fixation des prix par rapport aux autres. C'est là un terrain fertile pour la sélection bottom-up*

**Évaluation globale**

En ce début d'année, nous pensons que le contexte de la demande reste solide (emploi, croissance des salaires, épargne accumulée) et qu'il est soutenu par des mesures budgétaires positives en Europe (Pacte vert) et aux États-Unis. D'un autre côté, la situation sanitaire continue d'évoluer tandis que le variant Omicron a provoqué quelques prises de bénéfices dans des segments où les valorisations étaient excessives. Le marché est très concentré et des gains de plus en plus importants sont attribuables à une petite partie du marché. La sélectivité est donc essentielle pour identifier les gagnants dans un contexte où la dispersion des valorisations est élevée. Mais ce faisant, nous reconnaissons que la répercussion de la hausse des coûts des intrants sur les consommateurs ne peut se faire à l'infini. C'est pourquoi nous cherchons à identifier les entreprises avec un pouvoir de fixation des prix avéré, grâce à leur positionnement sur le marché, leur propriété intellectuelle, etc.

**Actions européennes**

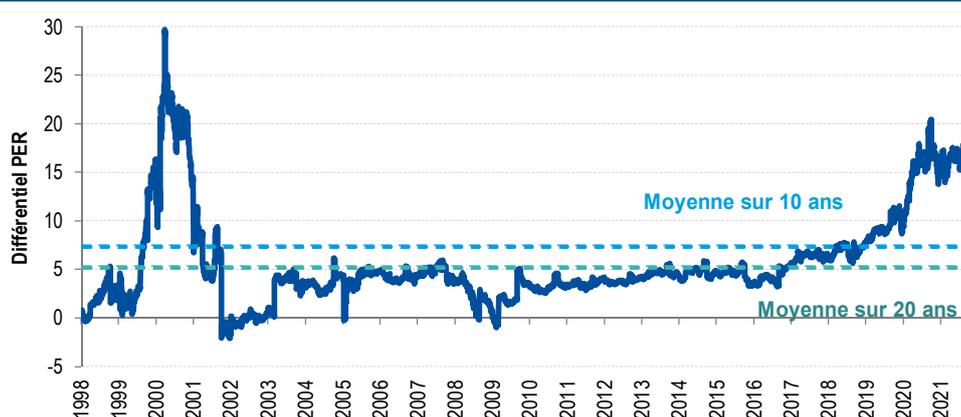
Nous maintenons un positionnement équilibré sur les marchés offrant des opportunités de sélection de valeurs dans les segments décotés et défensifs, tels que la santé. En revanche, les valeurs cycliques (industries exposées au super cycle de la construction) et les valeurs financières (banques) restent notre priorité. Nous apprécions également les entreprises liées au thème de la réouverture de l'économie, qui se négocient à des valorisations attractives et qui offrent un rendement élevé en dividendes. Nous restons

toutefois prudents sur les valeurs de long terme, les technologies (légèrement moins défensives) et les secteurs discrétionnaires, tout en demeurant attentifs aux opportunités offertes par les dislocations du marché. Notre positionnement global comporte un biais pour la normalisation, mais nous évaluons en permanence l'impact de l'inflation et de l'évolution de la situation sanitaire sur les marges des entreprises au-delà du court terme. Ce faisant, nous accordons une importance particulière à la solidité des bilans, au potentiel d'amélioration des indicateurs ESG ayant un impact financier significatif et à l'investissement dans les entreprises avant que la prime ESG ne soit intégrée dans les cours.

**Actions américaines**

La Fed accélère la réduction de ses mesures d'assouplissement quantitatif, mais un sentiment d'euphorie prévaut dans certains segments du marché, comme la technologie, où la performance relative par rapport au reste de l'indice S&P a atteint les sommets enregistrés lors de la bulle Internet. Ce risque (de concentration) est l'un des principaux, car les performances de certaines grandes capitalisations éclipsent celles du reste du marché. Ainsi, face aux marges records de certaines entreprises, nous nous concentrons davantage sur la durabilité de ces marges. Or celles-ci dépendent du pouvoir de fixation des prix, et une fois les goulets d'étranglement de l'offre éliminés, les entreprises dont le pouvoir de fixation des prix est faible pourraient voir leurs marges diminuer. Nous restons sélectifs, estimant que les valeurs décotées doivent être privilégiées, leurs valorisations

**Différentiel extrême entre valeurs de croissance et valeur décotées**



Source : Amundi, Bloomberg au 17 décembre 2021. Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois de l'indice MSCI World Growth moins le ratio de l'indice MSCI World Value.

## ACTIONS

relatives par rapport aux titres de croissance étant extrêmes. Il convient en outre de réorienter les portefeuilles vers des zones moins exposées au risque d'inflation que les marchés négligent. Nous donnons donc plus d'importance à la sélection de valeurs qu'à la direction des marchés en nous concentrant sur les déterminants spécifiques aux entreprises. Au niveau sectoriel, nous apprécions les valeurs de qualité supérieure, cycliques et décotées et restons prudents vis-à-vis des valeurs de long terme et à fort potentiel de croissance. Nous sommes également défensifs sur les secteurs généralement considérés peu risqués (consommation de base, services aux collectivités), car une hausse des taux réels pourrait affecter le sentiment des marchés.

**Actions émergentes**

Les valorisations relatives attractives dans le monde hétérogène des pays émergents offrent des opportunités dans une perspective *bottom-up*. Les perspectives à court terme de la Chine sont assombries par l'incertitude quant à l'ampleur du ralentissement, mais l'attitude du gouvernement en 2022 semble plus conciliante qu'en 2021. Nos marchés préférés sont la Russie (demande structurelle pour l'énergie et les matières premières), l'Inde (qui bénéficie beaucoup du ralentissement de la Chine, mais qui devient chère) et la Hongrie. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et l'énergie, et maintenons notre préférence pour les secteurs décotés par rapport aux secteurs de croissance.

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

## Des réponses à vos questions

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



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



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



**Tristan PERRIER,**  
*Global Views*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

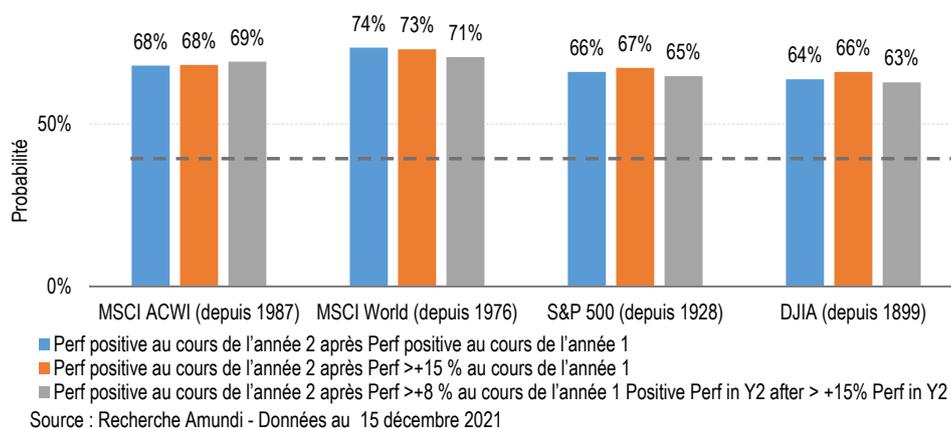
THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

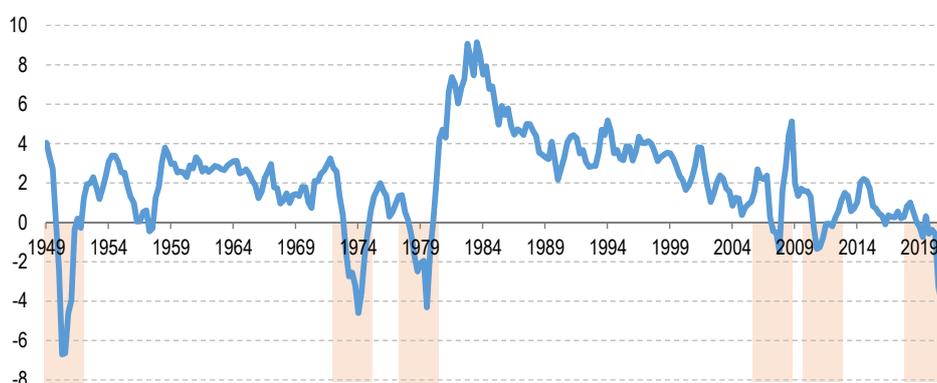
THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

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

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

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

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



Source : Refinitiv Datastream, Recherche Amundi, décembre 2021

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

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

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

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

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

*Achévé de rédiger le 21 décembre 2021*

LE THÈME DU MOIS

## Changement de cap réussi pour les banques centrales

Les trois principales banques centrales ont lancé un signal restrictif la semaine dernière. Elles ont opéré avec succès le changement de cap de leur politique monétaire sans nuire aux marchés.

### La Fed accélère la normalisation de sa politique monétaire en raison des pressions inflationnistes et de la nette amélioration du marché du travail aux États-Unis

Après une communication bien orchestrée ces dernières semaines, la Fed n'a guère surpris les investisseurs en adoptant un ton beaucoup moins accommodant, donc beaucoup plus « intransigent ». Elle accélère la normalisation de sa politique monétaire en raison des pressions inflationnistes élevées et de l'environnement économique favorable. La Fed a indiqué qu'un cycle bref et rapide de hausse des taux sera suffisant pour endiguer ces pressions inflationnistes et le marché s'est montré à l'écoute.

#### Principales conclusions de la réunion de la Fed :

**1. Un changement important de stratégie sur le front de l'inflation.** La Fed s'engage à lutter contre l'inflation, qui a été décrite comme « élevée » et non plus comme « transitoire ». Toute référence aux facteurs transitoires de l'inflation a été supprimée. Au lieu de cela le FOMC a souligné que les déséquilibres de l'offre et de la demande liés à la pandémie et la réouverture de l'économie contribuaient toujours à des niveaux élevés d'inflation. Les prévisions médianes d'inflation sous-jacente ont été fortement revues à la hausse du fait d'une inflation réalisée plus élevée et des perturbations continues de la chaîne d'approvisionnement : 2021 : +4,4 % (+0,7 pb), 2022 : 2,7 % (+0,4 pb).

**2. La Fed accélère la normalisation de sa politique monétaire.** La Fed a annoncé l'accélération du tapering du fait des pressions inflationnistes élevées et du renforcement du marché de l'emploi. Le rythme du tapering sera doublé à 30 milliards de dollars par mois en janvier.

En conséquence, la Fed mettra fin aux achats nets d'actifs à la fin du mois de mars, ce qui devrait permettre un premier relèvement des taux au deuxième trimestre. De plus, les membres du FOMC envisagent désormais 3 hausses en 2022, puis 3 en 2023 et 2 en 2024. Cela représente un changement majeur par rapport aux prévisions précédentes de septembre, où le comité était divisé sur le fait de procéder à un relèvement ou non en 2022.

**3. La Fed a fortement insisté sur la situation macroéconomique solide et la reprise rapide du marché du travail.** Jerome Powell s'est quant à lui montré optimiste quant à la croissance économique aux États-Unis : « L'activité économique devrait se développer à un rythme soutenu cette année, reflétant les progrès de la campagne de vaccination et la réouverture de l'économie » et « la demande mondiale reste très soutenue ». Il a poursuivi en soulignant que le variant Omicron représente un risque pour la reprise. La croissance du PIB pour 2022 a été revue à la hausse, passant de 3,8 % à 4,0 %. Jerome Powell a cité la baisse



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



**Sergio BERTONCINI,**  
Stratégiste Senior Taux

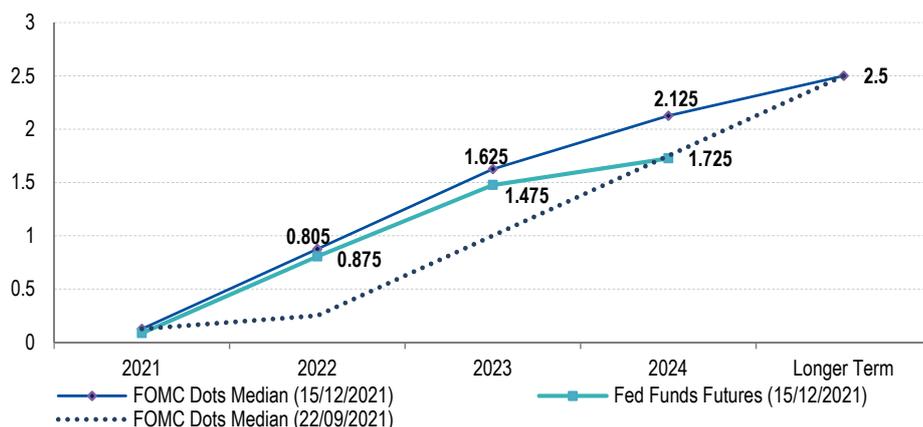


**Mickael BELLAÏCHE,**  
Stratégiste Taux et Crédit



**Delphine GEORGES,**  
Stratégiste Senior Taux

#### 1/ Fed : Taux cible implicite



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 15 décembre 2021

## LE THÈME DU MOIS

*Changement de stratégie de la Fed sur le plan de l'inflation : les pressions inflationnistes élevées sont désormais considérées comme un frein à l'atteinte du plein emploi*

du taux de chômage comme preuve que le marché du travail se rapproche rapidement de l'emploi maximal. Les prévisions de taux de chômage se sont améliorées, passant de 3,8 % à 3,5 % pour 2022. M. Powell a également revu à la baisse l'ampleur de la participation accrue de la population active comme condition préalable à un relèvement des taux.

**4. Selon la Fed, un cycle de relèvement rapide et limité devrait garantir une inflation transitoire**

- La Fed reste d'avis que la tendance haussière des prix devrait s'essouffler l'année prochaine, à la faveur du rétablissement des chaînes d'approvisionnement mondiales. Elle est unanime sur le fait qu'en 2023, celle-ci devrait être à peine supérieure à 2 %. L'inflation sous-jacente médiane devrait revenir à 2,3 % en 2023 (fourchette: 2 % - 2,5 %).
- Dans le même temps, le cycle de relèvement des taux devrait demeurer progressif et limité. Le taux directeur, qui est proche des estimations, devrait se rapprocher de son niveau de long terme d'ici fin 2024. Les prévisions médianes concernant les taux en 2024 n'ont augmenté que de 1,8 % à un peu plus de

2,1 %. Les points à plus long terme sont restés inchangés. Au cours des prochains trimestres, la politique monétaire devrait être très accommodante avec un taux directeur réel négatif. La Fed annonce un changement de politique proche de la neutralité seulement en 2024.

**Réactions du marché et notre point de vue :**

- Fed : nous prévoyons deux hausses de taux en 2022. Cette prévision pourrait être revue à la hausse si la dynamique macroéconomique américaine positive se confirme. La vigueur de la demande américaine au second semestre 2022 sera déterminante (marché du travail, politique budgétaire, cycle d'investissement).
- À court terme, nous anticipons des chiffres solides au niveau de l'emploi aux États-Unis, ainsi qu'une inflation demeurant élevée. La reprise du marché du travail américain est jusqu'à présent impressionnante et généralisée. En conséquence :
  - Nous sommes sous-exposés à la duration sur 5 ans et 10 ans. Les rendements à 5 ans sont généralement les plus réactifs lorsque l'emploi s'améliore.
  - Nous anticipons une hausse significative des taux réels à court terme.

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

**La réunion de décembre a débouché sur une issue plus intransigeante que prévu, mais la politique de la BCE devrait rester beaucoup plus accommodante que celle de la Fed et de la BoE, avec une poursuite de l'assouplissement quantitatif et aucune normalisation des taux en vue pour l'année prochaine.** La Banque centrale européenne va mettre fin à ses mesures d'urgence liées à la pandémie, tout en se laissant une certaine marge de manœuvre si la situation devait à nouveau se détériorer dans la zone euro.

**La BCE veut réduire considérablement ses achats tout en maintenant une stratégie de « backstop ».** Une « large majorité » au sein du conseil des gouverneurs s'est finalement accordée sur les perspectives de l'assouplissement quantitatif 2022, combinant plus de 500 milliards d'euros d'achats nets supplémentaires. Ces décisions représentent une diminution considérable des achats nets d'actifs : ils passeront progressivement de 90 milliards d'euros par mois en 2021 à 20 milliards en octobre 2022. Dans le même temps, la BCE a adopté une stratégie de « backstop » tout en maintenant ouvert le programme d'achat d'actifs et en introduisant une flexibilité potentielle au niveau des réinvestissements du PEPP par classe d'actifs et par juridiction. Il s'agit d'éviter la fragmentation financière tant que la fragmentation économique prévaudra dans la zone euro. La crédibilité de la BCE sera essentielle dans cette approche.

**Dans l'ensemble, le soutien politique reste favorable aux produits de *spread* (périphérie et crédit) à court terme, mais il faut s'attendre à une plus grande volatilité.** Les annonces de la BCE renforcent notre opinion de sous-exposition à la duration et de pentification de la courbe pour le premier trimestre 2022. Cependant, nous devons être vigilants face à la divergence croissante des points de vue et des intérêts au sein du conseil exécutif de la BCE. Cela pourrait entraîner une certaine volatilité en 2022.

**Principales conclusions de la réunion de la BCE**

**1. Perspectives stables pour les taux : les projections d'inflation de la BCE sont inférieures à l'objectif à moyen terme.** Comme nous l'avions anticipé, la révision de l'ensemble des prévisions a continué d'indiquer une inflation à moyen terme inférieure à l'objectif, malgré un

*La Banque centrale européenne veut mettre fin à ses mesures d'urgence liées à la pandémie*

LE THÈME DU MOIS

*Les divergences de cycle monétaire entre la Fed et la BCE s'accroissent*

*La puissance de feu de l'assouplissement quantitatif annoncée par la BCE semble calibrée pour couvrir les émissions nettes de dette souveraine prévues en 2022*

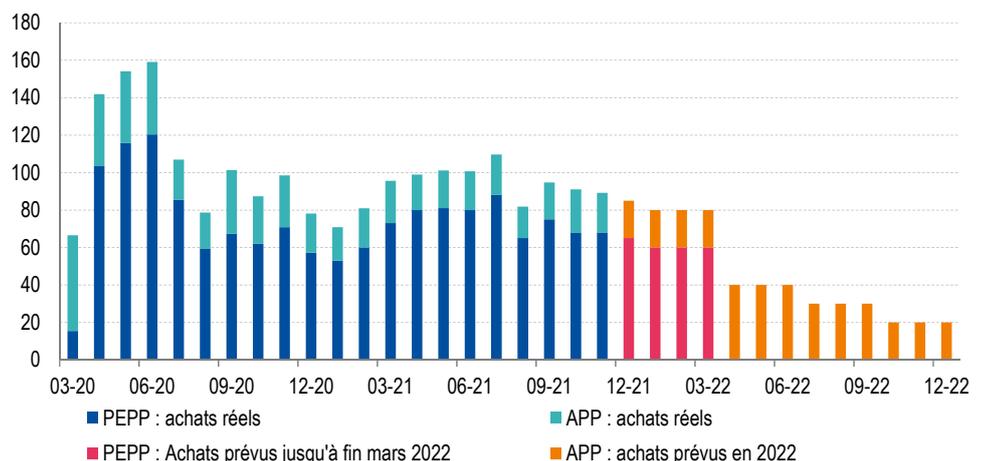
relèvement à 1,8 % en 2023 et en 2024. Par conséquent, l'orientation prospective inchangée semble toujours cohérente avec une position accommodante par le biais de l'assouplissement quantitatif en 2022 et des perspectives de taux stables.

**2. La BCE a prévu de réduire sensiblement ses achats.** La plupart des débats et des divisions au sein de la BCE se sont concentrés sur l'assouplissement quantitatif, notamment sur un large éventail de combinaisons quant à la forme que pourrait prendre son QE dans la transition vers l'abandon du PEPP. Il s'agissait notamment de la combinaison de sa taille avec d'autres facteurs importants, comme l'introduction ou non d'un nouveau programme au lieu d'une simple augmentation de l'APP, le choix d'un programme ouvert ou d'une enveloppe et enfin, le cadre/l'horizon indiqué (en particulier dans le cas d'une enveloppe). Dans le graphique présenté, nous montrons l'évolution de l'assouplissement quantitatif en 2022 qu'implique l'annonce de la BCE, par rapport à la dynamique des années en cours et précédentes. Étant donné que le PEPP sera mis en œuvre au premier trimestre « à un rythme plus lent qu'au trimestre précédent » avant d'être interrompu, nous avons supposé une trajectoire mensuelle proche de 60 milliards d'euros entre janvier et mars de l'année prochaine. Puis, comme annoncé, malgré une augmentation à 40 milliards d'euros par mois au deuxième trimestre, et à 30 milliards d'euros par mois au troisième trimestre, la trajectoire de l'APP reviendra à son niveau actuel de 20 milliards d'euros au quatrième trimestre de l'année prochaine. D'après ce scénario, la puissance de feu annuelle globale de l'assouplissement quantitatif semble légèrement supérieure à 500 milliards d'euros, au lieu des 600 milliards d'euros attendus. En termes

de ventilation trimestrielle, la réduction de la trajectoire est plutôt évidente : de 240 milliards d'euros estimés au premier trimestre (PEPP restant + trajectoire mensuelle de l'APP de 20 milliards d'euros), elle passe à 120 milliards d'euros au deuxième trimestre (APP à 40 milliards d'euros), à 90 milliards d'euros au troisième trimestre (APP à 30 milliards d'euros), et enfin à 60 milliards d'euros au quatrième trimestre. L'assouplissement quantitatif sera donc principalement concentré sur le premier semestre, ce qui correspond à la saisonnalité de l'offre de dette souveraine, plus élevée, par rapport à l'activité plus faible du marché primaire habituellement enregistrée au second semestre.

**3. .... Passage à une approche « backstop » : flexibilité des achats.** Bien qu'elle n'ait pas mis en œuvre de nouveau programme lié à la résurgence de la pandémie, la BCE reste prête à reprendre le PEPP, mais seulement « si nécessaire, afin de contrer les chocs négatifs liés à la pandémie ». Ensuite, la BCE a décidé d'aborder la flexibilité/optionnalité de l'assouplissement quantitatif principalement par le biais des réinvestissements du PEPP : prolongés d'un an (au moins jusqu'à fin 2024), les réinvestissements représentent en fait un filet de sécurité important en vue de conserver sa flexibilité d'achat dans le cadre du PEPP en termes de classes d'actifs et de juridictions. Cela représente un coussin supplémentaire que la BCE peut utiliser pour soutenir la dette périphérique en cas de volatilité indésirable et vise également à soutenir la dette grecque, jusqu'à ce qu'une éventuelle amélioration de la notation puisse déclencher l'éligibilité de ses obligations à l'APP. Comme nous le savons, la BCE ne publie pas de calendrier prévisionnel des réinvestissements du

**2/ QE de la BCE : rythme d'achats historique et attendu en 2022, en Mds €**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 16 décembre 2021

## LE THÈME DU MOIS

PEPP comme elle le fait pour le PSPP, et comme ils deviennent un outil politique important, la BCE devrait fournir plus d'indications aux investisseurs, de la même manière qu'elle le fait avec l'APP.

**4. La fin des conditions spéciales applicables dans le cadre du TLTRO III en juin 2022 a été confirmée.**

Néanmoins, la BCE « surveillera les conditions de financement des banques », selon nous afin d'éviter tout effet falaise non souhaité : comme pour son programme d'achat, le Conseil des gouverneurs visera probablement une transition en douceur pour sortir de son régime d'urgence, à l'occasion des décisions prises lors des prochaines réunions. Il est intéressant de noter que la dernière adjudication de TLTRO de l'année précédant la réunion de la BCE a vu, pour la première fois depuis la crise pandémique, un ajout légèrement négatif de liquidités de -8 milliards d'euros, puisque quelque 60 milliards d'euros ont été remboursés/amortis contre une souscription brute de 52 milliards d'euros par près de 160 banques. Nous considérons que le résultat de cette adjudication est globalement favorable à la stabilité financière globale, tout en ayant un impact limité sur les revenus des banques, car aucune nouvelle liquidité nette n'a été ajoutée au système.

**Nos conclusions et les implications sur les marchés pour les spreads et les taux en euro :**

Nous devons être vigilants face à la divergence croissante des points de vue et des intérêts au sein du conseil exécutif de la BCE. Cela

pourrait entraîner une certaine volatilité à la fin de l'année 2022. À court terme :

- Les annonces de la BCE renforcent notre opinion sur les durations courtes et sur la pentification de la courbe pour le premier trimestre 2022. Toutefois, malgré le tapering et l'amélioration de la situation macroéconomique, nous sommes toujours d'avis que l'assouplissement quantitatif de la BCE, qui absorbe la plupart des émissions nettes, permettra de contenir la hausse des rendements par rapport aux autres régions développées. L'orientation potentielle des réinvestissements vers des obligations des pays périphériques pourrait être un facteur supplémentaire de soutien à l'évolution attendue de la courbe.
- L'opinion positive sur la dette périphérique demeure confirmée, soutenue par les facteurs techniques (une baisse des émissions nettes de dette est toujours attendue en 2022 ; elles seront en grande partie absorbées par les nouveaux achats de la BCE ; des taux directeurs stables sont en vue) et par l'orientation potentielle des réinvestissements du PEPP vers la classe d'actifs, ainsi que par l'amélioration des fondamentaux, le flux de nouvelles positives des agences de notation et une valeur relative attractive.
- L'APP devrait continuer de soutenir le marché du crédit en euro.

**Parmi les banques centrales du G4, la BoE est finalement la première à mettre fin à son assouplissement quantitatif et à commencer à relever les taux**

Après avoir étonné par son attitude accommodante en novembre, la BoE a de nouveau surpris les marchés ainsi que nos dernières anticipations lors de sa réunion de décembre, cette fois-ci par son positionnement intransigeant, avec une hausse inattendue de 15 pb, portant le taux de base à 25 pb. La quasi-unanimité des votes (8 contre 1) montre que la décision était largement consensuelle au sein du Comité de politique monétaire et a créé la surprise, compte tenu de certaines déclarations récentes de membres au ton intransigeant indiquant que l'évolution de la pandémie les inciterait à se tenir prêts. Dans le même temps, il convient de noter qu'en dépit du relèvement de taux, la BOE semble avoir choisi une position intermédiaire avec une augmentation de 15 pb (plutôt que 25 pb).

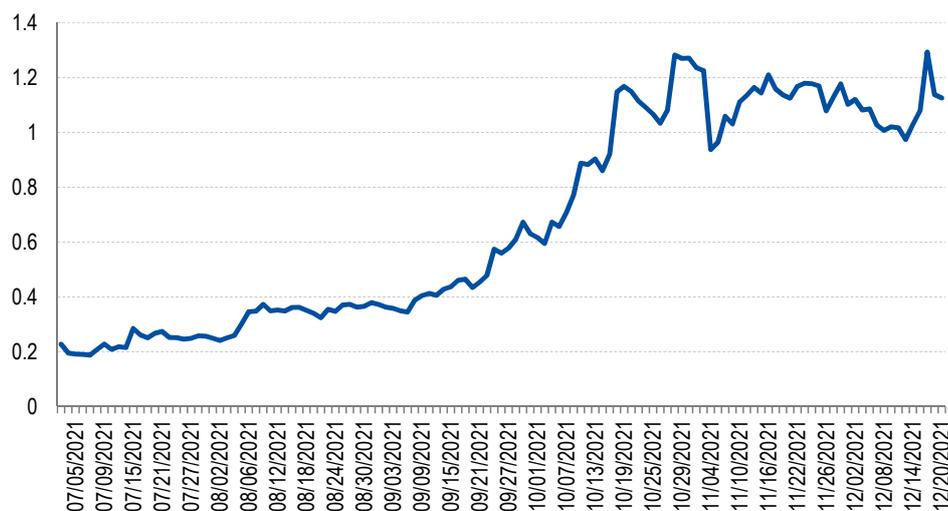
**Principales conclusions de la réunion de la BoE**

- Avant la réunion, un premier relèvement des taux semblait tout à fait cohérent avec les données macroéconomiques les plus récentes, ces dernières ayant montré en octobre et en novembre une amélioration de la tendance du marché de l'emploi, qui s'est même révélée meilleure que prévu, sur fond de chiffres de l'inflation encore élevés pour ces deux mois. Parallèlement, la progression du variant Omicron, qui se fait de plus en plus menaçant au Royaume-Uni, a suscité des préoccupations. Là encore,

les commentaires ont orienté les attentes ; certains membres, y compris parmi les plus intransigeants, ont souligné la nécessité d'obtenir davantage de visibilité sur l'impact du variant Omicron et donc, d'adopter une approche attentiste en décembre et de reporter la première intervention au mois de février de l'année prochaine. Après la réunion, le gouverneur Bailey a évoqué les préoccupations sur le plan de l'inflation et la nécessité d'agir comme principale raison de la hausse actuelle, malgré les incertitudes croissantes sur le front du coronavirus. Le raisonnement du gouverneur semble

LE THÈME DU MOIS

3/ BoE : taux implicite anticipé à un an



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données décembre 2021

*Nous maintenons notre opinion selon laquelle le marché évalue encore une trajectoire trop agressive pour la politique monétaire de la BoE l'année prochaine*

cohérent avec les risques accrus liés à l'aggravation de la situation pandémique, non seulement pour la croissance mais également pour le potentiel de hausse de l'inflation, notamment les impacts négatifs provenant d'éventuelles restrictions ou perturbations supplémentaires.

- La justification macroéconomique d'une action précoce semble également conforme aux dernières révisions apportées par la BoE à ses projections économiques. Plus précisément, les dernières données macroéconomiques clés qui ont été mises à jour concernant le rapport sur la stabilité financière de novembre sont notamment les suivantes :

- les projections ont été revues à la baisse pour la croissance du PIB du quatrième trimestre 2021 à 0,6 %, contre 1 % au moment du rapport de novembre, ce qui représente un PIB inférieur d'environ 1,5 % à son niveau pré-Covid (du quatrième trimestre 2019). Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre ont continué de peser sur la croissance, mais...
- ... le taux de chômage devrait désormais reculer plus rapidement, pour avoisiner 4 % au quatrième trimestre 2021, ce qui est mieux que les 4,5 % prévus dans le rapport de novembre, tandis que...

**QE et émission nette de dette souveraine prévue en 2022**

Bien que plus faible que prévu, **la puissance de feu du QE annoncée par la BCE semble calibrée pour couvrir les émissions nettes de dette souveraine prévues en 2022** : cela est d'autant plus le cas au vu des très récentes directives d'émission publiées par l'Allemagne et d'autres pays. Compte tenu de la diminution des besoins bruts de financement et conformément au plan d'émission pour 2022 publié le 16 décembre, l'Allemagne devrait désormais afficher en 2022 une émission nette d'obligations proche de 53 milliards d'euros (contre 93 milliards d'euros cette année) et une émission nette négative de bons de 25 milliards d'euros (contre une augmentation de 41 milliards d'euros en 2021). Cela signifierait pour l'Allemagne une diminution de plus de 100 milliards d'euros par rapport aux chiffres de 2021 (obligations + bons). À la lumière de ces chiffres et d'autres publications récentes, nous avons donc revu à la baisse nos estimations précédentes concernant les émissions nettes de dette des pays de l'UEM-10, pour les ramener à 350/360 milliards d'euros, y compris les bons. Sur le front de la demande, nous estimons que l'assouplissement quantitatif de la BCE devrait atteindre 510 milliards d'euros l'année prochaine, dont 390 milliards d'euros pourraient être alloués à la dette souveraine : cela signifierait des flux estimés à 60 milliards d'euros disponibles pour les entreprises, environ 10 milliards d'euros pour les obligations sécurisées et enfin plus de 50 milliards d'euros pour les supranationales (émissions de l'UE incluses). Le graphique montre qu'en dépit de son incapacité à rendre les émissions nettes négatives, comme en 2021 et 2020, la BCE devrait continuer de jouer un rôle remarquable dans l'absorption de la nouvelle dette souveraine.

## LE THÈME DU MOIS

— ... l'inflation mesurée par l'IPC sur douze mois est passée de 3,1 % en septembre à 5,1 % en novembre, tandis que la BoE prévoit une inflation demeurant autour de 5 % pendant la majeure partie de l'hiver et culminant à environ 6 % en avril 2022.

**Nos conclusions sur l'évolution attendue de la politique monétaire et sur la courbe des Gilts britanniques.**

En ce qui concerne la normalisation prévue des taux, nous maintenons notre opinion selon laquelle le marché anticipe toujours une trajectoire trop agressive pour le Comité de politique monétaire l'année prochaine, avec plus de trois hausses supplémentaires, chacune de 25 pb, d'ici fin 2022. Selon nous, la BoE préférerait porter les taux à 75 pb, puis faire une pause dans le cycle de relèvement des taux. Cela serait cohérent avec la nécessité de conserver une certaine souplesse dans la gestion du resserrement

quantitatif, qui devrait démarrer lorsque le taux de base atteindra 1 %. Bien que les pressions inflationnistes suggèrent que la BOE devrait relever à nouveau ses taux en février, elle pourrait envisager d'adopter une approche attentiste, en surveillant de près l'évolution de l'économie au sortir d'une nouvelle vague de Covid afin de procéder à la deuxième hausse. Selon nous, alors que l'extrémité avant de la courbe des Gilts britanniques intègre probablement de manière excessive la normalisation des taux, l'extrémité longue semble encore riche par rapport aux prévisions d'inflation et aux autres segments de la courbe. Par conséquent, nous pensons qu'il est possible que la courbe des Gilts soit plus pentue en 2022, compte tenu des valorisations actuelles de la partie longue, non seulement par rapport aux échéances à 2 ans mais aussi à 5 ans.

*Achévé de rédiger le 22 décembre 2021*

## THÉMATIQUE



**Patryk DROZDZIK,**  
Macrostratège Senior,  
Marchés émergents

*Après un franc virage à gauche, le Pérou fait un pas dans une direction plus modérée quelques mois plus tard*

## En Amérique latine, le pendule politique bascule nettement à gauche en 2021

**En 2021, la résurgence des cas de Covid au premier semestre et la hausse de l'inflation au second semestre ont fait nettement basculer le paysage politique vers la gauche en Amérique latine. Sur un plan plus structurel, le déroulement du supercycle des matières premières durant ces dix dernières années et le mécontentement politique sont probablement à l'origine de ce changement. Certains cycles électoraux ont également pris une direction opposée à la tendance générale.**

L'année 2021 s'est révélée intense et dramatique pour l'Amérique latine, avec une montée en flèche de la pandémie de Covid au premier semestre, une progression de l'inflation au second semestre et un net basculement politique à gauche sur une grande partie de l'année. Si les deux premiers facteurs ont probablement contribué au basculement à gauche du dernier sur le plan cyclique, le repli structurel de plus longue durée causé par le déroulement du supercycle des matières premières au cours de ces dix dernières années pourrait être en grande partie responsable de ce changement. Le fort mécontentement de l'opinion publique à l'égard du statu quo s'est traduit par un vote sanctionnant le pouvoir en place au Pérou et en faveur de son tout premier président de gauche (radicale), tandis que la demande de changement au Chili a fait déferler les indépendants de gauche au sein de l'assemblée constituante, la plus haute fonction du pays ayant également été attribuée à un élu de gauche. Au Brésil et en Colombie, où aucune élection ne s'est encore tenue dans ce cycle, les candidats de gauche à la présidentielle (Lula et Petro) sont largement en tête dans les sondages.

### **Pérou : après un franc virage à gauche, le pays fait un pas dans une direction plus modérée quelques mois plus tard. La tendance va-t-elle se poursuivre ?**

En juin 2021, Pedro Castillo, un enseignant rural de gauche, a battu la droite de Keiko Fujimori lors d'une élection présidentielle extrêmement serrée et polarisée. Du fait de résultats contestés, la transition a manqué d'harmonie, tandis que les nominations au sein du gouvernement étaient pour la plupart loin d'être favorables au marché.

Cette situation a donné lieu à deux mois de turbulences et à un remaniement ministériel. Mais si la volte-face du président Humala quatre mois après le début de son mandat en 2011 a permis au pays de s'engager sur une voie beaucoup plus favorable au marché, le remaniement ministériel de Pedro Castillo, quatre mois après sa victoire au scrutin, est loin de constituer une totale rectification de trajectoire. Celui-ci a toutefois marqué un tournant dans la « bonne » direction, plus modérée.

Même si, dans toute la région, la tendance politique générale est étonnamment orientée à gauche, quelques inflexions et corrections dans l'autre sens ont également pu être observées. Au Mexique, lors des élections de mi-mandat de juin, la coalition au pouvoir d'AMLO a perdu la majorité qualifiée (et le pouvoir de modifier la constitution), tandis que le premier gouvernement de Castillo a été remanié vers davantage de modération après deux mois très instables. Au Brésil, Lula pourrait envisager d'ajouter un nom centriste à son ticket présidentiel, ce qui pourrait suggérer une orientation politique plus pragmatique s'il est élu. Mais le plus grand virage à droite a eu lieu en Argentine, où l'opposition a remporté une victoire décisive aux élections de mi-mandat d'octobre et où la coalition au pouvoir a perdu la majorité au Sénat pour la première fois depuis 1983.

Nous donnons plus de détails ci-dessous sur les événements politiques de 2021 en Amérique latine, ainsi qu'un avant-goût de ceux qui nous attendent en cette nouvelle année.

Plus important encore, le président Pedro Castillo a remplacé le controversé premier ministre Guido Bellido, qui brandissait librement la menace de la nationalisation, par une législatrice de gauche modérée, Mirtha Vazquez, ancienne présidente de la Chambre des représentants sous la présidence de Francisco Sagasti en 2020-2021. Globalement, le gouvernement est aujourd'hui relativement mieux aligné sur la position du ministre des Finances, Pedro Francke, après s'être éloigné des idées les plus radicales représentées par le leader du parti Perú Libre, Vladimir Cerron - ce dernier s'étant fermement opposé à ce changement et ne soutenant plus le gouvernement.

Mais comme en témoignent certains événements récents - par exemple l'annonce par le gouvernement de la fermeture de quatre mines dont les extensions ne

## THÉMATIQUE

*Le Chili s'oriente vers un rôle accru de l'État et un élargissement du périmètre du filet de sécurité sociale*

seraient pas accordées pour des raisons environnementales - le manque de visibilité sur les mesures politiques de l'administration actuelle devrait probablement se poursuivre.

Selon nous, nous pourrions assister à un nouvel « impeachment » au Pérou - le pays a

connu 5 présidents au cours des 4 dernières années - avant une nouvelle politique clairement plus modérée. Dans le même temps, la reconduction de Julio Velarde au poste de gouverneur de la BCRP est rassurante car elle garantit la continuité de la politique monétaire.

### **Chili : un « grand État » se prépare avec l'Assemblée constituante et la présidence aux mains des indépendants de gauche et d'un élu de gauche.**

À l'occasion d'un autre vote « *anti-establishment* » en Amérique latine, la coalition au pouvoir et de droite, qui recueille traditionnellement 40 à 45 % des voix, n'a remporté qu'environ 20 % des sièges lors des élections de la Convention constitutionnelle qui se sont tenues en mai 2021, après que près de 80 % des électeurs se sont prononcés en faveur d'une révision de la Constitution plusieurs mois auparavant - le processus constitutionnel a été lancé après les manifestations massives contre les niveaux élevés d'inégalité et de corruption. Le cinquième des voix obtenu est largement inférieur aux attentes ainsi qu'au tiers nécessaire pour bloquer toute proposition radicale susceptible de figurer dans la nouvelle Constitution. Au lieu de cela, ce sont les délégués et indépendants de gauche qui contrôlent l'agenda constitutionnel et qui feront probablement pression pour un État beaucoup plus vaste et des droits sociaux élargis.

La gauche devrait également contrôler le siège le plus élevé du pays grâce à la victoire de 11 points de pourcentage de Gabriel Boric, ancien leader de l'opposition, lors du scrutin de décembre face au candidat de la droite dure et conservatrice, José Antonio Kast. Cette victoire confortable sur fond de taux de participation assez élevé représente un

mandat fort pour poursuivre une révision ambitieuse du modèle économique et social du pays, notamment en termes de santé, de pensions, de logement, d'éducation, de système de retraite, etc. Cela nécessiterait une augmentation structurelle significative des recettes.

Il convient de noter deux facteurs atténuants avant d'extrapoler la taille et la nature interventionniste de l'État en fonction du résultat de l'élection présidentielle. Le premier est la composition du Parlement. Lors des élections du Congrès d'octobre, la droite a créé la surprise en remportant la moitié des sièges au Sénat et en conservant le droit de veto sur les questions constitutionnelles/clés, tandis que la Chambre basse est partagée entre la droite et la gauche. D'autre part, Gabriel Boric a adopté une position modérée pendant la campagne du second tour. Le président élu a reconnu que le changement serait progressif et que les dépenses permanentes devraient être couvertes par des revenus permanents afin de stabiliser la dynamique de la dette à moyen terme. Il va sans dire que le pays s'oriente vers un rôle accru de l'État et un élargissement du périmètre du filet de sécurité sociale, la seule question étant de savoir dans quelle mesure.

### **Colombie : la grogne sociale s'invite dans les rues et dans les rangs de Gustavo Petro**

À l'instar de nombreux pays de la région, le mécontentement social à l'égard du statu quo a pris de l'ampleur et, dans le cas de la Colombie, s'est exprimé dans les rues au deuxième trimestre 2021. La situation a dégénéré lorsque l'administration a proposé une réforme fiscale à la fois beaucoup trop ambitieuse, prudente et peu opportune, avec des manifestations et des grèves qui ont paralysé certaines régions du pays pendant plusieurs semaines. La réforme a finalement été retirée, mais les revendications sociales n'ont fait que croître et la situation budgétaire s'est également détériorée lorsque l'assainissement budgétaire a été reporté à 2023. En conséquence de tout cela, la note de crédit de la Colombie a été dégradée à

la catégorie spéculative ou « junk », avec de lourdes conséquences sur le prix des actifs.

Toutefois, le pire est peut-être derrière nous, avec une économie qui enregistre un net rebond et se rapproche des niveaux d'avant la pandémie de Covid, une dynamique du marché du travail surprenante et des tendances inflationnistes parmi les moins défavorables de la région. Mais surtout, une réforme fiscale beaucoup plus pragmatique a reçu un large soutien politique et, bien qu'elle n'ait pas résolu les problèmes structurels, elle s'est attaquée aux objectifs cycliques dans une mesure acceptable.

En ce qui concerne les élections présidentielles de l'année prochaine, Gustavo

*La grogne sociale s'invite dans les rues de la Colombie et dans les rangs de Gustavo Petro*

## THÉMATIQUE

*Alors que l'Amérique latine votait ou se prononçait à gauche, les élections au Mexique ont pris une tournure légèrement différente*

Petro (communiste, ancien membre des rebelles du M-19, actuel sénateur) est en tête dans les sondages avec une marge à deux chiffres. Cependant, l'économie dispose heureusement encore de six mois avant la tenue des élections et une position

extrême de Gustavo Petro devrait en théorie unir l'électorat pour voter contre ses idées radicales au second tour des élections, comme cela a déjà été le cas il y a quelques années.

**Mexique : le premier à défier les tendances régionales**

Alors que l'Amérique latine votait ou se prononçait à gauche, les élections au Mexique ont pris une tournure légèrement différente, du moins au niveau fédéral. Lors des élections de mi-mandat de juin, la coalition MORENA a perdu la super majorité qu'elle avait remportée trois ans plus tôt et le parti MORENA d'Andrés Manuel Lopez Obrador (AMLO) n'a pas obtenu la majorité simple. La coalition au pouvoir contrôlera donc le budget (et financera les projets qui tiennent à cœur au président, comme la raffinerie, les lignes ferroviaires, etc.) ainsi que l'agenda législatif du mandat d'AMLO au second semestre, mais elle n'aura pas les voix nécessaires pour modifier la Constitution et mettre en œuvre la vision étatique du secteur de l'énergie d'AMLO ou toute autre idée peu orthodoxe et souvent moins favorable au marché.

Cette dernière contrainte est déjà présente. La proposition d'AMLO de réorganiser le secteur de l'électricité attribuerait la majorité du marché à la compagnie d'électricité publique. Dans le processus, et en raison d'une participation moindre d'un secteur privé généralement plus efficace, l'électricité risque de devenir plus chère, sa fourniture moins fiable et sa production plus polluante. Il s'agit d'une stratégie clairement sous-optimale sur le plan national, mais aussi potentiellement en violation du nouvel accord commercial ALENA.

Toutefois, bien qu'elle ait perdu un certain nombre de sièges au niveau fédéral, la coalition MORENA a obtenu de bons résultats aux élections des États et a même renforcé sa présence locale (sauf à Mexico). La coalition au pouvoir a remporté 12 postes de gouverneur, ce qui, ajouté aux 5 déjà entre les mains de MORENA, lui donne une importante majorité (le Mexique compte 32 États).

Globalement, le résultat des élections au Mexique nous semble plutôt défavorable pour la coalition MORENA. Il va contraindre AMLO à poursuivre son programme, souvent moins favorable au marché. Cela ne l'empêchera toutefois pas de faire des percées dans d'autres domaines politiques ou d'exercer une influence sur les institutions du pays. La récente décision d'AMLO concernant la nomination à la tête de Banxico en est un bon exemple. Le remplacement tardif d'un gouverneur par une personne beaucoup moins expérimentée et formée est une proposition risquée, en particulier à un moment où la Fed perd patience avec la nature « transitoire » de l'inflation et où le cycle d'inflation nationale élevée pourrait nécessiter davantage de mesures et d'être privilégié par rapport aux considérations de croissance. Heureusement, la Banque centrale pourrait voir les choses de la même manière, puisqu'elle a relevé les taux d'intérêt de 50 pb lors de sa dernière réunion en décembre.

**Brésil : les sondages orientés à gauche, mais Lula penche-t-il vers le centre gauche ?**

Les élections présidentielles au Brésil, prévues pour la fin de l'année 2022, donnent aux autorités plus de temps pour asseoir l'économie sur des bases plus solides et faire reculer l'inflation, actuellement à deux chiffres, un niveau politiquement sensible. Il s'agit d'éviter un basculement potentiel vers la gauche sous la direction de Lula, qui bénéficie d'excellents sondages et devance visiblement Bolsonaro dans les simulations pour les premier et second tours.

Toutefois, si le calendrier favorable des élections a permis d'éviter le virage à gauche observé dans le reste de la région, l'administration actuelle a pris un certain nombre de mesures discutables de nature populiste dans un passé récent.

La combinaison de politiques moins prudentes et moins orthodoxes a été motivée par des considérations économiques et politiques. La pandémie mondiale d'inflation élevée a frappé le Brésil de plein fouet, affectant visiblement le revenu disponible et la popularité de Bolsonaro. Afin de répondre aux demandes sociales croissantes, l'administration a augmenté les allocations de son programme d'aide sociale phare, tout en respectant le plafond des dépenses, qui est la cible budgétaire ultime, grâce à un simple tour de passe-passe comptable.

Du côté des élections, nous ne voyons pas de candidat d'un parti tiers, tel que l'ancien ministre Sergio Moro, pour lequel les sondages indiquent actuellement un score à un chiffre,

atteindre le stade du ballottage. En revanche, les récents signaux indiquant que l'ancien président Lula envisagerait d'ajouter un nom centriste (Ackmin, quatre fois gouverneur de Sao Paulo, ancien candidat à la présidence) à son ticket présidentiel nous semblent encourageants. Cela laisse supposer que

l'administration Lula adoptera un mix politique plus pragmatique que l'orientation politique de son parti et son mandat présidentiel pourrait se révéler moins agité que l'actuel du fait du « ticket de l'unité », malgré un environnement très polarisé. Nous pensons qu'ici, le verre est à moitié plein.

### Argentine : un rejet clair du statu quo et du mix politique de la gauche

Nous verrons au cours des semaines et des mois à venir si les actions suivent les résultats des élections, mais la configuration politique a connu un changement spectaculaire en Argentine à la fin du 21<sup>e</sup> siècle. Les élections parlementaires de novembre se sont traduites par de multiples défaites pour la coalition au pouvoir. Le FdT a perdu les élections nationales d'environ 10 pp, celles de Buenos Aires d'un énorme 20 pp et même celles de la province de la ville, bastion kircheriste. Par ailleurs, alors que l'objectif ambitieux de la coalition au pouvoir était de remporter la majorité à la Chambre basse, le FdT a en fait perdu quelques sièges. Plus important encore, les péronistes ont perdu la majorité au Sénat pour la première fois depuis 1983. Les résultats des élections ont été conformes aux primaires organisées quelques mois plus tôt, malgré une réponse budgétaire coûteuse et des interventions macroéconomiques musclées comprenant des transferts aux ménages, des contrôles des prix, des capitaux et des devises, voire des interdictions d'exportation. Mais avec l'accroissement du taux de pauvreté et une inflation annuelle de plus de 50 %, la majorité des électeurs a voté résolument en faveur du changement.

L'administration vaincue doit faire face à une expansion économique tout aussi faible, au-delà du rebond cyclique post-pandémie et d'une économie structurellement déséquilibrée, avec peu de coussin financier à sa disposition. À venir, il y a également les remboursements en attente à effectuer au FMI - le versement de mars sera déjà significatif

- et franchement très peu de ressources pour faire face à ces obligations (plus de 40 milliards de dollars au total). Le statu quo actuel sera difficile à maintenir sur le plan économique, et par extension coûteux sur le plan politique, jusqu'aux prochaines élections prévues pour fin 2023.

Le démarrage difficile et les perspectives inquiétantes incitent clairement l'administration à conclure un accord avec le FMI, condition nécessaire mais non suffisante, et à commencer à remettre un peu d'ordre dans la situation économique. Il est également dans l'intérêt du gouvernement de conclure un accord rapidement, tant que les conditions sont raisonnables. Conformément à cette thèse, les discours post-électorales du président Alberto Fernandez et du ministre des Finances Martin Guzman semblaient préparer le terrain politique pour le lancement d'un programme d'ajustement pluriannuel aligné sur un accord général conclu avec le FMI. Il est important de noter que la vice-présidente Cristina Fernández de Kirchner, tout en prenant ses distances vis-à-vis d'un potentiel accord, a fait appel à la responsabilité juridique, politique et historique de l'ensemble du Congrès en vue d'envisager son approbation. Cela est de bon augure pour un accord avec le FMI, qui pourrait être conclu assez rapidement afin d'éviter tout remboursement substantiel. L'ajustement économique exigera toutefois selon nous beaucoup plus de temps, de sacrifices et de persévérance.

*Achévé de rédiger le 22 décembre 2021*

---

*Les élections parlementaires de novembre en Argentine se sont traduites par de multiples défaites pour la coalition au pouvoir*

---

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

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons inchangées les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités. Le scénario central suppose que le Covid devient endémique avec des vagues multiples bien que gérables, que les leviers budgétaires restent importants et liés aux politiques monétaires et que la croissance revient à son potentiel en 2023. Nous supposons que le variant Omicron aura un impact temporaire sur la reprise en Europe.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Nouvel effondrement vers la stagflation	Parcours chaotique, divergences régionales	Croissance inclusive et durable
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> <li>● Plusieurs risques entraînent <b>une récession économique</b>, dont la profondeur dépend de la nature et de l'intensité du choc.</li> <li>✦ Les <b>pressions haussières sur les prix s'atténuent</b> à mesure que la demande mondiale recule et que les marchés du travail se détériorent.</li> <li>⊙ Les <b>politiques monétaire et budgétaire accommodantes sont renouvelées</b>, avec possiblement une nouvelle étape dans la répression financière.</li> <li>⊙ L'inflation devrait refaire surface plus tard, <b>obligeant les banques centrales à s'écarter de leurs orientations et à perdre leur crédibilité</b>.</li> <li>— Les <b>déclencheurs possibles</b> sont l'atterrissage brutal de l'économie chinoise, la résurgence des cas de Covid-19, les chocs financiers, le désancrage des anticipations d'inflation, les catastrophes naturelles liées au changement climatique et les erreurs politiques.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✦ Le <b>Covid-19</b> devient une maladie endémique, avec des vagues de contamination aléatoires.</li> <li>✦ Après un rattrapage en 2021-22, la croissance converge vers la tendance en 2023. Passage à vide au S1 2022 en raison du ralentissement de l'économie chinoise, à l'impact négatif du variant Omicron et de l'accélération de l'inflation.</li> <li>✦ <b>Pressions inflationnistes</b> persistantes en raison des goulets d'étranglement de l'offre et de l'augmentation des pressions sur les salaires.</li> <li>⊙ <b>Asynchronie des politiques monétaires</b> : Réduction rapide des dispositifs de soutien de la Fed avec deux hausses cette année, cycle de hausse modérée pour la BoE, recalibrage du QE de la BCE et biais d'assouplissement pour la PBoC. Les taux devraient rester bas plus longtemps.</li> <li>⊙ <b>Politique budgétaire</b> : retrait de certaines aides, mais un soutien sera nécessaire pour la transition énergétique.</li> <li>✦ Le <b>changement climatique</b> pèse sur la croissance et l'inflation en perturbant le cycle des matières premières et en renforçant les tendances stagflationnistes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✦ La <b>pandémie recule</b> plus rapidement que prévu malgré les variants.</li> <li>● Les excédents d'épargne et les hausses de salaire dopent la <b>consommation</b> sans érosion des marges des entreprises.</li> <li>● Des <b>gains de productivité</b> grâce aux changements technologiques et aux réformes structurelles.</li> <li>✦ <b>Croissance inclusive</b> et lutte efficace contre les inégalités.</li> <li>✦ L'<b>inflation</b> reste sous contrôle.</li> <li>⊙ Une <b>hausse des taux d'intérêt</b> du fait du renforcement des investissements et de la diminution de l'épargne.</li> <li>⊙ Les politiques de normalisation des <b>banques centrales</b> sont accueillies favorablement par les marchés financiers</li> <li>● La <b>dette est soutenable</b> grâce à une croissance forte et à un retour progressif à la discipline budgétaire.</li> <li>— Parmi les <b>déclencheurs possibles</b> figurent les bonnes politiques (par exemple, les réformes structurelles, les campagnes de vaccination efficaces et la finance inclusive décentralisée).</li> </ul>

✦ Sujets liés au Covid-19

✦ Perspectives de croissance et d'inflation

⊙ Politique monétaire et budgétaire

▲ Plans de relance ou conditions financières

● Solvabilité des émetteurs privés et publics

● Régime économique ou financier

✦ Sujets sociaux ou liés au climat

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

<b>SCÉNARIO BAISSIER</b> 15 %	<b>SCÉNARIO CENTRAL</b> 70 %	<b>SCÉNARIO HAUSSIER</b> 15 %
<b>Nouvel effondrement vers la stagflation</b>	<b>Parcours chaotique, divergences régionales</b>	<b>Croissance inclusive et durable</b>
<b>Répercussions sur les marchés</b>	<b>Répercussions sur les marchés</b>	<b>Répercussions sur les marchés</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain</li> <li>– Miser sur les stratégies de volatilité minimum</li> <li>– Or</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles en raison des valorisations élevées et du ralentissement de la croissance</li> <li>– Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor aux États-Unis, mais aussi en zone euro et dans les ME</li> <li>– Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation et les actions</li> <li>– ME : prudence à court terme. Scénario de revenu et de croissance à long terme intact</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Pentification baissière de la courbe des bons du Trésor américain</li> <li>– Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés</li> <li>– Préférer les obligations indexées sur l'inflation comme couverture contre l'inflation</li> </ul>

**Point sur le Covid-19**

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

La crise sanitaire de Covid-19 est entrée dans une nouvelle phase avec la propagation rapide à travers le monde du variant Omicron. D'après certaines études récentes, les cas d'Omicron doublent en 1,5 à 3 jours et sont désormais en hausse dans 64 pays sur 240. L'Europe, qui accueillait déjà une part croissante des cas depuis septembre est à ce jour l'épicentre mondial de cette nouvelle vague. La plupart des pays européens ont enregistré une recrudescence des cas, tandis que le Royaume-Uni est confronté à un niveau de contamination record (taux quotidien supérieur à 1 000 par million d'habitants<sup>1</sup>). Au moment de la rédaction de cet article, Omicron se propageait à travers les États-Unis où il représentait trois quarts des nouveaux cas.

Bien que le variant Omicron soit beaucoup plus contagieux que le variant delta, les études existantes confirment qu'il n'est pas plus dangereux et que, grâce aux vaccins, le taux d'hospitalisation n'augmente pas aussi vite. Selon l'OMS, les données préliminaires suggèrent une possible réduction du niveau de protection et l'efficacité des vaccins en termes de contaminations et de transmission du variant Omicron. Pourtant, plusieurs producteurs de vaccins ont confirmé l'efficacité de leurs vaccins contre ce variant.

Dans les économies avancées, les gouvernements invitent les gens à faire leur rappel de vaccin afin d'augmenter leur immunité et de réduire le nombre de cas graves. Toutefois, le comité consultatif scientifique a déclaré que d'après les données disponibles, les rappels ne suffiront pas, à eux seuls, à contenir Omicron. Des restrictions de déplacement ont été mises en place dans toute l'Europe, où la plupart des événements publics de fin d'année ont été annulés. Les Pays-Bas ont réimposé un confinement strict à l'échelle nationale. L'Allemagne et la France établissent de nouvelles règles d'entrée pour les voyageurs provenant de pays extraeuropéens. Une étrange impression de « déjà vu » et de lassitude à l'égard du Covid est perceptible dans toute l'Europe.

<sup>1</sup> Our World in data - 21 décembre 2021

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Nous n'apportons aucun changement ce mois-ci aux principaux risques pour notre scénario central de 2022. La vague due à Omicron était déjà intégrée à la pandémie 2.0.

Nous considérons les risques liés au Covid-19 comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés.

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 20 %

- **Pandémie 2.0**
  - Malgré les vaccinations de masse, une nouvelle vague de Covid déferle sur l'hémisphère Nord
  - Les vaccins dont l'efficacité est limitée face aux nouveaux variants fragilisent la reprise économique (nouveaux confinements ou restrictions de déplacement)
- **Les perturbations des chaînes d'approvisionnement** perdurent et les pressions sur le coût des intrants entraînent une récession des bénéfices des entreprises
- **L'effondrement du marché immobilier chinois** se traduit par une baisse des perspectives de croissance
- **Le choc pétrolier et gazier** est alimenté par l'augmentation de la demande et la réduction des dépenses d'investissement
- **Erreur de politique monétaire**
  - La Fed et les principales BC des pays développés resserrent trop tôt les conditions de financement en raison de la hausse des anticipations d'inflation, ce qui compromet la reprise, tandis que l'inflation finit par retomber
  - Les erreurs de communication des banques centrales entraînent une plus grande incertitude
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance

#### RISQUE FINANCIER 20 %

- **Le désancrage des anticipations d'inflation** conduit à une dislocation du marché obligataire et à un durcissement de la politique monétaire
- Malgré l'amélioration des fondamentaux, **le risque de solvabilité des entreprises augmente** avec la fin des dispositifs de soutien des banques centrales et des gouvernements
- **Crise de la dette souveraine**
  - La dette publique en pourcentage du PIB atteignant des niveaux historiquement élevés en temps de paix, la plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note de crédit et à une hausse des taux d'intérêt
  - Les marchés émergents fragiles pourraient également être confrontés à une crise de la balance des paiements et une hausse du risque de défaut
- **L'écoblanchiment 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 des marchés des changes instables

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

- **États-Unis et Europe vs Chine & Russie**
  - Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine et la Russie
  - Perte d'influence des États-Unis après le retrait de l'Afghanistan et méfiance des alliés de l'OTAN
  - L'UE pourrait se ranger derrière les États-Unis au mépris de leurs intérêts économiques
  - Affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taiwan
  - Déploiement militaire près de la frontière ukrainienne
- **Votes populistes en Europe**, en France ou en Italie sur fond de crise du Covid et de hausse des prix de l'énergie. Fragmentation accrue de l'UE
- **Instabilité politique des pays émergents due :**
  - à la gestion chaotique des crises épidémiques
  - à la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie provoquant un mouvement de contestation similaire à celui des printemps arabes
- **Les États-Unis et la Chine perdent leur crédibilité** en matière de transition énergétique et compromettent l'accord de Paris
- **Le réchauffement climatique** entraîne un risque accru de conflits (pénuries d'eau, mouvements migratoires)
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

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

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

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Pétrole, crédit et actions, EMBI

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

 **Retournement effectué**

 **Retournement imminent**

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

### **CONTEXTE ÉCONOMIQUE**

- Après la forte expansion du troisième trimestre, la dégradation de la situation sanitaire entraîne un ralentissement plus prononcé des taux de croissance de l'activité économique.
- La baisse du taux de croissance au quatrième trimestre est également confirmée par le ralentissement des indicateurs avancés et des données prévisionnelles. Le secteur des services reste le plus exposé, comme le confirment les derniers PMI flash de décembre.
- L'activité manufacturière, en revanche, continue de progresser à un rythme soutenu malgré les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les fortes pressions inflationnistes.
- Les surprises économiques se sont stabilisées soutenues par quelques surprises du côté des enquêtes de conjoncture. En revanche, les surprises liées aux statistiques de l'économie réelle restent stables, en territoire négatif.
- Malgré une amélioration, les indices CESI allemand et espagnol restent négatifs, tandis que la tendance est à la hausse pour l'Italie et la France. L'indice CESI américain reste en territoire positif, soutenu notamment par les surprises des enquêtes de conjoncture.

### **FONDAMENTAUX & VALORISATION**

- Les multiples et les BPA prévisionnels sont trop optimistes compte tenu du ralentissement de l'économie et de l'impact de l'assouplissement de la Fed, même si nous considérons que les taux d'intérêt resteront bas dans un avenir proche.
- La liquidité a été le principal moteur des actifs risqués. Ce soutien devrait désormais s'estomper quelque peu, en raison des pressions inflationnistes qui poussent les banques centrales à engager la normalisation de leurs politiques.



### **FACTEURS TECHNIQUES**

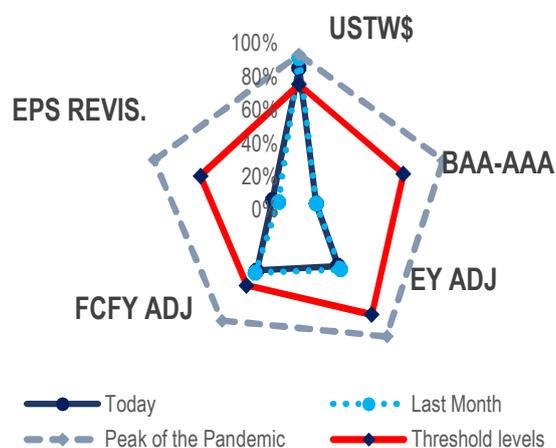
- Les données techniques continuent de refléter un environnement contrasté sans directionnalité claire.
- La tendance à moyen terme des actifs risqués reste solide, mais le *momentum* à court terme semble nettement moins favorable.
- Incertitude croissante générée par le variant Omicron
- Les indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant) ont été assainis au cours de la dernière correction (la plupart des actifs risqués ne sont plus surachetés), mais compte tenu des valorisations très chères des actions et du crédit, nous pensons que, pris isolément, ce signal est trop faible.
- Les stratégies d'achat de la baisse semblent toujours d'actualité, mais la dégradation du contexte, conjuguée à l'activité accrue des banques centrales, laisse présager une volatilité accrue.

### **SENTIMENT**

- Le nouveau variant renforce les inquiétudes pesant sur la croissance, tandis que l'inflation se fait de plus en plus persistante, obligeant les banques centrales à envisager une normalisation de leurs dispositifs d'achats d'actifs et de leurs taux directeurs.
- Nous confirmons que nos indicateurs de risque n'appellent pas une réduction structurelle du risque, mais que quelque chose de différent est en train d'émerger.
- Les conditions financières ont commencé à signaler un léger resserrement au niveau mondial en particulier dans les pays émergents.
- Nous sommes encore loin d'un environnement d'aversion pour le risque au sens strict, mais les investisseurs institutionnels ont réduit leur exposition au risque dans la plupart des domaines (actions, devises et obligations).

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

### L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) toujours favorable



Source : Recherche Amundi, Données au 14 décembre 2021

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque. Les révisions à la baisse des BPA prévisionnels restent limitées et les primes de risque de crédit (que nous évaluons à l'aide du *spread* Baa-Aaa de Moodys) restent faibles et sont fonction des conditions financières encore souples. Le dollar est le principal élément qui appelle haut et fort à la prise de risque et ses répercussions sur les autres facteurs doivent être surveillées de près.

Méthodologie : nous tenons compte de cinq éléments que nous appelons « sentinelles » : le taux de change effectif du dollar américain, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le rendement des bénéfices ajusté du risque et le rendement du FCF ajusté du risque. Ces indicateurs sont utilisés pour repositionner notre allocation tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq indicateurs, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

## MÉTHODOLOGIE

### — Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

### — Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épicentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

## POINTS CLÉS

**1 Révision à la hausse de l'inflation aux Etats-Unis : prolongement du régime actuel jusqu'en 2022 et convergence vers des niveaux plus modestes reportée en 2023**

- IPC 2022 estimé à 4,4 % (contre 3,8 %, moyenne trimestrielle), sur une base plus élevée (T4) et persistance confirmée
- La prévision d'IPC d'Amundi pour 2022 est légèrement supérieure au consensus. Nous tablons en effet sur une prolongation du régime inflationniste actuel jusqu'en 2022 et sur une convergence vers un régime d'inflation « normal » (selon la classification de l'Inflation Phazer) qui commencerait à prendre le dessus au quatrième trimestre 2022 et prévaudrait en 2023
- Scénario du pire : les répercussions du Covid-19 continuent de pénaliser l'offre (coûts plus élevés) et la demande (érosion progressive), mettant les banques centrales dans une impasse

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Un scénario central de régime inflationniste en 2022 implique : 1) des banques centrales davantage sous pression pour ajuster leur politique monétaire, 2) une hausse potentielle des rendements nominaux (et réels), 3) une diminution du soutien des valorisations des actifs risqués, que les marchés ne prennent pas encore en compte malgré le repli récent

**2 Modification de nos prévisions de hausses de taux de la Fed pour 2022 : nous ajoutons une hausse de taux en juin (25 pb) et confirmons l'autre au T3/T4**

- **L'inflation accélère le durcissement de la politique** via une accélération de la réduction des dispositifs de soutien (prenant fin en mars) et ouvre donc la porte à des hausses de taux peu après
- Le nombre de hausses des taux de la Fed sera lié au taux de participation au marché du travail
- Nous tablons sur une hausse en juin, suivie d'une autre au T3 ou au T4
- L'extrémité courte de la courbe américaine est plus sensible que l'extrémité longue : nous avons révisé l'objectif du 2 ans à 0,80/1 % à 6 mois (contre 0,45/0,60 %) et à 1/1,20 % à 12 mois (contre 0,70/0,90 %), mais laissons le 10 ans inchangé
- Ces hausses de taux de la Fed constituent davantage un signal opportuniste qu'une normalisation effective, car les taux d'intérêt réels resteront négatifs
- **Omicron change la donne**, ce dont les prévisions de la Fed ne tenaient pas compte

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Nous réaffirmons notre recommandation de durée courte sur le 5 ans et le 10 ans à mesure que l'écart entre l'offre et la demande de travail se réduit

**3 Sentiment de risque toujours positif, mais déclinant progressivement et soutenant moins les actifs risqués**

- Le sentiment de risque est toujours positif, mais la dernière phase d'appréciation du dollar a entraîné un durcissement significatif des conditions financières dans les pays émergents
- Les conditions financières des marchés émergents ont récemment subi un durcissement général, principalement dû à la force du dollar
- Le sentiment de risque est donc le pilier qui se détériore plus rapidement malgré un appétit de risque qui reste positif
- La modération de l'appétit pour le risque indique que la phase initiale du cycle touche à sa fin et que nous approchons d'un régime de fin de cycle
- Les conditions de crédit et les conditions financières sont revenues aux niveaux d'octobre 2020, ce qui est cohérent avec le fait que la baisse de la croissance devient un problème, mais la liquidité est ce qui compte le plus pour les investisseurs qui veulent maintenir leur exposition longue aux marchés
- Bien qu'il empêche le niveau d'appétit pour le risque de trop s'élever, l'environnement actuel n'appelle pas encore la suppression des risques
- L'élargissement du *spread* de Moody's pèse déjà sur le HY

**Conséquences en matière d'investissement**

- Le recul de la croissance, la force du dollar, l'élargissement des *spreads* de crédit et l'augmentation des salaires posent un risque clair de sérieuses révisions à la baisse des BPA au S1 2022, qui n'est pas encore pris en compte par les marchés

**4 Dynamique macro des ME : léger redressement de l'Asie vs l'Amérique latine et la région CEEMEA**

- La dynamique macroéconomique des marchés émergents reste négative, mais, pour la première fois depuis longtemps, nous constatons un glissement en faveur de l'Asie au détriment de l'Amérique latine et de la région ECO/MEA
- De manière générale, le ralentissement de la demande intérieure et surtout extérieure entraînera une baisse des projections de croissance
- Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB chinois reste proche, mais inférieure à 5 % au cours des deux prochaines années. La croissance des marchés émergents devrait se situer au-dessus de 4 % en 2022 et 2023, tandis que l'inflation devrait être supérieure à 4 % en moyenne

## POINTS CLÉS

**5 Accélération du virage accommodant de la Chine globalement positif pour les actifs chinois et pour la croissance mondiale**

- Avec la dernière baisse de 50 pb du ratio des réserves obligatoires (RRR), la PBoC a résolument redirigé son attention sur la stabilité de la croissance et la demande intérieure
- La politique monétaire étant bien plus constructive en 2022 qu'en 2021, une baisse des taux semble désormais possible
- Le positionnement du Politburo pour 2022 sera nettement plus constructif que l'année dernière. Il semblerait que les dirigeants aient estimé que les réformes de l'offre avaient été exagérées et qu'il fallait à nouveau se concentrer sur la stabilité de la croissance et la demande intérieure. En ce qui concerne le logement, il demande au secteur de « mieux répondre à la demande de logements convenables »

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Spot RMB plus faible à 6,55 (à 6 mois) et à 6,4 dans 12 mois
- Objectif stable pour les emprunts d'État, 2,8 %-2,9 % (baisse des rendements de quelques points de base en cas de baisse des taux)
- Encore plus constructif que prévu sur les actions (en particulier sur le CSI 300 Dividend)

**6 Situation globalement favorable pour l'UE**

- L'Union des marchés des capitaux (UMC) progresse, la Commission européenne ayant annoncé un ensemble de mesures visant à améliorer la capacité des entreprises à lever des capitaux dans toute l'UE
- Meilleure cohésion politique dans la ZE avec une convergence d'intérêts Allemagne (Scholtz), France (Macron) et Italie (Draghi)
- D'autres réformes sont à venir sur les règles budgétaires, les dépenses d'investissement avec le NGEU et les nouvelles propositions de l'Allemagne sur l'Union bancaire

**Conséquences en matière d'investissement**

- Sentiment positif des investisseurs étrangers à l'égard de la zone euro (obligations périphériques et actions)
- Résilience et internationalisation de l'euro
- Financement de la transformation verte et numérique

**7 Révision à la baisse des prévisions de PIB de la zone euro pour 2022 compte tenu de l'impact du variant Omicron**

- Les mesures de lutte contre le Covid et les nouvelles mesures de confinement annoncées dans certains pays de la zone euro n'ont pas été intégrées dans nos prévisions lors de la mise à jour de novembre
- Nous réduisons nos prévisions de 0,4 point de pourcentage de croissance cumulée au T4 2021 et au T1 2022.
- Taux de croissance moyens anticipés : 5,0 % pour 2021, 3,8 % pour 2022, 2,2 % pour 2023
- Au vu des chiffres de l'inflation et de l'IPP du mois de novembre, nous révisons également à la hausse nos projections d'inflation, pour le T4 2021 et pour la moyenne annuelle 2022
- Taux annuel moyen anticipés de l'IPC global : 2,5 % pour 2021, 2,9 % pour 2022, 1,7 % pour 2023

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=		Nous restons neutres compte tenu des valorisations serrées dans certains segments et du risque de concentration élevé. Cependant, nous recherchons des entreprises susceptibles de protéger les portefeuilles de l'inflation par le biais d'une sélection rigoureuse. Nous sommes en outre conscients que seules les entreprises disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix seront en mesure de maintenir leurs bénéfices une fois les goulets d'étranglement de l'offre résorbés.
	Actions US Value	+		Compte tenu de la poursuite de la croissance économique, les valeurs décotées devraient enregistrer de bonnes performances, mais celles-ci seront davantage fonction de la sélection que de la direction des marchés. Il est intéressant de noter que les secteurs décotés de qualité présentent des opportunités pour protéger les portefeuilles contre l'inflation et dans l'espace ESG.
	Actions US Croissance	-		Les actions de long terme sont susceptibles d'être davantage impactées par les hausses des taux de référence, car leurs valorisations reposent largement sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Les valorisations dans ce segment sont déjà chères, ce que les fondamentaux ne justifient pas et tout mouvement à la hausse des taux pourrait les pénaliser.
	Europe	=		Les anticipations de bénéfices sont actuellement prudentes et, compte tenu de leur potentiel haussier important, pourraient créer une bonne surprise en 2022. La principale inconnue est la pandémie. Les premières estimations font état d'un impact mineur du nouveau variant, ce qui laisse anticiper un risque de reprise tardive plutôt qu'un dérapage. La forte dispersion des valorisations laisse une grande place à la sélection.
	Japon	=		Le Japon, longtemps à la traîne en matière de reprise et dont les valorisations relatives sont attractives, devrait bénéficier d'une augmentation de la demande extérieure à mesure que les problèmes d'approvisionnement sont résolus, de mesures de relance budgétaire et d'un yen plus faible.
	Chine	=		Le pays offre des opportunités sélectives, mais les perspectives à court terme sont brouillées par les incertitudes quant à l'ampleur du ralentissement dans des domaines tels que la construction, la réglementation et la politique de tolérance zéro à l'égard du Covid. Nous restons vigilants dans un contexte de volonté du gouvernement de promouvoir une « prospérité commune » qui devrait contribuer à réduire les inégalités.
	Marchés émergents	=		À moyen terme, les actions des pays émergents offrent des opportunités dans un contexte de reprise de la croissance attendue en 2022 et de valorisations attractives. Nous apprécions les marchés tels que la Russie (demande structurelle d'énergie et de matières premières) et l'Inde.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	-		Le durcissement récent du ton de la Fed renforce notre opinion négative quant à la duration, celui-ci augurant d'une légère augmentation des rendements de référence et d'une pentification baissière de la courbe des rendements. Toutefois, nous pensons que ce durcissement sera compensé par le maintien de conditions financières globalement souples et que les investisseurs doivent rester sur la défensive et flexibles. Nous sommes désormais moins positifs sur les TIPS (emprunts d'État indexés sur l'inflation) en raison des valorisations.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Nous sommes prudents sur le crédit IG de duration longue compte tenu de sa sensibilité à la hausse des rendements core. Cependant, nous recherchons les émetteurs attractifs en termes de valorisations et de fondamentaux dans le cadre de nos objectifs de génération d'alpha. Nous recherchons également du revenu dans les MBS d'agences, l'immobilier résidentiel et les prêts à la consommation, mais sommes plus sélectifs sur la structure et la qualité du collatéral.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes attentifs à la liquidité sur le segment HY, mais pensons que les bénéfices élevés et les flux de trésorerie constituent des éléments positifs. Pour autant, nous restons prudents et cherchons à trouver un équilibre entre rendement et qualité, en nous appuyant davantage sur la sélection.
	Govies Europe	-/=		Nous maintenons notre approche prudente de la duration en Europe et en Europe core étant donné la récente décision de la BCE de réduire progressivement son programme de QE. Nous surveillons de près la dette périphérique italienne, en tenant compte de l'impact de la politique de la BCE, de la situation politique et de la reprise attendue, soutenue par le plan de relance « Next Gen EU ».

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Euro Obligations d'entreprise IG	=/+		Dans un contexte de reprise continue et d'espoirs d'amélioration des fondamentaux du crédit, nous pensons qu'il convient de rechercher une exposition plus idiosyncrasique aux émetteurs de haute qualité et à la dette subordonnée. Il faut toutefois rester vigilant, compte tenu des incertitudes causées par la hausse des rendements et l'évolution de la situation sanitaire.
	Euro Obligations d'entreprise HY	=		Le haut rendement offre des opportunités <i>bottom-up</i> sélectives, mais, avec le début de 2022, restons attentifs à la liquidité. Nous gardons également un œil sur l'évolution des ratios de titres en difficulté et des taux de défaut dans le contexte favorable actuel.
	Govies Chine	=/+		Nous sommes attentifs aux obstacles à court terme, mais estimons que les responsables politiques ont pris acte du ralentissement et que les politiques deviennent plus favorables. Nous sommes neutres avec un biais positif, car la PBoC reste accommodante, dans un contexte d'inflation modérée.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		L'action de la Fed constitue un risque à court terme pour la dette des pays émergents, mais nous maintenons notre préférence pour les titres HY par rapport aux titres IG dans un contexte de rendements attractifs. Nous suivons de près l'évolution de l'inflation dans les pays émergents.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons globalement prudents et recherchons des replis tactiques sur les marchés des changes des pays émergents en 2022. Les <i>spreads</i> des obligations d'entreprises semblent attractifs par rapport aux options alternatives. Nous privilégions les pays et les secteurs tirés par les matières premières. Nous estimons que les exportateurs bénéficieront d'une meilleure dynamique et de meilleurs bénéfices dans l'ensemble, dans un contexte de dollar fort. Nous restons toutefois prudents sur le Brésil et la Turquie.
AUTRES	Matières premières			De manière générale, notre opinion vis-à-vis des matières premières reste constructive, malgré quelques inquiétudes sur la demande liées aux risques de reconfinement. Les problèmes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement pourraient persister pendant un bon moment encore, soutenant les prix des métaux de base et le gaz naturel. Pour l'or, en revanche, les politiques des banques centrales et les taux réels restent les principales variables à surveiller. Le pétrole sera déterminé par l'OPEP et les questions géopolitiques.
	Devises			Nous nous attendons à ce que le dollar reste fort et pensons que les devises à plus faible rendement manqueront de catalyseurs pour compenser les pressions liées au durcissement de ton de la Fed. Nous avons ajusté notre objectif pour l'EUR/USD à 6 mois de 1,14 à 1,10, mais confirmons le niveau de 1,14 à 12 mois.

### LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
	Négatif		Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source : Amundi, au lundi 20 décembre 2021, 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 17/12/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	-3,3	5,9	4,0	3,3	2,6	3,8	4,5	3,3
<b>Pays développés</b>	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	3,0	3,2	2,0
<b>États-Unis</b>	-3,4	5,8	3,7	2,1	1,3	4,6	4,4	2,5
<b>Japon</b>	-4,9	1,7	2,0	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
<b>Royaume-Uni</b>	-9,7	6,9	4,3	1,8	0,9	2,4	3,6	2,4
<b>Zone euro</b>	-6,5	5,0	3,8	2,2	0,3	2,5	2,9	1,7
<b>Allemagne</b>	-4,9	2,8	3,3	2,3	0,3	3,3	2,9	1,8
<b>France</b>	-8,0	6,8	3,9	2,0	0,5	2,1	2,6	2,0
<b>Italie</b>	-9,0	6,4	4,4	2,4	-0,1	2,0	2,9	1,7
<b>Espagne</b>	-10,8	4,4	5,4	3,2	-0,3	3,0	3,2	1,6

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** Après une décélération plus forte que prévu au troisième trimestre et un rebond au quatrième trimestre, nous tablons sur une décélération progressive de la croissance du PIB réel en 2022 en termes séquentiels, avec une stabilisation au-dessus de la tendance dans un premier temps et finalement une convergence vers le potentiel en 2023. Cette normalisation sera favorisée par la réduction progressive des politiques accommodantes sur les plans budgétaire et monétaire. L'inflation devrait également diminuer, mais seulement progressivement, tout en restant supérieure à 3 % jusqu'à l'été. Alors que les facteurs transitoires s'estompent, la résilience de la demande, ainsi que la croissance des loyers et des salaires devraient contribuer à soutenir l'inflation sous-jacente à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise.
- Zone euro :** Selon nous, le pic de croissance est maintenant passé et l'impact du variant Omicron et des quelques nouvelles restrictions devrait se traduire par un ralentissement de la croissance séquentielle à partir de 2022, ce qui devrait encore retarder la reprise des dépenses de consommation et du secteur des services, les consommateurs et les entreprises ayant déjà dû faire face aux facteurs défavorables que sont la hausse des prix de l'énergie et les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement. Par ailleurs, l'inflation freine la demande intérieure ainsi que la consommation et n'est pas encore compensée par une hausse des salaires. Une fois que les facteurs transitoires soutenant le pic d'inflation du quatrième trimestre 2021 auront disparu, nous prévoyons qu'à partir de mi-2022, l'écart actuel entre l'inflation sous-jacente et l'inflation globale se réduira et que l'inflation se stabilisera à des niveaux légèrement supérieurs à ceux d'avant la crise, tout en restant dans l'objectif fixé en 2023.
- Royaume-Uni :** Après le rebond de 2021, nous anticipons un ralentissement séquentiel de la croissance en 2022 du fait des facteurs défavorables liés à l'inflation, au durcissement de la politique, aux ajustements liés au Brexit et aux risques politiques. Le variant Omicron porte un coup supplémentaire, la forte résurgence des cas tirant l'activité à la baisse, alors que les données à haute fréquence et de mobilité commencent à arriver. Alors que l'année 2022 devrait démarrer plus faiblement que prévu, nous continuons de prévoir une résilience de la demande intérieure, avec une consommation soutenue par un marché du travail solide et des investissements favorisés par les crédits d'impôt. L'inflation devrait connaître un lent repli après les pics de 2021, car les matières premières et les goulets d'étranglement ne réduiront que progressivement leur pression haussière sur les prix.
- Japon :** L'indice PMI de décembre, bien que plus faible que prévu, clôture son meilleur trimestre depuis le quatrième trimestre 2018. Malgré les récentes incertitudes liées au variant Omicron, nous pensons toujours qu'un rebond de la consommation privée au quatrième puis au premier trimestre devrait stimuler la reprise économique globale. Par ailleurs, les contraintes d'approvisionnement ont continué de s'alléger, entraînant un net rebond des exportations automobiles en novembre. En 2022, les facteurs ponctuels (réduction des frais de téléphonie mobile et rebaseement) devraient s'estomper, préparant le terrain pour que l'inflation des prix à la consommation revienne en territoire positif. Ceci étant dit, nous pensons que les chiffres de l'inflation demeureront inférieurs à 1 %.

*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

	23-12 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	0,13	0,25/0,5	0,44	0,5/0,75	0,8
<b>Zone euro</b>	-0,5	-0,5	-0,48	-0,5	-0,46
<b>Japon</b>	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
<b>RU</b>	0,25	0,75	0,85	1,0	1,24

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>26 janvier</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>3 février</b>
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>3 février</b>
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>17 janvier</b>

Source : Recherche Amundi

- Fed** : La Réserve fédérale (Fed) va accélérer la réduction de son programme d'achats d'actifs (« tapering »), étant donné la pression inflationniste élevée et le renforcement du marché du travail. Le rythme du « tapering » va être doublé à 30 milliards de dollars US par mois en janvier et se terminera en mars. Les nouvelles prévisions de taux indiquent trois relèvements en 2022, trois relèvements en 2023 et deux relèvements en 2024, alors qu'en septembre, le comité était partagé à voix égales entre une seule hausse et aucune hausse en 2022. Toute référence à des facteurs transitoires d'inflation a été supprimée. À la place, le FOMC a souligné que les déséquilibres de l'offre et de la demande liés à la pandémie et à la réouverture de l'économie avaient continué de contribuer à des niveaux d'inflation élevés.
- BCE** : Malgré un ton plus ferme que prévu, la BCE a confirmé sa position beaucoup plus accommodante que la Fed et la Banque d'Angleterre (BoE) et a maintenu un assouplissement quantitatif (QE) illimité pour l'ensemble de 2022, en calibrant sa taille pour couvrir la plupart des émissions de dette nette de l'année prochaine, avec un soutien supplémentaire par le biais de réinvestissements flexibles du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), ces derniers étant prolongés jusqu'à la fin 2024 et servant de filet de sécurité. Des perspectives stables pour les taux ont été confirmées, conformément aux prévisions d'inflation de la BCE en dessous de l'objectif à long terme, alors qu'aucune décision sur les opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) n'a été prise, même si la BCE affirme qu'elle « surveillera les conditions de financement bancaire ».
- BoJ** : La Banque du Japon (BoJ) a décidé d'étendre partiellement son soutien COVID. Elle mettra fin aux achats d'obligations d'entreprises et de billets de trésorerie à la fin du mois de mars, mais continuera de fournir des prêts sans intérêt aux banques qui aident les PME touchées par la pandémie pour une durée de six mois supplémentaires jusqu'à fin septembre. Il faudra six mois pour ramener les achats de billets de trésorerie aux niveaux antérieurs au Covid et cinq ans pour les achats d'obligations. Le gouverneur Kuroda a fermement exclu un resserrement de la politique monétaire et a écarté la possibilité que l'inflation de la consommation atteigne ou dépasse 2 %. Les taux directeurs devraient être maintenus à leur niveau plancher.
- BoE** : La Banque d'Angleterre (BoE) est de nouveau allée à l'encontre du consensus lors de sa dernière réunion, avec une hausse inattendue de 15 bp, portant le taux de base à 25 bp. Le vote quasi unanime à 8 contre 1 témoigne d'une décision largement consensuelle à l'intérieur du Comité de politique monétaire (MPC), et montre que l'amélioration du marché du travail et les chiffres élevés de l'inflation prévalent sur les incertitudes liées à la pandémie dans la décision. Nous pensons que la Banque d'Angleterre relèvera ses taux de 75bp d'ici la fin 2022, puis qu'elle marquera une pause dans le cycle de relèvement de ses taux, en ligne avec la nécessité de maintenir une certaine flexibilité dans la gestion du resserrement quantitatif (*quantitative tightening*, QT), ce dernier devant commencer lorsque le taux de base atteindra 1 %.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 17/12/2021							
	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>Monde</b>	-3,3	5,9	4,0	3,3	2,6	3,8	4,5	3,3
<b>Pays émergents</b>	-2,0	6,5	4,4	4,2	3,9	4,4	5,4	4,3
<b>Chine</b>	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	1,8
<b>Brésil</b>	-3,9	4,6	0,5	1,6	3,2	8,3	8,4	3,7
<b>Mexique</b>	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,7	5,5	4,1
<b>Russie</b>	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	7,1	5,3
<b>Inde</b>	-7,1	8,4	6,9	5,5	6,6	5,2	6,0	5,8
<b>Indonésie</b>	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
<b>Afrique de Sud</b>	-6,4	4,9	2,3	2,5	3,3	4,5	5,1	4,6
<b>Turquie</b>	1,6	10,5	3,8	4,0	12,3	18,3	27,6	15,5

Source: Recherche Amundi

- Chine :** l'économie chinoise, pénalisée par les contraintes politiques qu'elle s'est elle-même imposées au début du quatrième trimestre, a enregistré une faible reprise. La faiblesse générale de l'économie a attiré l'attention des décideurs politiques et nous nous attendons à un assouplissement des contraintes politiques. Pour autant, le désendettement du secteur du logement va très probablement se poursuivre et nous n'anticipons pas une nouvelle série de mesures de relance du crédit à grande échelle. Nous continuons à penser que la croissance économique rebondira de manière séquentielle au quatrième trimestre, après le creux du troisième trimestre, avant de rester légèrement inférieure à la tendance en 2022. L'inflation restera confortablement en dessous de 3 %.
- Indonésie :** la situation en Indonésie s'améliore grâce à la réouverture récente et à la poursuite de la campagne de vaccination. La dynamique de l'inflation, très modérée en 2021, devrait s'orienter à la hausse en 2022, pour se rapprocher de la limite haute de l'objectif de la banque centrale. Les conditions macroéconomiques nationales, conjuguées à l'évolution du paysage financier mondial (Fed), déclencheront une première hausse des taux de la banque centrale à la mi-2022 (ou au troisième trimestre 2022). Le soutien politique est appelé à se maintenir, par le biais d'un resserrement progressif de la politique monétaire et d'un assainissement budgétaire lent. L'objectif de déficit budgétaire de 3 % en 2023 devrait être atteint grâce à la réforme fiscale récemment adoptée.
- Turquie :** Malgré une inflation galopante (21.3 % en ga en novembre) et des perspectives haussières, avec un pic prévu au printemps à plus de 30 %, la banque centrale (BC) a une fois encore baissé ses taux de 100bp à 14 %. Même si le communiqué de la BC laisse présager d'une pause, les réactions de marché ont été immédiates ; la livre a continué de chuter atteignant un point bas historique. Quelques jours plus tard, Erdogan a annoncé une série de mesures monétaires et financières qui ont permis à la livre de regagner un peu de terrain. Avec un tel niveau d'incertitudes domestiques et globales, il s'avère délicat de faire des prévisions à court terme même si nous pensons que la croissance devrait rester positive en 2022 grâce à la mise en œuvre d'une politique budgétaire expansionniste.
- CEE-3 :** Les chiffres d'inflation sont ressortis de nouveau à la hausse pour le mois de novembre. Nul doute que les banques centrales poursuivent leur cycle de resserrement monétaire dans un contexte où les pressions inflationnistes domestiques et globales demeurent élevées et où la Fed annonce la normalisation de sa politique monétaire et donc un éventuel renforcement du dollar par rapport aux autres monnaies. Toutefois, si le variant Omicron entraînait de nouvelles restrictions, l'ampleur des hausses de taux attendues en 2022 pourrait être moindre que prévu.

*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

	20-12 2021	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,80	3,75	3,80	3,75	3,80
<b>Inde</b>	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
<b>Brésil</b>	9,25	10,75	11,25	10,75	10,95
<b>Russie</b>	8,50	9,00	8,35	8,00	7,65

Source : Recherche Amundi

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>RRBI (Inde)</b>	<b>9 février</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>2 février</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>11 février</b>
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 janvier</b>

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** la réunion du Politburo et la Conférence centrale sur le travail économique confirment que la Chine s'oriente vers un assouplissement monétaire et qu'elle intensifiera ses mesures de soutien avec la nouvelle année. Un important assouplissement monétaire est déjà en cours avec une réduction de 50 pb du ratio des réserves obligatoires (RRR) à la mi-décembre et une réduction de 5 pb du taux bancaire de base (LPR) le 20 décembre. Nous tablons sur une nouvelle baisse de 5 pb en janvier. Côté devise, la PBoC a intensifié sa communication, intégré un biais de dépréciation dans le fixing quotidien et augmenté le RRR de 2 points de pourcentage, afin de décourager toute appréciation du RMB.
- RBI (Inde) :** en début décembre, la RBI, sur une décision unanime, a maintenu son taux directeur à 4 % ainsi que son positionnement accommodant. Contrairement à nos attentes, le taux des prises en pension est resté à 3,35 %, sans augmentation (de 40 points de base) pour maintenir un corridor symétrique autour du taux directeur. La RBI a de nouveau insisté sur la nécessité de maintenir le soutien politique, compte tenu des nouveaux risques tels que le variant Omicron. Bien qu'attendues en hausse à court terme, les perspectives d'inflation globale restent favorables et ne vont pas à l'encontre d'un maintien des mesures accommodantes.
- BCB (Brésil) :** la BCB a de nouveau relevé ses taux de 150 pb (à 9,25 %) et a encore préannoncé une hausse du même ordre de grandeur en février. Le Comité persistera dans sa stratégie de durcissement jusqu'à ce que le processus désinflationniste se confirme et que les anticipations s'ancrent autour de son objectif. L'inflation globale est ressortie à 10,7 % en novembre, soit au même niveau qu'en octobre, tandis que le COPOM reconnaissait un affaiblissement des conditions économiques. Nous anticipons que la BCB fera passer le taux SELIC au-dessus de la barre des 10 % au cours de la nouvelle année et que le taux final avoisinera les 11 %, soit un niveau presque record en près de cinq ans.
- CBR (Russie) :** le 17 décembre, la banque centrale de Russie a relevé son taux directeur de 100 points de base pour le porter à 8,5 %, la principale motivation de cette hausse étant la persistance des pressions de l'offre et de la demande et le potentiel supplémentaire de hausse de l'inflation et des anticipations inflationnistes. Les prévisions d'inflation des ménages ont atteint un nouveau sommet en cinq ans en décembre. L'inflation s'est accélérée de 7,4 % en glissement annuel en octobre à 8,4 % en novembre et devrait passer à 8,1 % en décembre, soit nettement au-dessus de l'objectif de 4 %. La CBR n'exclut pas de nouvelles hausses lors des prochaines réunions. D'ailleurs, le ton dur de la CBR et la persistance des pressions inflationnistes font qu'une nouvelle hausse lors de la réunion de février est probable.

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

(17 décembre 2021)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %				Inflation (IPC, a/a, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
États-Unis	-3,4	5,8	3,7	2,1	1,3	4,6	4,4	2,5
Japon	-4,9	1,7	2,0	0,9	0,3	-0,4	0,6	0,6
Zone euro	-6,5	5,0	3,8	2,2	0,3	2,5	2,9	1,7
Allemagne	-4,9	2,8	3,3	2,3	0,3	3,3	2,9	1,8
France	-8,0	6,8	3,9	2,0	0,5	2,1	2,6	2,0
Italie	-9,0	6,4	4,4	2,4	-0,1	2,0	2,9	1,7
Espagne	-10,8	4,4	5,4	3,2	-0,3	3,0	3,2	1,6
Royaume-Uni	-9,7	6,9	4,3	1,8	0,9	2,4	3,6	2,4
Chine	2,3	7,7	4,7	4,8	2,5	0,9	2,1	1,8
Brésil	-3,9	4,6	0,5	1,6	3,2	8,3	8,4	3,7
Mexique	-8,2	5,8	2,7	2,2	3,4	5,7	5,5	4,1
Russie	-3,1	4,3	2,6	2,5	3,4	6,6	7,1	5,3
Inde	-7,1	8,4	6,9	5,5	6,6	5,2	6,0	5,8
Indonésie	-2,0	3,2	4,8	4,9	2,0	1,6	2,8	3,4
Afrique du Sud	-6,4	4,9	2,3	2,5	3,3	4,5	5,1	4,6
Turquie	1,6	10,5	3,8	4,0	12,3	18,3	27,6	15,5
Pays développés	-5,1	5,0	3,5	2,0	0,8	3,0	3,2	2,0
Pays émergents	-2,0	6,5	4,4	4,2	3,9	4,4	5,4	4,3
Monde	-3,3	5,9	4,0	3,3	2,6	3,8	4,5	3,3

**Prévisions de taux directeurs**

Pays développés

	23/12 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	0,25/0,5	0,44	0,5/0,75	0,8
Zone euro	-0,5	-0,5	-0,48	-0,5	-0,46
Japon	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	-0,06
Royaume-Uni	0,25	0,75	0,85	1,0	1,24

Pays émergents

	23/12 2021	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,80	3,75	3,80	3,75	3,80
Inde	4,00	4,25	4,20	4,75	4,60
Brésil	9,25	10,75	11,25	10,75	10,95
Russie	8,50	9,00	8,35	8,00	7,65

**Prévisions de taux longs**

Taux 2 ans

	23/12 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	0,68	0,8-1,0	1,03	1/1,2	1,29
Allemagne	-0,68	-0,70/-0,50	-0,69	-0,70/-0,50	-0,69
Japon	-0,09	-0,20/-0,10	-0,10	-0,20/-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,67	0,50/0,7	0,85	0,7/0,8	0,87

Taux 10 ans

	23/12 2021	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,48	1,6/1,8	1,59	1,8/2,0	1,69
Allemagne	-0,26	-0,3/-0,1	-0,19	-0,3/-0,1	-0,14
Japon	0,07	0/0,20	0,12	0/0,20	0,16
Royaume-Uni	0,92	1,0/1,2	1,02	1,2/1,4	1,06

**Prévisions de change**

	16/12/2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022		16/12/2021	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/USD	1,13	1,10	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,24	10,48	9,99	9,98	9,90
USD/JPY	114	113	115	117	115	USD/CAD	1,28	1,31	1,24	1,23	1,23
EUR/GBP	0,85	0,84	0,84	0,83	0,84	AUD/USD	0,72	0,70	0,74	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,05	1,07	1,09	1,09	NZD/USD	0,68	0,66	0,72	0,69	0,72
EUR/NOK	10,18	10,30	9,83	9,46	9,70	USD/CNY	6,37	6,55	6,42	6,40	6,44

Source: Recherche Amundi

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT OUTLOOK



**Perspectives d'investissement 2022 - Investir dans la grande transformation (17-11-2021)**  
BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe - MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe - Research team

### ASSET CLASS VIEWS



**Asset Class Return Forecasts - Q4 - 2021 (09-11-2021)**  
DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

### SHIFTS & NARRATIVES



**Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)**  
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

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

**Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

### INSIGHTS PAPERS



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

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

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

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

**Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



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

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

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

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

**Graph Neural Networks for Asset Management (1-12-2021)**

Grégoire Pacreau, Edmond Lezmi, Jiali Xu - Quantitative Research

**ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)**

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



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

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

**14-15 December FOMC review: pressing the gas on taper (20-12-2021)**

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

**Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)**

UPADHYAYA Padesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

### DISCUSSION PAPERS



**DB plans in their End Game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

**Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)**

BRIÈRE Marie, Amundi Research

### THEMATIC PAPERS



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

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

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

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

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

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°2**

**The automotive sector: ready to step up a gear (13-12-2021)**

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

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°1**

**The time of Circular Economy has come (8-12-2021)**

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

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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



## Amundi Research Center



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

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

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation 3 janvier 2022.

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

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

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

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

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

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

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BERARDI Pierre**, Responsable Recherche Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

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

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

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

**Perrier Tristan**, Global views

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

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sasi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit