

Institute

#02  
Février  
2023

# CROSS ASSET Investment Strategy

VUES DES CIO

Tirer parti des rotations de marché, en mettant l'accent sur la Chine

AMUNDI INSTITUTE

Quelles pourraient être les causes et les conséquences d'une baisse plus rapide que prévu de l'inflation ?

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



## #02 - Février 2023

### Sommaire

#### Global Investment Views

##### Vues des CIO

##### **Tirer parti des rotations de marché, en mettant l'accent sur la Chine** p. 3

Les incertitudes quant à la croissance, l'inflation et les bénéfices des entreprises persistent, même si l'on constate une légère amélioration sur le front économique. Ces tendances soulignent la nécessité d'une gestion active et bien diversifiée. Côté actions, les investisseurs doivent rester prudents et envisager des rotations privilégiant la Chine, tout en se montrant plus réservés à l'égard des pays développés (États-Unis, Japon). Les valorisations européennes semblent également attractives, mais nous restons défensifs. Côté obligations, les titres souverains américains pourraient contribuer à protéger les portefeuilles, mais les perspectives de défaut des entreprises pourraient se dégrader. Cela nous amène à préférer les titres IG de haute qualité (par rapport aux titres HY) et une sélection d'émetteurs des pays émergents. De manière plus générale, nous restons agiles et défensifs, car certaines zones du marché pourraient corriger et présenter des opportunités par la suite.

##### Amundi Institute

##### **Que se passe-t-il si la BCE adopte un ton plus ferme ?** p. 5

Les perspectives d'inflation dans la zone euro en 2023 sont davantage liées à la dynamique de l'énergie et des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement qu'à celle de la politique monétaire.

##### Gestion diversifiée

##### **Jouer les divergences, mais rester défensif** p. 7

Nos inquiétudes concernant une récession des bénéfices aux États-Unis au S1 nous amènent à être prudents et à renforcer notre diversification.

##### Marchés obligataires

##### **Le crédit en vedette, mais la qualité reste au premier plan** p. 9

Sur le thème de marché du « retour des obligations », misez sur le crédit IG tout en restant prudent sur le HY.

##### Actions

##### **Après le rebond, les valorisations intègrent un optimisme excessif** p. 11

Malgré la faiblesse des estimations de croissance des bénéfices, des surprises à la baisse sont encore possibles. Par conséquent, nous sommes prudents et recherchons des marges durables.

#### Le thème du mois

##### **Quelles pourraient être les causes et les conséquences d'une baisse plus rapide que prévu de l'inflation ?** p. 13

L'inflation élevée n'a pas déclenché de boucle prix-salaires dans les économies avancées. Le resserrement monétaire a permis de contenir les anticipations d'inflation et la poursuite de cette politique rigoureuse fera baisser l'inflation, peut-être même plus rapidement que prévu.

#### Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 16
> Principaux risques	p. 18
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 19
> Points clés de la Recherche	p. 21
> Allocation d'actifs Amundi	p. 23

#### Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 25
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 27
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 29
> Publications récentes	p. 30

## VUES DES CIO



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

## Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



La faiblesse des bénéfices et du contexte économique plaide en faveur d'une approche prudente et bien diversifiée.

## Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Multi-actifs : plus prudent dans l'ensemble sur les actions des marchés développés et le crédit HY européen ; positif sur le pétrole.
- ▶ Actions : révision à la baisse des États-Unis, du Japon ; positif sur la Chine.
- ▶ Obligations : prudence sur les emprunts d'État « core » de l'UE ; légèrement positif sur la dette émergente.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

## Tirer parti des rotations de marché, en mettant l'accent sur la Chine

Les marchés déplacent leur attention principale de l'inflation vers la croissance. La situation économique leur paraît légèrement moins préoccupante en Europe tandis que leur vision concernant la Chine devient plus optimiste. **Cela génère d'importantes rotations** : les surperformances de la Chine et des marchés émergents en ont été les conséquences les plus visibles, suivies par le net retournement de la vigueur du dollar. Des rotations intra-marché ont également eu lieu, les valeurs cycliques prenant l'avantage sur les valeurs défensives en Europe, tandis qu'aux États-Unis, les anticipations d'une attitude moins restrictive de la Fed ont soutenu les valeurs technologiques. **À l'avenir, quatre thèmes devraient s'avérer cruciaux : (1) l'équilibre inflation/croissance ; (2) l'action des banques centrales ; (3) l'affaiblissement du dollar ; et (4) la trajectoire des bénéficiaires des entreprises.** Toute surprise négative en termes de croissance ou de bénéfices pourrait faire baisser les marchés, alors qu'à court terme il n'y a pas de catalyseurs de nouvelle hausse par rapport aux niveaux de valorisation actuels. Cela nécessite une allocation défensive, mais les investisseurs devraient aussi miser sur les rotations suivantes :

- **Maintenir une attitude prudente en matière de risque, tout en recalibrant les préférences régionales.** Nous sommes désormais plus optimistes à l'égard des actions chinoises que concernant celles des marchés développés, sur lesquels nous sommes prudents et accordons une forte attention aux valorisations (réduction du positionnement négatif sur les actions européennes). Du point de vue de la gestion diversifiée, nous sommes légèrement positifs sur la durée, car nous pensons que les emprunts d'État conservent leurs avantages en termes de protection de portefeuille. Nous devenons plus prudents vis-à-vis des obligations à haut rendement, tout en mettant l'accent sur la diversification par le biais de matières premières telles que le pétrole et l'or.
- **Concernant les obligations, la gestion active de la durée est essentielle.** Les anticipations d'inflation et de taux directeurs sont rapidement intégrées par les rendements obligataires, qui ont connu un mouvement de baisse, soutenant notre opinion légèrement positive sur la durée américaine et notre positionnement légèrement prudent sur les pays du cœur de l'Europe. Même si le sentiment à l'égard de la croissance devient plus constructif, nous ne recommandons pas de considérer cela comme acquis, car l'inflation reste élevée. Les banques centrales sont déterminées à faire face à l'inflation, en particulier à l'inflation persistante des services, ce qui justifie une approche active. En revanche, la BoJ devrait sortir de sa politique de taux négatifs suite à une révision à la hausse de ses prévisions d'inflation pour 2023, ce qui nous incite désormais à la prudence sur les emprunts d'État japonais.
- **Sur le thème du « retour des obligations », il convient de miser sur le crédit avec une approche sélective.** L'effet du resserrement monétaire sur les finances des entreprises a été jusqu'à présent faible en raison des besoins de refinancement limités et de l'utilisation importante de liquidités internes. Le recours à ces dernières a soutenu les *spreads* jusqu'à présent, mais il a également entraîné une détérioration de la liquidité par rapport à l'année dernière, en particulier pour les émetteurs notés CCC. À l'avenir, l'impact de la hausse des taux et de la faiblesse de la croissance économique sera davantage ressenti par les émetteurs à haut rendement faiblement notés. Par conséquent, nous continuons de préférer les obligations IG aux obligations HY. D'un point de vue régional, les *spreads* IG européens sont bon marché par rapport à leurs niveaux historiques, ce qui n'est pas le cas pour les obligations IG américaines.
- **Pour les actions des marchés développés,** les investisseurs devraient porter davantage leur attention sur la résilience des bénéficiaires au niveau de chaque entreprise. Les révisions macroéconomiques et les mouvements des devises plaident pour une prudence accrue concernant les États-Unis et le Japon, tandis que l'amélioration des perspectives économiques européennes conforte une opinion moins négative à l'égard de cette région. Toutefois, le scénario positif intégré par les marchés pourrait facilement se dégrader en raison des risques géopolitiques ou si les banques centrales se montrent plus restrictives que prévu. Il convient également de noter que, souvent, le début de l'année n'est pas une bonne indication des rendements du reste de l'année. La saison des résultats en cours devrait donner une image plus claire pour le 1er semestre.
- **Opportunités sur les marchés émergents, à commencer par la Chine.** La Chine a poursuivi la réouverture accélérée de son économie et soutenu son marché immobilier, ce qui nous incite à rester optimistes, car nous avons également revu à la hausse nos perspectives de

## VUES DES CIO

croissance pour le pays. Cela pourrait avoir des répercussions positives sur les économies ayant des liens commerciaux étroits avec la Chine. En ce qui concerne la dette émergente, l'évolution du dollar américain, l'écart de croissance économique entre les pays émergents et les pays développés et les valorisations figurent parmi les principaux moteurs du sentiment.

- Dans l'ensemble, nous entrons dans une phase plus risquée, car les marchés réévaluent les perspectives de bénéfices, ce qui pourrait entraîner une correction de certains secteurs, tandis que des opportunités de s'exposer davantage au risque pourraient apparaître au cours des prochaines semaines. À noter que nous pourrions assister à une récession des bénéfices, même dans un scénario d'atterrissage en douceur des économies. **Par conséquent, l'agilité est essentielle à ce stade, mais avec un biais prudent pour le moment.**

AMUNDI INSTITUTE

## Que se passe-t-il si la BCE adopte un ton plus ferme ?



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



**Annalisa USARDI, CFA**  
Economiste Senior, Amundi Institute

Les perspectives d'inflation dans la zone euro en 2023 sont davantage liées à la dynamique de l'énergie et des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement qu'à celle de la politique monétaire

### Évaluation économique actuelle

Récemment, nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions économiques pour la zone euro (ZE), au vu de chiffres montrant une activité meilleure que prévu jusqu'ici cet hiver. L'évolution récente du prix du gaz et le bon niveau des stocks ont permis d'éliminer le risque extrême de rationnement. La baisse des prix de l'énergie, l'efficacité du soutien budgétaire au niveau de chaque pays et l'annonce d'une réouverture plus rapide que prévu de l'économie chinoise ont également amélioré le sentiment. Cependant, même si le ralentissement économique hivernal devrait s'avérer moins grave que prévu, nous pensons que les vents contraires persisteront à l'avenir. En particulier, le durcissement des conditions monétaires se répercutera sur l'économie réelle et maintiendra la croissance économique à un niveau plus faible tout au long de 2023.

### Simulation d'un resserrement supplémentaire de la part de la BCE : scénario de hausse des taux de la BCE à 4 % et au-delà

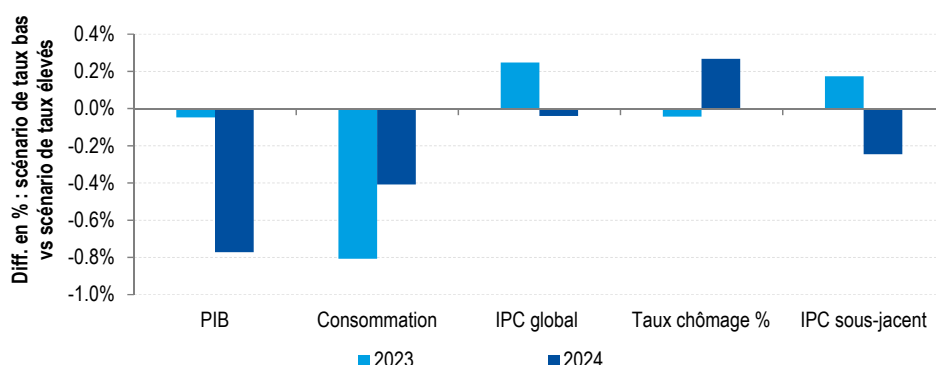
Bien que l'inflation globale ait donné des signes de modération dans la zone euro comme dans le reste du monde, l'inflation sous-jacente persiste et reste sur une tendance haussière, ce qui montre que les chocs d'offre qui ont frappé l'économie plus tôt n'ont pas encore été totalement absorbés. Cette situation nous semble jouer en faveur d'une attitude plus rigoureuse de la BCE, avec des risques de hausse des taux encore plus forte. Nous avons donc effectué une simulation des conséquences qu'auraient, sur l'inflation et la croissance économique, une hausse des taux d'intérêt et un durcissement de la politique de la BCE pendant plus longtemps.

### L'hypothèse clé est que la croissance et l'inflation se montrent plus résistantes que prévu

Pour que la BCE maintienne un taux de dépôt supérieur ou égal à 4 %, nous avons supposé des conditions économiques au S1 2023 marquées par une plus forte résilience de la croissance comme de l'inflation que ce qui était prévu dans le scénario de base du T4 2022 et du T1 2023 (où nous n'anticipons qu'une légère contraction). Dans le même temps, nous supposons que la rémunération du travail continue d'accélérer au S1, non seulement en raison des salaires négociés, mais aussi du fait d'une croissance plus rapide des salaires dans les nouvelles offres d'emploi. Cela pourrait être le résultat d'un marché du travail toujours tendu, ce qui pourrait générer, chez les responsables politiques, des inquiétudes quant aux effets de second tour et à la persistance de l'inflation.

L'inflation sous-jacente persistante conduirait alors la BCE à resserrer sa politique de manière agressive, ce qui ferait réagir les marchés. La dispersion des coûts d'emprunt pour les entreprises non financières dans les pays de la zone euro s'élargirait considérablement et les risques de fragmentation augmenteraient. À titre indicatif, le scénario pour les matières premières, le

### Impact des hausses de taux de la BCE sur l'économie



Source : Amundi Institute, analyse réalisée en décembre 2022. Le graphique ci-dessus simule deux scénarios - l'un dans lequel les taux de la BCE (dépôts) sont proches de 3-3,25 % et un autre où les taux d'intérêt sont proches de 4 % - et leurs effets sur les indicateurs économiques tels que le PIB, la consommation, l'IPC global, le taux de chômage et l'IPC sous-jacent.

## AMUNDI INSTITUTE

pétrole, le gaz, la croissance mondiale et les dépenses publiques reste inchangé par rapport au scénario central.

**Conséquences pour l'économie**

Dans ce contexte, nos simulations concluent à une faiblesse prolongée à partir du S2 2023, marqué alors par une contraction sévère, suivie d'évolutions incertaines au début de 2024. Dans l'ensemble, cela se traduit par un ralentissement de la croissance, notamment en 2024. Nous voyons un tel scénario résulter d'une combinaison des effets du resserrement de la politique monétaire, du retrait du soutien budgétaire et de la persistance des tensions sur le coût de la vie, étant donné que l'inflation sous-jacente, bien qu'en retrait par rapport aux sommets actuels, resterait assez persistante malgré le ralentissement économique. En somme, une telle évolution ressemblerait à ce qui pourrait être interprété comme une « erreur de politique » : même si le durcissement de la politique affecterait négativement le PIB, l'emploi, les revenus et les investissements, elle n'entraînerait pas de progrès significatifs dans la maîtrise de l'inflation (telle que visée par la BCE) à l'horizon des prévisions.

Vu sous un autre angle, cela équivaut à reconnaître qu'une grande partie des progrès réalisés sur le front de l'inflation cette année ne dépendront pas essentiellement de la politique monétaire, étant donné que les chocs (du côté de l'offre, c'est-à-dire les goulets d'étranglement, l'énergie) qui ont généré la poussée initiale d'inflation doivent encore être entièrement absorbés et répercutés. Aussi, nous surveillons les principaux facteurs déclencheurs et les risques : dynamique de croissance des salaires et évolution vers une indexation des salaires, persistance et étendue de l'inflation sous-jacente, résorption des goulets d'étranglement du côté de l'offre, coût de l'énergie et de l'alimentation.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Jouer les divergences, mais rester défensif



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



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

*Nos inquiétudes concernant une récession des bénéfiques aux États-Unis au S1 nous amènent à être prudents et à renforcer notre diversification*

Nous confirmons notre scénario de ralentissement économique, mais tenons compte de l'évolution du contexte mondial en matière de bénéfiques, d'inflation et de politique monétaire. **Cependant, nous observons des divergences issues de l'évolution des politiques anti-Covid et de la force relative de chaque région, dont la Chine.** Sur les marchés, le sentiment s'est amélioré ces derniers temps, mais surtout du fait de l'affaiblissement du dollar et d'une modification du rythme des relèvements des taux d'intérêt par les banques centrales. Il n'y a pas encore de signe d'amélioration des fondamentaux à l'échelle mondiale. **Par conséquent, nous restons prudents vis-à-vis des actifs risqués et recommandons aux investisseurs de tirer parti des rotations de marché.** C'est également le moment d'améliorer la diversification du portefeuille par le biais de matières premières comme le pétrole.

### Des idées à conviction forte

**Nous sommes globalement plus prudents sur les actions des marchés développés, notamment sur celles des États-Unis et du Japon.** En ce qui concerne les États-Unis, la saison des résultats devrait entraîner une révision à la baisse des prévisions de marges et de bénéfiques. Nous avons également modifié notre attitude à l'égard de l'Europe pour devenir moins défensifs, en raison de notre préférence pour le maintien d'une allocation régionale plus en phase avec notre perception des risques. Nous évaluons l'évolution des bénéfiques et des valorisations en Europe par rapport aux États-Unis. Pour le moment, nous privilégions les États-Unis par rapport à la zone euro en raison d'un risque plus élevé de chocs stagflationnistes.

Aux États-Unis, nous préférons les petites capitalisations aux grandes. Sur les marchés émergents, nous avons relevé notre opinion sur la Chine en raison de l'abandon par le pays de sa politique zéro Covid et des anticipations de flux d'investissement.

Nous maintenons une position légèrement positive sur la durée au travers des obligations du Trésor américain à 10 ans. Celles-ci devraient bénéficier du ralentissement du rythme des hausses de taux de la Fed, de la baisse de l'inflation et de la faiblesse des perspectives économiques. Les valorisations semblent également attractives. Par ailleurs, nous sommes désormais défensifs vis-à-vis des emprunts d'État japonais. Nous pensons qu'au 1er semestre la BoJ devrait renoncer à sa politique de contrôle de la courbe des taux (ce qui ferait monter les rendements) afin de juguler l'inflation élevée. Au Canada, nous maintenons notre opinion concernant la pentification de la courbe des swaps 2-10 ans. Cette courbe est l'une des plus inversées sur ce segment de maturité et présente le plus fort potentiel de pentification haussière. Plus près de chez nous, en Europe, nous restons positifs sur les *spreads* BTP-Bund à 10 ans, qui ont bien résisté. Les flux d'investisseurs étrangers sont aujourd'hui moins moteurs sur le marché italien des BTP qu'ils ne l'étaient dans le passé.

**Les risques persistent sur les marchés du crédit et nous anticipons un ralentissement de la croissance économique.** Nous pensons que les obligations IG américaines sont proches de leur juste valeur et nous sommes neutres pour l'instant. En Europe, les perspectives du HY se sont dégradées et nous sommes désormais plus prudents qu'auparavant. Le rallye est allé trop loin et les prix ne sont pas en ligne avec nos prévisions de bénéfiques et de croissance économique.

### Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions*	↘			■				
Crédit & dette des ME**	↘				■			
Duration						■		
Pétrole***	↗					■		
Or						■		

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/++/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = emprunts d'État italiens. \*Nous sommes devenus globalement plus prudents vis-à-vis des actions avec une position dans la partie inférieure du - \*\*Même si nous sommes globalement neutres vis-à-vis du crédit et des obligations émergentes, nous avons adopté une position plus prudente sur le HY Euro. \*\*\*Nous avons renforcé notre exposition au pétrole par rapport au mois dernier, mais le positionnement global reste à +.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

**Sur le marché des changes**, nous restons prudents vis-à-vis de la paire EUR/JPY, car le yen devrait bénéficier de son statut de valeur refuge et de la politique de la BoJ. Nous sommes également défensifs sur la livre sterling face au dollar et au franc suisse. La faiblesse relative de la croissance économique du Royaume-Uni pèse sur la devise cyclique du pays. Par ailleurs, la couronne norvégienne devrait continuer à bien se comporter par rapport au dollar canadien (devise cyclique). Sur les marchés émergents, la parité BRL/USD devrait bénéficier de l'évolution positive de l'économie brésilienne, de la réouverture de la Chine et d'une Fed moins agressive, mais nous surveillons de près l'évolution de la politique intérieure.

**Risques et couvertures**

**Les investisseurs devraient envisager une approche plus diversifiée par le biais du pétrole**, qui devrait bénéficier des déséquilibres structurels et constitue également une protection contre les risques de crise géopolitique impliquant l'Iran (vs les États-Unis, l'Arabie saoudite et Israël). L'or offre également une diversification et une protection face au stress en cas de récession plus marquées que prévu. En outre, nous pensons que les couvertures financières dans les segments des actions et du crédit HY doivent être maintenues afin de se protéger contre le risque d'affaiblissement des fondamentaux au premier trimestre.



MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

Le crédit en vedette, mais la qualité reste au premier plan



Amaury D'ORSAY,  
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,  
Directeur des Investissements US

Les banques centrales s'inquiètent de l'inflation, tout comme du risque de perdre leur crédibilité. Par conséquent, elles hésitent encore à effectuer un pivot accommodant. Les marchés, en revanche, s'inquiètent de l'impact de la hausse des taux sur la consommation finale, qui pourrait affecter la rentabilité et les flux de trésorerie des entreprises. **Alors que les entreprises ont assaini leurs bilans après la crise du Covid-19, elles sont désormais confrontées à une série de défis : hausse des coûts de financement, prix de l'énergie et, dans certains cas, hausse des coûts de main-d'œuvre (États-Unis).** Nous pensons que le segment investment grade est bien positionné, car les fondamentaux se sont améliorés ces dernières années. Le high yield, en revanche, est en risque, les perspectives de défaut étant susceptibles de se détériorer dans l'avenir proche. Ainsi, dans le cadre d'une approche générale vigilante, nous restons sélectifs et conservons une préférence pour le segment IG par rapport au HY. Des opportunités sont également présentes sur les marchés de la dette émergente dans un contexte de dépréciation du dollar.

Obligations mondiales et européennes

Nous restons légèrement prudents vis-à-vis de la durée (Europe core et Japon, neutre aux États-Unis), mais nous surveillons l'inflation, la politique monétaire et la dynamique de l'évolution des rendements pour procéder à d'éventuels ajustements. S'agissant de la dette périphérique, bien que notre positionnement soit proche de la neutralité, nous analysons

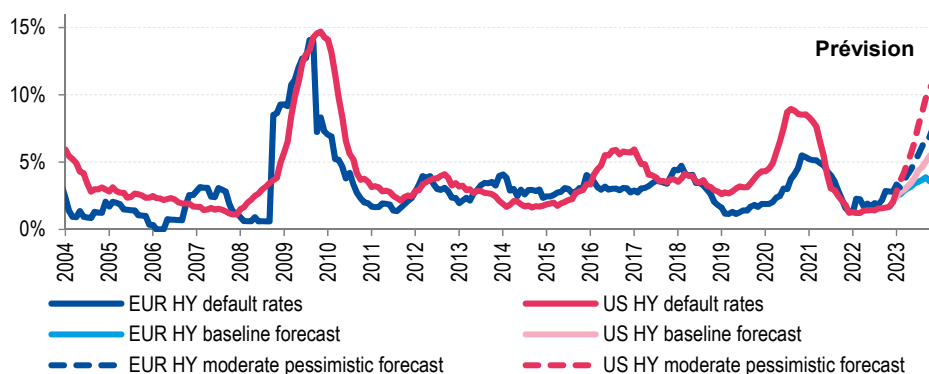
les courbes de taux dans différentes régions afin d'identifier de possibles écarts excessifs. **Le rythme de l'activité économique dans les pays développés a surpris à la hausse, ce qui est positif pour les obligations d'entreprise.** Toutefois, des questions subsistent quant au degré de cette amélioration, ce qui nous amène à surveiller la qualité du crédit et les risques de défauts. Par conséquent, nous sommes sélectifs et maintenons un positionnement légèrement constructif avec une préférence pour le segment IG par rapport au HY. Nous pensons également que les valorisations des obligations IG européennes sont attractives, mais suivons un processus de sélection rigoureux basé sur les risques idiosyncrasiques. En particulier, nous trouvons attractives les obligations financières subordonnées et les dettes garanties par l'État.

Obligations américaines

L'inflation sous-jacente américaine s'est avérée plus persistante que l'inflation générale et la croissance des salaires est également trop élevée au regard de la cible d'inflation à long terme de la Fed. **Par conséquent, la politique monétaire (y compris une « pause », le cas échéant) sera déterminée par l'évolution des marchés du travail et de l'inflation des services.** Cela nous conduit à gérer activement notre positionnement en durée, avec un biais positif à l'heure actuelle. Bien que les crédits hypothécaires d'agences offrent un potentiel attractif à long terme par rapport aux obligations d'État, nous surveillons l'impact de l'évolution des

Sur le thème de marché du « retour des obligations », misez sur le crédit IG tout en restant prudent sur le HY

Perspectives de défaut des obligations HY américaines et européennes



Source : Amundi Institute, Moody's. Données au mercredi 25 janvier 2023. Données prévisionnelles à partir de juillet 2023.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif, ECO = Europe centrale et orientale

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

valorisations et du QT sur les performances. Pour l'heure, nous restons prudents, car les *spreads* sont liés à la volatilité des taux d'intérêt. En ce qui concerne les obligations d'entreprise, nous sommes très sélectifs et pensons que les investisseurs devraient limiter leur *spread-duration*. Plus précisément, nous privilégions l'IG par rapport au HY et les financières par rapport aux industrielles. La liquidité reste un facteur important, mais les fondamentaux des émetteurs sont solides, du moins pour l'instant.

**Obligations des marchés émergents**

Même si nous restons légèrement défensifs sur la duration, nous **maintenons une perspective prudemment optimiste**. Les marchés émergents offrent un portage attractif après la flambée des rendements de l'année dernière. Les obligations en devise forte offrent des points d'entrée intéressants.

Nous apprécions notamment le Brésil et l'Afrique du Sud (exportateurs de matières premières). **Les obligations en devise locale, ainsi que les devises elles-mêmes, pourraient bénéficier du possible pic de l'USD**, tandis que nous étudions le potentiel haussier de certains pays d'Europe centrale et orientale.

**Devises**

Nous sommes désormais **neutres sur l'USD** en raison des craintes d'inversion des flux de capitaux, mais nous restons optimistes concernant le JPY et la NOK. Un dollar plus faible pourrait créer un environnement positif pour certaines devises latino-américaines, parmi lesquelles nous sommes positifs sur le MXN et le BRL. En Asie, nous apprécions l'IDR et le THB, mais sommes défensifs sur le TWD, le PHP et sur certaines devises d'Europe de l'Est.

ACTIONS

## Après le rebond, les valorisations intègrent un optimisme excessif



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



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



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

Malgré la faiblesse des estimations de croissance des bénéfices, des surprises à la baisse sont encore possibles. Par conséquent, nous sommes prudents et recherchons des marges durables

### Perspectives générales

Le double choc de la baisse du pouvoir d'achat des ménages et du ralentissement économique exerce une pression sur les bénéfiques et les marges. Leur tendance baissière devrait se poursuivre pendant un certain temps, mais est déjà intégrée dans les valorisations de nombreuses entreprises. Cela a entraîné une volatilité et une dispersion des performances, soit une configuration de marché nécessitant une sélection titre par titre. **Nous continuons donc à porter une grande attention aux valorisations et à l'identification d'entreprises capables de préserver leurs bénéfiques et peu endettées.** Celles-ci sont plus en mesure de résister à la hausse des coûts d'emprunt, voire peuvent ne pas avoir besoin de lever des capitaux. Dans l'ensemble, nous restons vigilants à l'égard des marges des entreprises, avec une préférence pour les titres sous-évalués, de qualité et à hauts dividendes.

### Actions européennes

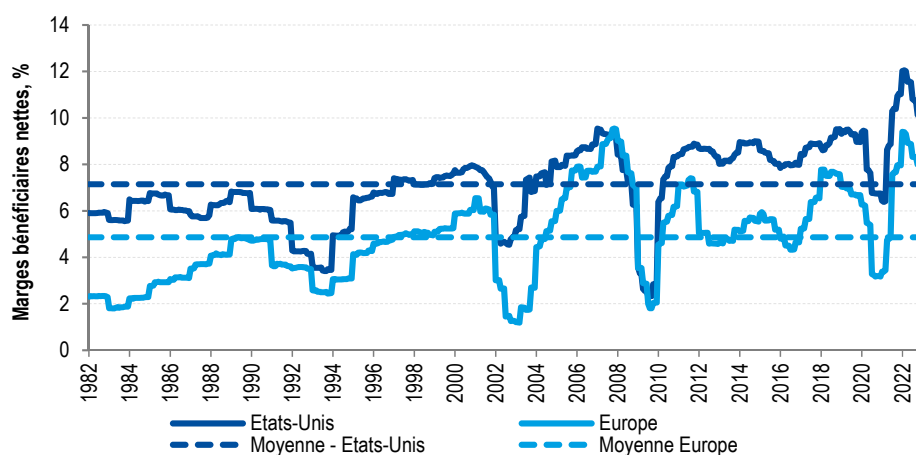
Nous conservons une approche équilibrée, combinant une préférence pour les actions de haute qualité et sous-évaluées. Nous privilégions notamment les valeurs cycliques (industrie), mais ne sommes pas tentés de relever notre opinion après le récent rebond. Cependant, le problème du sous-investissement dans la fourniture d'énergie persiste, ce qui nous conduit à nous intéresser à ce secteur. Dans le secteur financier, les marges d'intérêt et les bénéfices devraient être dopés par la hausse des taux. Nous privilégions les banques de détail compte

tenu de la solidité de leurs bilans et de leurs valorisations. À l'autre extrémité du spectre, certaines valeurs défensives semblent bon marché. **Nous sommes attentifs non seulement à la qualité des bénéfiques de chaque entreprise, mais aussi à la façon dont nos portefeuilles peuvent maintenir une exposition diversifiée aux marchés de la consommation.** Dans le secteur des biens de consommation de base, nous privilégions les entreprises dont le pouvoir de fixation des prix permet de répercuter sur les clients la hausse des coûts des intrants sans affecter les ventes. Dans la plupart des cas, les bilans de ces entreprises ont un caractère protecteur en période de hausse des taux. À l'inverse, nous sommes prudents sur les secteurs des services aux collectivités et de la technologie.

### Actions américaines

Les prévisions de bénéfices actuelles ne reflètent pas entièrement le ralentissement économique à venir, même si nous observons d'importantes anomalies de valorisation. Ceci, conjugué aux effets négatifs probables de la hausse du dollar l'an dernier sur les résultats des entreprises au T1 et au T2, et à partir de marges bénéficiaires à des niveaux records, nous incite à être **très sélectifs et prudents à l'égard des méga-capitalisations.** En revanche, nous nous interrogeons quant aux secteurs qui pourraient tirer leur épingle du jeu (au-delà de l'énergie et des banques) une fois que l'environnement se sera amélioré, et quant au timing cette amélioration. Le fait de se repositionner trop tôt ou trop tard pourrait peser sur les performances. Par conséquent, nous restons

### Les marges ont baissé, mais restent supérieures à leurs moyennes de long terme



Source : Amundi Institute, DataStream, janvier 2023 Les marchés américains et européens sont représentés par les indices DataStream ci-dessus.

## ACTIONS

actifs et n'évoluons que progressivement en cherchant les entreprises susceptibles d'enregistrer une croissance de leurs bénéfices malgré un ralentissement de l'économie. Nous sommes positifs sur les banques, mais le risque de crédit reste un paramètre clé pour nous. Du point de vue des styles, nous **recherchons la qualité et les actions sous-évaluées, mais notons que les valeurs cycliques deviennent moins attractives après les récents rebonds. Nous évitons les valeurs de croissance non rentables et les actions sous-évaluées en détresse** et pensons que les secteurs des biens de consommation de base, des services aux collectivités et de l'immobilier ne sont pas attractifs.

## Actions émergentes

Les actions émergentes sont soutenues par une réouverture plus précoce que prévu de la Chine, ainsi que par des valorisations et des prévisions de bénéfices attractives. Toutefois, nous restons sélectifs compte tenu des tensions géopolitiques (guerre ukrainienne, Chine/Taiwan) et des faibles perspectives de croissance de certains pays. Nous devenons **constructifs à l'égard de la Chine** pour tirer parti du rebond induit par l'évolution de la politique anti-Covid et maintenons notre opinion positive sur le Brésil. Sur un plan sectoriel, nous sommes constructifs sur la consommation discrétionnaire et l'immobilier. Nous préférons également l'énergie aux matériaux, mais restons prudents sur les valeurs de la santé et des semi-conducteurs.



LE THÈME DU MOIS

## Quelles pourraient être les causes et les conséquences d'une baisse plus rapide que prévu de l'inflation ?



**Mahmood PRADHAN,**  
Responsable macroéconomie,  
Amundi Institute



**Annalisa USARDI, CFA**  
Économiste senior, Amundi Institute

**L'inflation élevée n'a pas déclenché de boucle prix-salaires dans les économies avancées. Le resserrement monétaire a permis de contenir les anticipations d'inflation et la poursuite de cette politique rigoureuse fera baisser l'inflation, peut-être même plus rapidement que prévu.**

Il existe aujourd'hui un large consensus pour considérer que le rythme de progression des indices généraux d'inflation a atteint un pic et devrait suivre une trajectoire descendante, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. En revanche, l'inflation sous-jacente reste trop élevée pour que les banques centrales s'en accommodent, notamment en Europe, où elle continue d'augmenter. Notre scénario central prévoit que la Fed et la BCE poursuivront le resserrement jusqu'au second semestre 2023 et qu'elles maintiendront une politique monétaire restrictive. Le soutien budgétaire devant également s'atténuer progressivement, doit-on s'attendre à une diminution des pressions inflationnistes au second semestre 2023 et à un recul plus rapide de l'inflation ? Nous examinons ici certains des facteurs qui pourraient entraîner une baisse de l'inflation plus rapidement que prévu par notre scénario central.

Aux États-Unis, notre scénario central d'une inflation générale à 4,3 % est légèrement plus positif que les prévisions officielles (le point médian du *dot plot* de la Fed), car nous tablons sur une croissance plus modérée pour 2023 et 2024, avec une probabilité relativement élevée (40 %) de récession au second semestre 2023. Parmi les principales composantes, les prix des biens diminuent à un rythme plus rapide que ce que nous avons prévu, tandis que l'inflation des services et du logement ne

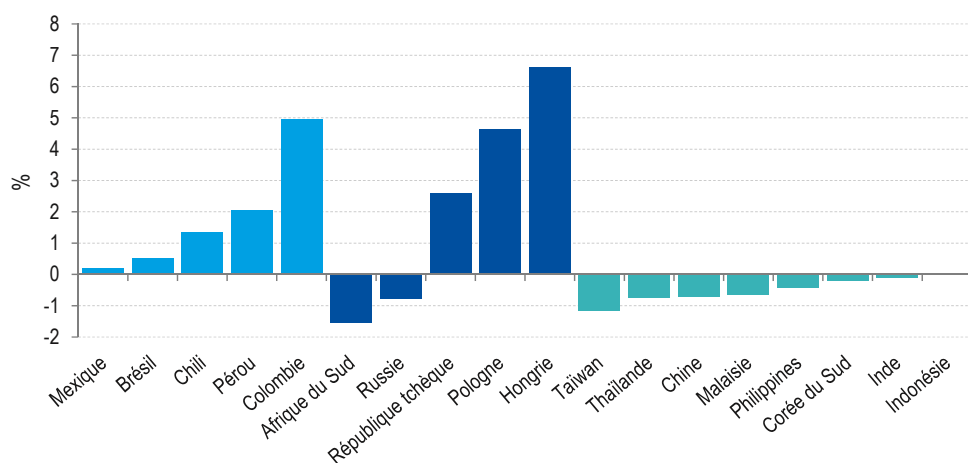
diminuera que progressivement, maintenant l'inflation sous-jacente à un niveau obstinément élevé pendant un certain temps encore. Cela dit, l'indice général et l'indice sous-jacent se sont tous deux retournés de façon décisive.

En Europe, nous nous attendons à ce que la baisse des prix de l'énergie continue à exercer une forte pression baissière sur l'inflation générale, tandis que l'inflation sous-jacente restera élevée, ne diminuant que très progressivement pour atteindre un peu moins de 4 % à la fin de cette année. Ceci reflète notre prévision d'une hausse de la masse salariale globale (rémunération du travail) qui restera modérée, soit environ 3,5 % cette année et l'année prochaine. Par conséquent, à court terme, les autorités monétaires n'envisageront des pauses qu'avec la plus grande prudence tant que l'inflation sous-jacente ne sera pas clairement engagée sur une trajectoire baissière.

Dans les économies émergentes, l'inflation a également atteint un pic, mais à partir de niveaux très élevés et avec de fortes disparités entre les pays. De manière générale, la réouverture de la Chine devrait réduire l'inflation dans ces pays à mesure que les chaînes d'approvisionnement se normaliseront, même si cet effet sera atténué par les pressions haussières générées sur les matières premières.

*Le soutien budgétaire devrait s'atténuer, ce qui pourrait entraîner une diminution des pressions inflationnistes au second semestre de 2023 et un recul plus rapide de l'inflation*

### 1/ T4 2023 Variations des anticipations d'inflation par rapport à la borne haute de la cible des BC



Source : CEIC, Bloomberg et Amundi Institute. Données au 24 janvier 2023.

LE THÈME DU MOIS

Un scénario de baisse proportionnelle de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente serait très positif pour la plupart des classes d'actifs

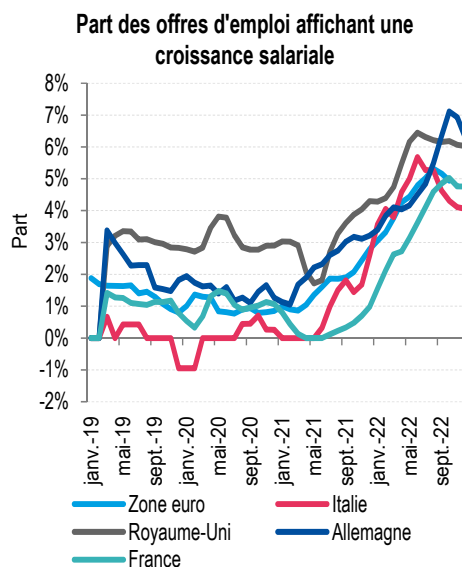
Quelles pourraient être les causes d'un repli plus rapide que prévu de l'inflation ?

- Risque de boucle prix-salaires plus faible que d'habitude.** Au cours de nombreuses phases passées de hausse de l'inflation, la croissance des salaires n'a pas accéléré lorsque les salaires réels étaient en baisse et que les anticipations d'inflation restaient ancrées du fait du resserrement monétaire. Une étude récente du FMI confirme cette configuration lors de 22 périodes similaires de hausse de l'inflation dans les économies avancées. L'épisode actuel d'inflation élevée, qui ne provient pas des marchés de l'emploi, présente de telles caractéristiques, tant en Europe qu'aux États-Unis — des salaires réels en baisse malgré une progression des salaires nominaux, avec une politique monétaire qui devrait rester restrictive. Aux États-Unis, où les tensions sur le marché du travail ont été plus fortes, le salaire moyen est déjà en train de décélérer et les employeurs semblent proposer désormais des augmentations de salaire plus faibles sur les offres d'emploi publiées (comparées avec la croissance du salaire médian des postes déjà pourvus).
- Les conditions financières vont se durcir.** Malgré un resserrement monétaire déjà conséquent, les conditions financières se sont récemment détendues, les marchés étant rassurés par la résilience de la croissance. Toutefois, au vu des délais habituels avec lesquels les politiques monétaires exercent leurs effets, l'action

des banques centrales finira par se faire sentir, les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages ayant déjà considérablement augmenté. Par ailleurs, compte tenu du fait qu'il y a peu de chances que la demande bénéficie d'un soutien budgétaire durable, la politique macroéconomique ne devrait pas, d'une façon générale, aggraver les pressions inflationnistes. Même en Europe, les gouvernements devraient avoir du mal à maintenir les niveaux actuels de prise en charge de la hausse des factures énergétiques.

- La réouverture de la Chine atténuera les pressions inflationnistes.** La normalisation progressive de l'activité économique chinoise soulagera les chaînes d'approvisionnement et réduira les pressions inflationnistes au niveau mondial. Cet effet devrait plus que compenser celui de la hausse de la demande intérieure en Chine qui affectera largement la consommation, générant une demande mondiale nettement plus élevée de matières premières (à l'exception de certaines matières premières industrielles). De plus, toute hausse significative de l'inflation en Chine pourrait entraîner un resserrement monétaire.
- Des perspectives de croissance encore faibles.** La croissance aux États-Unis et en Europe devrait rester très modérée (bien en dessous du potentiel) cette année et l'année prochaine, avec une

2/ Croissance des salaires : zone euro vs États-Unis



Source : Amundi Institute, Datastream. Données au 25 janvier 2023.

## LE THÈME DU MOIS

probabilité importante de récession de part et d'autre de l'Atlantique. Les marges de manœuvre budgétaires et

monétaires étant très réduites, une période de faiblesse prolongée devrait peser sur l'inflation.

**Et si l'inflation baissait bien plus vite que prévu ?**

En ce qui concerne les prix des actifs, le scénario le plus favorable serait une baisse proportionnelle des indices généraux et sous-jacents d'inflation sous l'effet d'une modération des coûts salariaux, d'une baisse durable des prix de l'énergie et des effets différés du durcissement monétaire déjà engagé. Une telle évolution serait très positive pour la plupart des classes d'actifs — et permettrait un « bon » atterrissage en douceur. En revanche, si l'inflation sous-jacente se révèle persistante (alors que l'inflation générale continue de baisser), les banques centrales se trouveront dans une situation délicate. Elles continueront de s'inquiéter de l'accélération probable des salaires et des anticipations d'inflation. Une attitude moins patiente des banques centrales

augmenterait les risques d'atterrissage plus brutal, ce qui déprimerait les marchés d'actions et entraînerait un aplatissement baissier des marchés obligataires.

Cependant, une baisse plus rapide de l'inflation pourrait être un bienfait mitigé. Si l'inflation chute en raison d'une baisse plus importante que prévu de la croissance, les risques de récession plus marquée et de faiblesse prolongée seraient importants, d'autant plus que, cette fois-ci, la marge de réponse monétaire et budgétaire est faible. Au-delà des actifs obligataires, la plupart des classes d'actifs seraient soumises à une pression prolongée.

*Achévé de rédiger le 2 février 2023*

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

### Mise à jour mensuelle







Nous avons revu les probabilités de nos scénarios alternatifs. Certains des facteurs de risque que nous identifions peuvent se concrétiser dans le cadre de notre scénario central, qui n'est probablement pas encore totalement intégré par les marchés, notamment par les marchés d'actions. Les risques restent selon nous orientés à la baisse à court terme, mais il faudrait une combinaison peu probable de plusieurs facteurs de risque pour déclencher le scénario baissier à l'horizon de 12-18 mois. À cet horizon, nous pensons qu'un scénario de baisse rapide de l'inflation est désormais davantage susceptible de se concrétiser. En effet, plusieurs facteurs de nature différente peuvent pousser les prix à la baisse : la détente des prix du gaz, le resserrement combiné des politiques monétaires mondiales (qui a un impact différé), la normalisation des chaînes de valeur mondiales due à la réouverture de la Chine...

#### SCÉNARIO BAISSIER

10 %

#### Récession dans les pays développés

##### Analyse

-  Aggravation/expansion de la **guerre en Ukraine**.
-  Aggravation de la crise énergétique et **profonde récession en Europe**, couplée à une récession aux États-Unis.
-  **Retour en force du Covid-19**.
-   **Désancrage des anticipations d'inflation.**
-  **Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques.**
-  **Report des mesures de transition climatique.**

#### SCÉNARIO CENTRAL

70 %

#### Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes et persistantes

##### Analyse

-  **Enlèvement dans la guerre en Ukraine.** Nous tablons sur un cessez-le-feu en fin d'année. Mais d'ici là, la situation va vraisemblablement continuer de se détériorer.
-  **La crise énergétique va durer.** Les prix du gaz devraient remonter au cours de la phase de reconstitution des stocks.
-  **Le Covid-19** devient endémique.
-  **Inflation sous-jacente persistante.** L'inflation ne parvient pas à revenir dans la fourchette cible de la Fed et de la BCE avant 2024.
-  **Ralentissement économique mondial en 2023 mais avec des divergences croissantes:** croissance anémique en Europe, augmentation du risque de récession aux États-Unis et rebond en Chine dû à la réouverture de l'économie. Croissance inférieure à son potentiel en 2024 dans la plupart des économies avancées.
-  **La croissance du PIB nominal mondial** atténue l'impact du ralentissement économique sur les bénéfices.
-  **Divergences entre BC:** la Fed et la BCE arrêteront de relever les taux d'ici la mi-2023; la PBoC conserve un biais accommodant.
-  **En Europe, politiques budgétaires** non coordonnées et mal ciblées, mais bonne avancée des Européens dans l'élaboration d'un plan destiné à riposter à la loi américaine sur la réduction de l'inflation (IRA). L'impulsion budgétaire aux États-Unis devrait être neutre en 2023-2024.
-  **Le changement climatique** renforce la dynamique stagflationniste.
-  **Le risque climatique** freine la croissance.

#### SCÉNARIO HAUSSIER

20 %

#### Chute de l'inflation

##### Analyse

-  **Cessez-le-feu en Ukraine** en vue.
-  **La Russie reprend partiellement ses exportations de gaz vers l'Europe**, le marché des matières premières se normalise.
-  **L'inflation et l'inflation sous-jacente retombent rapidement.**
-  **Les craintes de récession mondiale se dissipent** et l'inflation revient à un niveau plus conforme, ce qui allège la pression sur les BC.
-  **Pas de reprise en V**, mais une baisse de l'incertitude et une confiance accrue pourraient encore nourrir la demande intérieure.
-  Les politiques de **lutte contre le changement climatique** et les transitions énergétiques sont des priorités absolues.



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

**SCÉNARIO BAISSIER**  
**10 %**

**Récession dans les pays développés**

**Répercussions sur les marchés**

- Privilégier le monétaire l'USD et les titres du Trésor américain
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum
- Or

**SCÉNARIO CENTRAL**  
**70 %**

**Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes et persistantes**

**Répercussions sur les marchés**

- Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification limitée de la courbe de rendement des taux, les emprunts d'État retrouvent leur fonction de couverture contre une récession plus profonde
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

**SCÉNARIO HAUSSIER**  
**20 %**

**Chute de l'inflation**

**Répercussions sur les marchés**

- Pentification baissière de la courbe des titres du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Dépréciation du dollar américain.
- Appétence pour accroître l'exposition à la dette locale émergente

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Les risques demeurent présents sur tous les fronts, mais avec un peu moins d'intensité en ce début d'année 2023. Nous avons donc abaissé les probabilités des risques économiques et financiers de 25 à 20 %. Les fondamentaux économiques se sont détériorés à l'échelle mondiale, ce qui est pris en compte dans le scénario central, mais n'est pas encore totalement intégré dans les marchés d'actions. L'évolution de la guerre en Ukraine et ses implications potentielles peuvent faire basculer le scénario dans l'une ou l'autre direction ; les risques sont orientés à la baisse à court terme, mais un cessez-le-feu en fin d'année reste néanmoins l'hypothèse qui est relativement la plus vraisemblable. A noter, nous considérons les risques liés au Covid-19 comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont répartis en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés entre eux.

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 20 %

- **Récession mondiale** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et de la chute du pouvoir d'achat
- **Grave crise énergétique en Europe**, entraînant une **profonde récession** (choc de confiance)
- **Crise économique en Europe de l'Est** en conséquence de l'effondrement de l'économie russe, de la hausse des prix de l'énergie, de l'inflation incontrôlée et d'une crise migratoire
- **Les banques centrales continuent de relever les taux d'intérêt**, donnant la priorité à la lutte contre l'inflation
- **Récession mondiale des bénéficiaires** déclenchée par le ralentissement mondial conjugué à des pressions persistantes sur le coût des intrants
- **Fin de la grande coïncidence** : avec les pressions stagflationnistes, les objectifs des BC et des gouvernements ne sont plus totalement alignés. Il en résulte une réduction de la marge de manœuvre pour les politiques budgétaires contracycliques
- **Europe** : incohérence du policy mix (politique budgétaire accommodante associée à une politique monétaire restrictive)
- **Pandémie**
  - Apparition de variants plus dangereux et résistants aux vaccins
  - Reconfinements et restrictions de déplacement
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance et d'équilibre social

#### RISQUE FINANCIER 20 %

- **Plafond de la dette américaine**
  - Les républicains et les démocrates ne parviennent pas à un compromis : le risque d'un défaut de paiement des États-Unis provoque de graves turbulences et possiblement une crise financière sévère.
- **Crise de la dette souveraine**
  - Une guerre prolongée en Ukraine mettrait à mal les finances publiques vulnérables des économies développées dont les ratios de dette publique atteignent déjà des niveaux records
  - La perte d'ancrage des anticipations d'inflation pourrait entraîner un durcissement plus marqué des politiques monétaires et une dislocation des marchés obligataires
  - La plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note et à une hausse des taux d'intérêt
  - Les marchés émergents fragiles pourraient être confrontés à une crise de la balance des paiements et à une hausse du risque de défaut
- **Hausse du risque d'insolvabilité des entreprises**, dans un contexte de détérioration des fondamentaux, d'incertitude croissante et de pression sur les marges des entreprises (coût élevé des intrants, doubles commandes entraînant des avertissements sur résultats)
- **Écoblanchiment généralisé et bulle de l'investissement ESG** compromettent le financement de la transition énergétique

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 25 %

- **Guerre en Ukraine** :
  - **Les risques sont orientés à la baisse. Il existe une probabilité de 60 % d'une évolution négative de la guerre, avec une probabilité de 25 % de confrontation directe avec l'Occident.** Ce risque s'accroît chaque fois que la Russie subit des défaites militaires.
  - Malgré notre anticipation d'une aggravation du conflit dans les mois qui viennent, **notre scénario de base table sur une fin des hostilités en 2023** (probablement au S2) avec une probabilité de **35 %**.
- Après les élections de mi-mandat, **les États-Unis se concentreront sur les batailles politiques intérieures, qui accentueront les tensions avec la Chine**, les républicains et les démocrates étant partisans de l'adoption d'une ligne dure, **ce qui contribuera à accroître le risque lié à « Taïwan » en 2023.**
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix de produits alimentaires et de l'énergie entraînant une vague de troubles sociaux.
- Regain d'inquiétude et nouvelles sanctions liés aux **programmes nucléaires** de l'Iran et de la Corée.
- Hausse du risque de **cyberattaques ou de violations de données** perturbant les systèmes informatiques dans les domaines de la sécurité, de l'énergie et des services de santé, la Russie cherchant à saper le soutien de l'Occident en faveur de l'Ukraine.

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

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

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

- Actifs risqués, AUD, CAD et NZD, dette émergente en devise locale

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Crédit et actions, EMBI

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

Mise à jour mensuelle : l'indicateur tricolore des facteurs techniques est passé du rouge au vert et celui du sentiment du rouge à l'orange.



### CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La dynamique économique marque globalement le pas en raison de la persistance des pressions inflationnistes élevées. Les risques de récession aux États-Unis au second semestre 2023 restent importants. En Europe, les perspectives se sont quelque peu améliorées, même si nous continuons à prévoir une croissance du PIB faible ou en contraction durant l'hiver et une croissance inférieure au potentiel au second semestre.
- L'inflation globale a probablement atteint son pic aux États-Unis et dans la zone euro. En revanche, les choses ne sont pas encore claires pour l'inflation sous-jacente, notamment en Europe. De manière générale, nous nous attendons à ce que l'inflation sous-jacente, tant aux États-Unis qu'en Europe, affiche un niveau de persistance plus élevé que l'inflation globale, qui a amorcé un net mouvement baissier, les effets de base contribuant à freiner l'inflation énergétique. Cette persistance de l'inflation sous-jacente sera un déterminant important des choix de politique monétaire.
- Les tensions prolongées sur le front géopolitique et le bras de fer entre les politiques de soutien budgétaire et de durcissement monétaire contribuent à rendre incertaine l'issue économique finale, exacerbant de ce fait la volatilité des données.

### FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les actions paraissent moins chères après le récent repli, mais nous ne voyons aucun catalyseur majeur susceptible de créer des points d'entrée au cours des prochaines semaines.
- Les multiples des actions semblent davantage en phase avec l'environnement inflationniste actuel et les politiques monétaires restrictives, mais n'intègrent pas complètement le risque de récession des bénéfices. En termes relatifs, compte tenu des taux élevés, les fondamentaux ne jouent pas en faveur des actifs risqués.
- Les fondamentaux ont continué à se détériorer et une récession des bénéfices est également le scénario central pour le premier semestre 2023.



### FACTEURS TECHNIQUES

- Les facteurs techniques restent mitigés en janvier 2023. L'ensemble des actifs, à quelques rares exceptions près, a enregistré une forte reprise au début de 2023. Les indicateurs de suivi de tendance continuent de faire apparaître une asymétrie positive pour tous les actifs, avec une préférence pour les produits de durée (crédit et obligations d'État) par rapport aux actions. D'autre part, la plupart des indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant) font état d'une certaine complaisance de la part des marchés. Les indicateurs RSI sont de retour aux limites supérieures de leur fourchette (signalant que les marchés sont globalement en passe d'être surachetés) et le positionnement appuie ce signal (il n'y a pas eu de capitulation dans le positionnement en 2022 et les actions avaient été renforcées durant le premier mois de 2022).

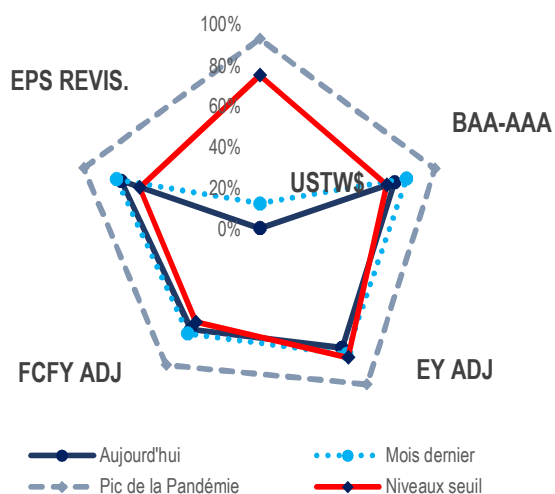
### SENTIMENT

- Les trois surprises baissières consécutives causées par l'inflation ont entraîné une forte réinitialisation de la volatilité des taux depuis le T4 2022, ce qui a facilité les conditions financières et amélioré les indicateurs de confiance des marchés. Le climat de confiance s'est fortement amélioré depuis l'année dernière et le dollar a été l'un des principaux moteurs ces derniers temps (le signal d'aversion au risque de notre modèle CAST a fortement baissé en réaction à cela, malgré les révisions des BPA et la prime de risque de crédit qui restent au-dessus du seuil d'alerte). Les conditions financières se sont assouplies, mais restent à un niveau historiquement élevé. La concentration du risque de marché s'accroît et incite à la prudence (la plupart des actifs rebondissent en tandem, alors que le risque systémique augmente). Cela laisse notre indicateur de sentiment en zone neutre-positive en janvier 2023.

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

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

- La correction de l'USD est un facteur de soutien important depuis novembre 2022, ce qui se traduit par un signal d'aversion au risque faible du modèle CAST. Ce message est confirmé en janvier 2023.



Source : Amundi Institute, Données au 24 janvier 2023

La perception du risque du modèle CAST s'est fortement améliorée depuis novembre 2022, la correction du taux de change effectif du dollar américain ayant plus que compensé la contribution négative des autres catégories de signaux. Les révisions des BPA et les primes de risque de crédit s'améliorent depuis le quatrième trimestre 2022, mais restent au-dessus du seuil d'alerte.

**Méthodologie :** Nous tenons compte de cinq variables appelées « sentinelles » : le taux de change du dollar américain pondéré des échanges commerciaux, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le risque lié au rendement ajusté des bénéfices et le risque de rendement ajusté des flux de trésorerie. Ces sentinelles servent à repositionner notre allocation d'actifs 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 sentinelles, 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 Et si l'inflation baissait bien plus vite que prévu ?**

- Nous envisageons différentes issues en fonction de la cause d'une telle baisse.
- Une baisse de 2 % plus rapide que notre projection actuelle pour 2023 — tant aux États-Unis que dans la zone euro — pourrait donner lieu à un scénario plus favorable pour les actifs risqués si l'inflation sous-jacente baisse au même rythme et si cette surprise positive sur les prix ne résulte pas d'une croissance plus faible que prévu.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Maintien d'une position cross asset défensive, avec une sous-pondération des actions et une surpondération du HY.
- Nous avons revu la dette souveraine à la baisse, mais celle-ci reste surpondérée.
- Passage à neutre sur l'IG.

**2 Et si le taux final de la BCE se fixait à 4 % ?**

- Un taux final plus élevé de la BCE entraînerait des coûts plus élevés sur le front de la croissance avec peu d'avantages sur celui de l'inflation.
- Si l'inflation s'avère plus forte que prévu au premier semestre 2023, la BCE se montrera plus restrictive que ce qui est anticipé actuellement et pourrait faire passer les taux à 4 %.
- Cela devrait entraîner une contraction prolongée au second semestre et une croissance globalement bien plus faible en 2024, en raison du resserrement monétaire et de la question du coût de la vie, tandis que de manière générale, l'inflation sous-jacente persisterait.

**Conséquences en matière d'investissement**

- L'euro devrait se révéler plus fort que prévu face au dollar.

**3 Retombées du resserrement quantitatif et des tendances de l'offre sur les taux souverains en euros**

- Cette année, les émissions nettes en euros sont appelées à fortement augmenter : les émissions nettes de l'UEM-10 devraient atteindre 420 milliards d'euros, celles de l'UE 150 milliards et celles des pays « core » et « semi-core » 300 milliards d'euros contre 226 milliards.
- Cela signifie qu'un total de 720 milliards d'euros devra être absorbé par les marchés cette année, l'offre provenant à la fois des pays « core » et « semi-core », tandis que l'offre des pays périphériques devrait diminuer de 140 à 120 milliards d'euros au total.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Positionnement court sur la durée en euro.
- Position prudente sur les *spreads* périphériques.

**4 Tendances budgétaires dans la zone euro**

- La hausse des taux d'emprunt ne constitue pas une menace immédiate pour la soutenabilité de la dette publique.
- La dette publique des pays de la zone euro reste sur une trajectoire saine à court terme, grâce au différentiel encore favorable entre taux d'intérêt et croissance du PIB.
- Toutefois, à long terme, un retour à la discipline budgétaire est indispensable pour assurer la soutenabilité de la dette. Les budgets 2024-2025 seront déterminants à cet égard.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Rester court sur la durée en euro.
- Position prudente sur les *spreads* périphériques.

**5 Premiers retours sur la saison des résultats**

- Les premiers résultats américains ont été positifs jusqu'à présent, dépassant les attentes d'environ 5 %.
- Les BPA du S&P 500 pour le T4 2022 devraient être négatifs pour la première fois depuis le T3 2020, avec une baisse de -1,6 %, ce qui porterait les bénéfices de 2022 à +4,5 % à la fin de l'année. Les matériaux et les services de communication devraient être les plus mauvais secteurs.
- Les BPA du Stoxx 600 sont attendus à 14,5 % pour le T4 et à 19,9 % pour l'exercice 2022.
- De manière générale, les attentes de croissance des BPA du S & P 500 pour 2023 sont les plus basses jamais enregistrées (3,2 %) et en Europe, elles sont proches de zéro (0,6 %).

**Conséquences en matière d'investissement**

- Les actions américaines sont passées de neutres à sous-pondérées par rapport au reste du monde, principalement en raison du critère croissance vs value.

## POINTS CLÉS

### **6** Perspectives pour les marchés primaires du crédit

- Nous nous attendons à ce que les hausses de taux aient peu d'impact sur les marchés primaires du crédit, car les faibles besoins de refinancement et l'utilisation élevée des liquidités ont jusqu'à présent amorti les retombées du resserrement monétaire.
- Toutefois, la hausse des coûts de financement et le ralentissement de la croissance devraient commencer à affecter les émetteurs à haut rendement les moins bien notés en 2023.

#### **Conséquences en matière d'investissement**

- Position longue sur le crédit : nous maintenons notre préférence pour l'Europe par rapport aux États-Unis et pour l'IG par rapport au HY.

**ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI**

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	-/=	▼	La décélération de la croissance à court terme et son impact ultérieur sur les bénéfices et les marges, aujourd'hui très élevés, nous incitent à être très vigilants. Dans ce contexte, nous sommes très sélectifs, en nous concentrant sur les actions sous-évaluées, les dividendes et les titres de qualité, car les valorisations sont globalement en décalage avec les perspectives de bénéfices.
	Actions US Value	+		Nous continuons à observer une dispersion des valorisations entre les actions sous-évaluées et les valeurs de croissance, qui devrait jouer en faveur de la performance des premières. Toutefois, nous préférons combiner les actions sous-évaluées et les titres de qualité compte tenu du contexte de ralentissement de la croissance économique.
	Actions US Croissance	--	▼	Les valeurs de croissance et les méga-capitalisations chères affichent des valorisations qui contrastent avec le reste du marché et nous continuons à éviter ces segments. La hausse des taux directeurs et le ralentissement de l'inflation entraînent une hausse des taux réels, ce qui est négatif pour les valorisations des valeurs de croissance à durée plus longue.
	Europe	-/=	▲	Les crises de l'énergie et du coût de la vie déterminent largement les perspectives des actions européennes, car elles affectent directement la consommation finale et, partant, les bénéfices des entreprises. Malgré la baisse des prix du gaz et des valorisations attractives par rapport au passé, nous restons prudents en raison des inquiétudes sur les bénéfices et privilégions les entreprises présentant des bilans solides.
	Japon	-/=	▼	Nous pensons que la Banque du Japon devrait mettre fin à sa politique de taux négatifs, ce qui pourrait exercer des pressions haussières sur le yen et peser sur les exportations japonaises. Toutefois, la réouverture de la Chine devrait avoir un impact positif et nous préférons rester équilibrés.
	Chine	+	▲	La poursuite de la réouverture de l'économie devrait doper l'activité, tout comme l'environnement politique plus accommodant pour les entreprises du commerce en ligne. Nous restons légèrement optimistes et sélectifs (compte tenu des risques géopolitiques liés aux relations avec les États-Unis et Taïwan), et recherchons des thèses d'investissement à long terme susceptibles de générer des performances durables.
	Marchés émergents hors Chine	=		Les marchés émergents devraient bénéficier d'une amélioration des valorisations et des perspectives de bénéfices, en particulier dans les pays aux finances solides. Toutefois, compte tenu de certains risques géopolitiques, nous pensons que le besoin de sélection est élevé. Dans ce contexte, nous sommes optimistes à l'égard du Brésil, tout en restant vigilants vis-à-vis des politiques du président Lula. Nous continuons de privilégier les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		La Fed reste préoccupée par l'inflation et ne veut pas que le marché interprète le ralentissement des hausses de taux comme un manque de détermination. En parallèle, les perspectives de croissance économique sont modérées. Nous conservons donc une position active sur la durée. Les TIPS semblent raisonnablement valorisés, en particulier sur les maturités intermédiaires.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous percevons un portage attractif et des bilans solides dans ce segment, mais nous ne pouvons exclure la possibilité d'une erreur politique qui pourrait causer un ralentissement plus marqué, ce qui pourrait finir par affecter les <i>spreads</i> . Par conséquent, nous restons très sélectifs et privilégions les valeurs financières par rapport à celles des secteurs non financiers ainsi que des valeurs connaissant des situations particulières.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Nous restons vigilants sur la liquidité et les perspectives de défaut qui devraient s'accroître cette année par rapport à l'année dernière. Cette situation, conjuguée à l'augmentation des coûts de financement et de main-d'œuvre à l'avenir et à la faiblesse de la croissance, nous incite à la prudence vis-à-vis du haut rendement.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	-/=	▼	La BCE reste sur une trajectoire régulière de relèvement des taux, la maîtrise de l'inflation restant sa priorité, ce qui l'amène à maintenir les taux en territoire restrictif (et à entamer bientôt un resserrement quantitatif). Par conséquent, nous restons légèrement prudents, mais nous gérons activement cette position à mesure que nous évaluons la trajectoire de croissance économique de la région.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Les valorisations sont attractives dans le segment IG européen, mais les tensions géopolitiques et la crise de l'énergie présentent des risques majeurs. Nous surveillons la manière dont les entreprises gèrent le ralentissement économique, leurs besoins de refinancement et l'évolution des risques de liquidité.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Nous anticipons une hausse de la volatilité des <i>spreads</i> en raison des inquiétudes concernant les taux de défaut et les flux de trésorerie, et du risque de détérioration des indicateurs opérationnels face à la hausse des coûts de financement. Nous restons donc défensifs.
	Govies Chine	=		La dette chinoise offre de solides avantages en termes de diversification pour les investisseurs internationaux, mais nous continuons de surveiller l'attitude légèrement accommodante de la Banque populaire de Chine dans un contexte de réouverture de l'économie.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La hausse des rendements mondiaux a renforcé l'attrait du portage sur la dette émergente, où les perspectives sont légèrement positives et où les valorisations des émissions en devises fortes sont attractives. Nous restons sélectifs concernant des pays comme le Brésil et surveillons les risques économiques et politiques propres à chaque pays, surtout s'ils ont connu des manifestations violentes ces derniers temps.
	Émergents Dette en devise locale	=		Nous sommes proches de la neutralité sur les devises émergentes, mais nous pensons que la classe d'actifs pourrait bénéficier d'un affaiblissement du dollar et d'une Fed moins agressive. En ce qui concerne les émissions en devise locale, nous voyons un potentiel d'amélioration de l'environnement cette année (par rapport à l'année dernière), mais pour l'instant, nous restons sélectifs et recherchons des opportunités dans les pays d'Europe centrale et orientale comme la Roumanie.
AUTRES	Matières premières			Les cours de l'or devraient selon nous augmenter, car la Fed ralentit ses hausses de taux et les marchés se concentrent désormais davantage sur la baisse de la croissance économique que sur la hausse des taux directeurs. Nous avons révisé notre objectif à 12 mois de 1 900 à 2 000 dollars l'once. Les cours du pétrole devraient être soutenus par la discipline de production de l'OPEP+ et ses faibles capacités inutilisées, ainsi que par la demande chinoise. En ce qui concerne les métaux de base, l'actualité positive liée à la réouverture de la Chine est déjà intégrée dans les cours et nous pourrions assister à un léger repli à court terme, mais les perspectives à long terme demeurent.
	Devises			La perspective d'un ralentissement des hausses de taux de la Fed (principal soutien au dollar), la croissance économique légèrement résiliente en dehors des États-Unis et l'activité économique intérieure plus faible que prévu nous rendent moins optimistes à l'égard du dollar.

### LÉGENDE



Source : Amundi, au lundi 30 janvier 2023, 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= obligations d'entreprises de qualité investissement (investment grade). HY= obligations d'entreprises à haut rendement (high yield). WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 03/02/2023					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Monde</b>	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2
<b>Pays développés</b>	2,7	0,6	0,9	7,4	4,5	2,6
<b>États-Unis</b>	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
<b>Japon</b>	1,3	0,5	1,2	2,5	1,0	0,6
<b>Royaume-Uni</b>	4,1	-0,5	1,0	9,2	7,8	3,8
<b>Zone euro</b>	3,5	0,2	1,0	8,4	6,2	3,2
<b>Allemagne</b>	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
<b>France</b>	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
<b>Italie</b>	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
<b>Espagne</b>	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** l'économie américaine présente désormais des signes de ralentissement, les politiques budgétaire et monétaire pesant sur l'activité, bien qu'avec une intensité différente. Une surprise à la hausse liée à un quatrième trimestre plus fort que prévu reste possible, mais nous continuons d'observer un important ralentissement de la croissance, sous l'effet de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la croissance mondiale. La croissance restera nettement inférieure en moyenne à son potentiel en 2023-2024 et sera particulièrement faible au second semestre 2023, avec pour conséquence un risque de récession accru. L'inflation semble avoir atteint un pic et être passée à un régime mensuel plus faible, mais nous prévoyons une certaine persistance de l'inflation sous-jacente, l'indice sous-jacent reculant plus lentement que l'indice global.
- Zone euro :** nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la zone euro. Nous continuons d'anticiper un affaiblissement et une contraction de l'activité durant l'hiver, mais nous pensons que ces phénomènes seront moins profonds que ce qui était redouté initialement. Malgré cette modeste révision à la hausse, les facteurs défavorables à l'économie de la zone euro restent importants. Nous prévoyons une reprise de la croissance durant le printemps et l'été soutenue par le ralentissement de l'inflation et l'amélioration du climat économique, même si celle-ci reste modeste à ce stade. Le resserrement de la politique monétaire constituera un net handicap et maintiendra la croissance en dessous de son potentiel en 2023-2024. Les risques liés à la crise énergétique semblent s'être éloignés, mais restent importants à la fois pour les perspectives d'inflation et de croissance.
- Royaume-Uni :** compte tenu des projections d'inflation persistante (supérieure à l'objectif pendant plusieurs trimestres) nous anticipons une récession induite par le coût de la vie au Royaume-Uni en début 2023, qui se prolongera pendant quelques trimestres. La politique budgétaire et monétaire pèsera également sur la croissance. Bien que nous ayons légèrement amélioré nos perspectives, nous considérons que tous les facteurs défavorables sont encore présents pour l'économie britannique. Nous pensons que l'économie restera en deçà de son potentiel en 2024, avec une modeste reprise par la suite. Tout comme dans la zone euro, les risques de crise énergétique restent importants pour les perspectives d'inflation et de croissance.
- Japon :** les premières indications relatives aux performances de la croissance en 2023 sont mitigées et, pour l'instant, nous maintenons notre prévision de croissance inférieure au consensus de 0,5 % pour 2023, avec une reprise inégale qui se dessine. En effet, si d'un côté, le secteur manufacturier fortement orienté vers l'extérieur sera fortement touché par l'affaiblissement de la demande mondiale, comme le montrent les enquêtes auprès des entreprises, de l'autre, la réouverture de la Chine favorise le Japon qui est l'une des premières destinations des Chinois voyageant à l'étranger. En parallèle, les données de l'IPC national de décembre ont confirmé le tableau sombre brossé par l'IPC de Tokyo (4,0 % en glissement annuel, sa plus forte croissance en près de 40 ans), ce qui complique la donne pour la BoJ.

*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

	6 fév. 2023	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	4,75	5,25	4,90	4,75	4,50
<b>Zone euro</b>	2,50	3,50	3,30	3,50	3,30
<b>Japon</b>	-0,10	0,00	0,12	0,00	0,20
<b>RU</b>	4,00	4,50	4,20	4,25	4,00

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>10 mars</b>
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>16 mars</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>22 mars</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>23 mars</b>

Source : Amundi Institute

- Fed** : l'inflation a diminué au cours des derniers mois dans un contexte de croissance modérée. Toutefois, compte tenu de l'inflation encore élevée et des signes de déséquilibres persistants entre l'offre et la demande, la politique monétaire a encore fort à faire pour ramener l'inflation à 2 %. Nous nous attendons à ce que la Fed relève le taux des fonds fédéraux à 5,25 % en mars avant de marquer une pause de quelques mois. Les autorités de la Fed ont souligné que l'accent devait désormais être placé non plus sur la rapidité, mais sur l'ampleur de la hausse des taux et sur la durée pendant laquelle leurs niveaux devront être maintenus. Notre scénario prévoit désormais une contraction de l'activité économique au troisième trimestre et une baisse rapide de l'inflation. De plus, nous anticipons à présent une première baisse de taux en décembre, alors que jusqu'ici nous l'attendions en janvier.
- BCE** : lors de sa réunion de février, la BCE a relevé ses taux de 50 points de base (pb) et a fait part de son intention de procéder à une nouvelle hausse de 50 pb en mars. La déclaration et la conférence de presse ont toutes deux emprunté un ton restrictif, bien que la BCE ne voie plus de risques à la hausse dans ses prévisions d'inflation. Notre scénario de base prévoit que la BCE procédera à une hausse de 50 pb lors de sa réunion de mars, puis à des hausses de 25 pb en mai et juin. Cela implique un taux final à 3,50 % avant l'été, ce qui est supérieur aux attentes du marché, qui table actuellement sur un taux à 3,25 %. La persistance de l'inflation sous-jacente mettra la BCE sous pression, l'IPC sous-jacent étant attendu à près de 4,5 % au troisième trimestre, selon notre scénario.
- BoJ** : après son action surprise de décembre, la BoJ a maintenu sa politique inchangée lors de la réunion de janvier. Dans la perspective d'une reprise timide en 2023 et d'une prise en compte anticipée des pressions inflationnistes au premier semestre, nous pensons que l'objectif de normalisation politique impliquera une sortie de la politique de taux d'intérêt négatifs sans hausse supplémentaire des taux. La BoJ devrait mettre fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux en mars et à sa politique de taux d'intérêt négatifs en juin. Les risques associés à nos prévisions penchent pour un possible report de la fin de la politique de taux d'intérêt négatifs.
- BoE** : la banque centrale d'Angleterre a procédé à une hausse de 50 pb lors de sa réunion de février, son taux directeur s'établissant désormais à 4,0 %. Le vote partagé sur cette décision était attendu, sept des neuf membres du comité de politique monétaire étant favorables à une hausse de 50 pb, tandis que les deux autres souhaitaient un maintien du statu quo. En ce qui concerne les orientations prospectives, le Comité de politique monétaire a évoqué une probable réduction du rythme des hausses de taux à 25 points de base lors de la prochaine réunion. En évoquant les mesures à venir, le compte rendu a abandonné le terme « avec force » (interprété comme désignant des hausses de taux de 50 pb). Nous confirmons nos prévisions pour ce cycle haussier, qui devrait ralentir en passant à des hausses de 25 pb à partir de mars, avec un pic toujours à 4,5 % dans notre scénario de référence.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 03/02/2023					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Monde</b>	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2
<b>Pays émergents</b>	3,9	3,6	4,0	8,7	6,7	5,4
<b>Chine</b>	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
<b>Brésil</b>	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
<b>Mexique</b>	3,1	0,8	0,8	7,9	5,7	4,5
<b>Russie</b>	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
<b>Inde</b>	7,0	5,3	6,0	6,7	5,3	5,6
<b>Indonésie</b>	5,2	4,7	4,8	4,2	4,3	4,0
<b>Afrique de Sud</b>	2,4	0,2	0,6	6,9	5,7	4,5
<b>Turquie</b>	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0

Source: Amundi Institute

- Chine :** le PIB du quatrième trimestre 2022 ayant été meilleur que prévu, les statistiques mensuelles s'étant avérées plus résilientes (ventes au détail) et les indicateurs avancés ayant rebondi du fait de la hausse de la mobilité, nous avons relevé nos prévisions de PIB pour 2023 de 4,4 % à 5,1 % en variation annuelle. Ce rebond est intervenu plus tôt que prévu et avant les vacances du Nouvel An chinois. En revanche, le secteur du logement a de nouveau enregistré de mauvaises performances en décembre, ce qui laisse présager une stabilisation timide en 2023. Cette année à nouveau, le secteur de l'immobilier n'apportera aucun soutien à la croissance économique.
- Afrique du Sud :** l'inflation devrait revenir à la borne supérieure de la cible de la banque centrale d'ici la fin du premier semestre mais les risques restent orientés à la hausse. Après une année 2022 plutôt résiliente, les perspectives de croissance sont basses. La consommation des ménages devrait continuer de baisser et la hausse des coupures d'électricité de pénaliser davantage la croissance. La SARB a donc ralenti l'ampleur de ses hausses de taux en délivrant seulement 25pbs à son dernier meeting et sans doute pour la dernière fois. Si les conditions sont réunies, elle pourrait entamer un cycle baissier dès le début du second semestre.
- Mexique :** comme ailleurs en Amérique latine, l'économie a ralenti après une année 2022 solide. La demande extérieure s'est affaiblie dans le sillage du ralentissement de l'économie américaine, mais la tension du marché du travail mexicain a permis à la demande intérieure de mieux résister. L'inflation globale a atteint un pic au troisième trimestre 2022. La banque centrale du Mexique est en phase d'ajustement de son cycle de relèvement et s'oriente vers un rythme de resserrement plus lent qui tient compte de la persistance de l'inflation sous-jacente et de l'action de la Fed. Sur le front politique, le pays fait figure d'oasis de paix par rapport au reste de la région et pourrait être un des grands gagnants de la tendance au « near-shoring » (relocalisation d'activités dans un pays plus proche).
- Brésil :** l'économie a nettement ralenti après une croissance robuste au cours des trois premiers trimestres de 2022, car la dynamique de réouverture arrive à son terme tandis que la politique monétaire restrictive commence à peser plus fortement sur le cycle du crédit. Nous envisageons une croissance du PIB inférieure à 1,0 % cette année, contre 3,0 % en 2022. L'inflation a diminué de plus de moitié en décembre 2022 après un pic à 12,1 % en avril, ce qui a permis à la BCB de mettre fin à son cycle haussier qui avait atteint 13,75 % en août. La politique budgétaire moins prudente que prévu du président Lula pourrait compliquer le combat désinflationniste de la banque centrale, repoussant le cycle d'assouplissement de la BCB (jusqu'au quatrième trimestre), tout en soulevant la question de la trajectoire de la dette du pays.

*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

	7 fév. 2023	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Inde</b>	6,25	6,50	6,5	6,50	6,4
<b>Brésil</b>	13,75	13,75	13,65	12,75	11,9
<b>Russie</b>	7,50	7,50	7,30	7,50	7,10

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>RBI (Inde)</b>	<b>8 février</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>10 février</b>
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 février</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>22 mars</b>

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** la PBoC a maintenu ses taux directeurs inchangés en janvier. Compte tenu du rebond économique intervenu plus tôt que prévu, nous ne prévoyons pas de nouvelle baisse de taux en 2023. La banque centrale, pour le moment, n'a pas non plus d'urgence à relever les taux. L'inflation restera inférieure à 3 % tout au long de l'année 2023, débutant l'année à des niveaux peu élevés et se raffermissant du fait de la hausse de la demande des consommateurs. Cela dit, les indications émanant de la conférence économique annuelle laissent penser que la PBoC pourrait revenir sur sa politique d'accommodation généralisée. Elle conservera néanmoins une approche d'assouplissement monétaire de plus en plus ciblée, par le biais d'instruments de prêts structurels et de programmes financiers spéciaux.
- RBI (Inde) :** en décembre, l'inflation indienne a de nouveau été inférieure au consensus dans tous les domaines (5,7 % en glissement annuel pour l'indice global et 5,0 % en glissement annuel pour l'indice des prix à la consommation), à part pour l'indice sous-jacent qui s'obstine légèrement au-dessus de 6,0 % en glissement annuel. Les prix des denrées alimentaires sont revenus dans les limites de l'objectif de la RBI, mais les prix de l'énergie restent élevés (11 % en glissement annuel). De manière générale, la trajectoire désinflationniste pourrait permettre à la RBI de mettre son cycle de hausse en pause en février. Toutefois, le gouverneur Shri Shaktikanta Das a de nouveau souligné l'importance de la dynamique des prix de base. Nous maintenons pour l'heure notre prévision d'une dernière hausse de 25 points de base pour début février, mais avec moins de conviction.
- BCB (Brésil) :** des taux élevés pour longtemps. Après avoir été la première (à partir de mars 2021) et la plus agressive (1200 points de base au total) à relever ses taux, puis la première à mettre son cycle haussier en pause (août 2022), il est plus que probable qu'elle ne sera pas la première banque centrale à réduire ses taux d'intérêt. En effet, la politique budgétaire expansionniste du président Lula compromet l'orientation restrictive de la politique monétaire de la BCB, qui vise à ramener l'inflation vers l'objectif. De plus, les rumeurs qui circulent à propos d'une hausse de l'objectif d'inflation exerceront une pression à la hausse sur les prévisions d'inflation. Nous pensons que la BCB ne réduira ses taux qu'à partir du quatrième trimestre et qu'elle les assouplira ensuite plus progressivement que prévu, conformément à sa dernière « *forward guidance* ».
- CBR (Russie) :** la CBR a maintenu son taux directeur inchangé pour la deuxième fois à 7,5 % lors de sa réunion de décembre et a adopté un ton globalement neutre, malgré une note restrictive. Les pressions inflationnistes actuelles restent modérées, mais les risques inflationnistes ont augmenté en raison des contraintes sur l'offre, des pressions sur le marché du travail et de l'assouplissement de la politique budgétaire. L'inflation a poursuivi sa baisse pour atteindre 11,9 % en glissement annuel en décembre contre 12,0 % en novembre. Nous nous attendons à ce que la CBR maintienne le statu quo pour les six prochains mois ou plus, puis qu'elle entame un cycle de resserrement qui dépendra de la situation géopolitique et des conditions économiques locales.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

3 février 2023

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
États-Unis	2,1	1,0	0,6	8,0	3,7	2,4
Japon	1,3	0,5	1,2	2,5	1,0	0,6
Zone euro	3,5	0,2	1,0	8,4	6,2	3,2
Allemagne	1,9	0,0	0,9	8,7	7,3	3,0
France	2,6	0,3	1,0	5,9	5,4	2,9
Italie	3,9	0,3	0,9	8,7	6,9	2,3
Espagne	5,5	0,8	1,1	8,3	3,6	3,3
Royaume-Uni	4,1	-0,5	1,0	9,2	7,8	3,8
Chine	3,0	5,1	4,7	2,0	2,1	2,2
Brésil	2,9	0,7	1,7	9,3	4,9	5,0
Mexique	3,1	0,8	0,8	7,9	5,7	4,5
Russie	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Inde	7,0	5,3	6,0	6,7	5,3	5,6
Indonésie	5,2	4,7	4,8	4,2	4,3	4,0
Afrique du Sud	2,4	0,2	0,6	6,9	5,7	4,5
Turquie	4,9	3,1	4,3	72,0	51,1	39,0
Pays développés	2,7	0,6	0,9	7,4	4,5	2,6
Pays émergents	3,9	3,6	4,0	8,7	6,7	5,4
Monde	3,4	2,4	2,8	8,2	5,8	4,2

### Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	6 fév. 2023	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	4,75	5,25	4,90	4,75	4,50
Zone euro	2,50	3,50	3,30	3,50	3,30
Japon	-0,10	0,00	0,12	0,00	0,20
Royaume-Uni	4,00	4,50	4,20	4,25	4,00

Pays émergents

	7 fév. 2023	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	6,25	6,50	6,5	6,50	6,4
Brésil	13,75	13,75	13,65	12,75	11,9
Russie	7,50	7,50	7,30	7,50	7,10

### Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	6 fév. 2023	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	4,12	3,90/4,10	3,64	3,50/3,70	3,30
Allemagne	2,47	2,50/2,70	2,21	2,30/2,50	1,92
Japon	0,02	0,10/0,20	0,06	0,20/0,40	0,09
Royaume-Uni	3,49	3,20/3,40	3,06	3,20/3,40	3,18

Taux 10 ans

	6 fév. 2023	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,42	3,60/3,80	3,35	3,30/3,50	3,32
Allemagne	2,02	2,40/2,60	1,96	2,30/2,50	1,93
Japon	0,46	0,50/0,70	0,55	0,60/0,80	0,67
Royaume-Uni	3,32	3,50/3,70	3,31	3,50/3,70	3,38

### Prévisions de change

	2 février 2023	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023		2 février 2023	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023
EUR/USD	1,09	1,05	1,08	1,15	1,11	EUR/SEK	11,31	11,38	10,89	10,83	10,60
USD/JPY	129	125	127	119	125	USD/CAD	1,33	1,35	1,32	1,28	1,29
EUR/GBP	0,89	0,90	0,88	0,90	0,89	AUD/USD	0,71	0,69	0,70	0,76	0,72
EUR/CHF	1,00	0,95	1,00	1,04	1,02	NZD/USD	0,65	0,63	0,64	0,67	0,66
EUR/NOK	10,96	10,69	10,48	10,24	10,11	USD/CNY	6,73	6,70	6,75	6,40	6,65

Source: Amundi Institute

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### THEMATIC PAPERS ECONOMY AND MARKETS



#### **Bonds are back: credit markets in focus during 2023 (19-01-2023)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - COHEN Marina, Head of Euro HY Bond Portfolio Management - BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit - FAWN Steven, Head of Global Credit  
With the contribution of: ABAZA Nadine, Portfolio Manager - Global Corporate Bonds and PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division, Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



#### **Themes at a glance/ What Artificial Intelligence reveals about share price reactions? (13-01-2023)**

BRIÈRE Marie, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - HUYNH Karen, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - LAUDY Olav, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - POUGET Sebastien, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

### THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



#### **Themes at a glance / The market effect of acute biodiversity risk: the case of Brazilian corporate bonds (19-01-2023)**

Amina CHERIEF, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Takaya SEKINE, Deputy Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Lauren STAGNOL, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

#### **Themes in depth/ ESG in motion: a dynamic forward-looking approach to detect ESG 'improvers' (06-01-2023)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - DRABOWICZ Alexandre, Deputy Head of Equities - KEANE Suzanne, Senior European Equity Portfolio Manager - Equity Solutions - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions - FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute - NIALL Paula, Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute

### COMPASS



#### **Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### INVESTMENT TALKS



#### **Fed continuing to downshift: 31 January-1 February FOMC review (07-02-2023)**

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

#### **ECB-inspired rally risks going too far (03-02-2023)**

PRADHAN Mahmood, Head of Global Macro Economics - Amundi Institute - AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

#### **Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)**

AINOUIZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

#### **Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute



## PUBLICATIONS RÉCENTES

### WORKING PAPERS



**The Impact of Climate Risks on Social Inequality (16-01-2023)**

Raphaël SEMET, Quant Portfolio Strategy, Amundi Institute

**What do we Learn from a Machine Understanding News Content? Stock Market Reaction to News (13-01-2023)**

Marie BRIÈRE, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Karen HUYNH, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Olav LAUDY, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - Sebastien POUGET, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

**The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)**

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

**Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)**

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute  
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



**Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### INVESTMENT OUTLOOK



**2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)**

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

### ASSET CLASS VIEWS



**Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

### ESG



**Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home \_Biodiversity in Mining & Metals, Utilities, Paper & Forest Products (27-01-2023)**

**ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)**

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

## Amundi Research Center



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

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

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 7 février 2023. 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 : 7 février 2023.

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

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica**, Directrice d'Amundi Institute  
**MORTIER Vincent**, CIO Groupe

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
**FIOROT Laura**, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux  
**BOROWSKI Didier**, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset  
**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

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

**CARULLA Pol**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**DHINGRA Ujjwal**, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

**BERGER Pia**, Spécialiste communication  
**PONCET Benoît**, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PERRIER Tristan**, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de l'équipe Recherche Cross Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy  
**PRADHAN Mahmood**, Responsable macroéconomie  
**USARDI Annalisa**, Economiste Senior, CFA  
**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**NIALL Paula**, Spécialiste Investment Insights & Client Division