

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

### Mise à jour mensuelle

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

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

✦ Sujets liés au Covid-19

✦ Perspectives de croissance et d'inflation

⊙ Politique monétaire et budgétaire

▲ Plans de relance ou conditions financières

● Solvabilité des émetteurs privés et publics

● Régime économique ou financier

✦ Sujets sociaux ou liés au climat

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

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

**Point sur le Covid-19**

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

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

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

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

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

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

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

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

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 20 %

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

#### RISQUE FINANCIER 20 %

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

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

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

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

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

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

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

- Pétrole, crédit et actions, EMBI

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

 **Retournement effectué**

 **Retournement imminent**

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

### **CONTEXTE ÉCONOMIQUE**

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

### **FONDAMENTAUX & VALORISATION**

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



### **FACTEURS TECHNIQUES**

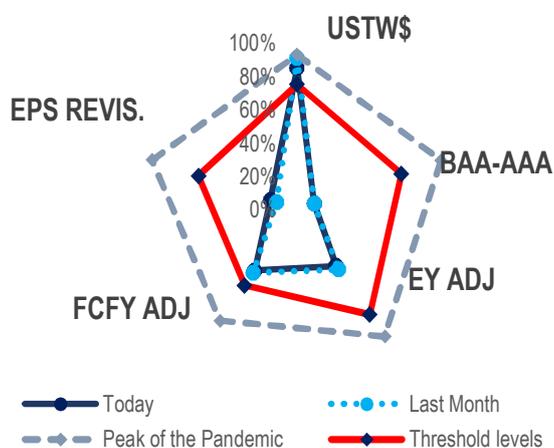
- Les données techniques continuent de refléter un environnement contrasté sans directionnalité claire.
- La tendance à moyen terme des actifs risqués reste solide, mais le *momentum* à court terme semble nettement moins favorable.
- Incertitude croissante générée par le variant Omicron
- Les indicateurs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

### **SENTIMENT**

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

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

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



Source : Recherche Amundi, Données au 14 décembre 2021

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

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

## MÉTHODOLOGIE

### — Scénarios

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

### — Risques

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

## POINTS CLÉS

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

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

**Conséquences en matière d'investissement :**

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

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

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

**Conséquences en matière d'investissement :**

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

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

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

**Conséquences en matière d'investissement**

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

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

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

## POINTS CLÉS

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

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

**Conséquences en matière d'investissement :**

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

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

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

**Conséquences en matière d'investissement**

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

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

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

## Amundi Research Center



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

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

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

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

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

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

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

Date de première utilisation 3 janvier 2022.

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

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

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

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

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

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

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

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

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BERARDI Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

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

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

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

**Perrier Tristan**, Global views

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

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit