

## 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 bénéficiaires.
- 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).

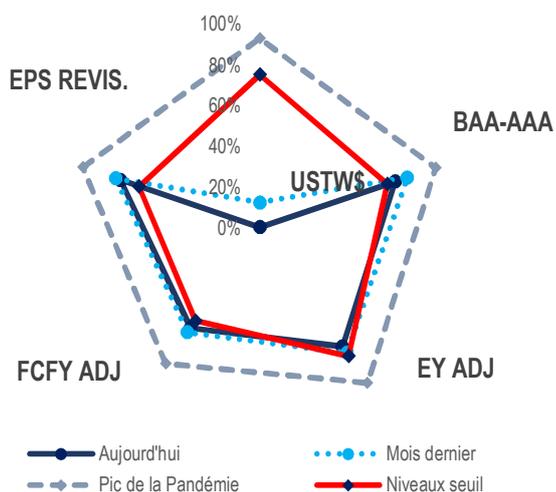
### SENTIMENT

- 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.

## 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