

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

### Mise à jour mensuelle

Nous adaptons les grandes lignes des scénarios et leurs probabilités en fonction de nos prévisions pour 2022. 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.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
<p><b>Nouvel effondrement vers la stagflation</b></p>	<p><b>Parcours chaotique, divergences régionales</b></p>	<p><b>Croissance inclusive et durable</b></p>
<p>Analyse</p>	<p>Analyse</p>	<p>Analyse</p>
<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>✦ Le rattrapage de la <b>croissance</b> en 2021-2022 converge vers la tendance en 2022-2023. Passage à vide au S1 2022 en raison du ralentissement de l'économie chinoise 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> : la Fed va réduire progressivement ses taux, la BoE pourrait quant à elle les relever, la BCE est en mode recalibrage et la PBoC est sur la voie d'un assouplissement. Les taux devraient rester bas plus longtemps.</li> <li>⊗ <b>Politique budgétaire</b> : retrait de certaines mesures d'assouplissement, mais un soutien sera nécessaire pour la transition énergétique.</li> <li>✦ Le changement climatique 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.</li> <li>● Les excédents d'épargne et les hausses de salaire dopent la <b>consommation</b> sans érosion des marges des entreprises.</li> <li>● <b>Gains de productivité</b> grâce aux changements technologiques et aux réformes structurelles.</li> <li>✦ <b>Croissance inclusive</b> grâce à la lutte contre les inégalités.</li> <li>✦ L'<b>inflation</b> reste sous contrôle.</li> <li>⊗ <b>Hausse des taux d'intérêt</b> du fait du renforcement des investissements et de la diminution de l'épargne.</li> <li>⊗ La trajectoire de normalisation des <b>banques centrales</b> est bien accueillie 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 grâce à la décentralisation).</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**, *Responsable Investment Intelligence*

Le nouveau variant Omicron, découvert en Afrique du Sud à la mi-novembre, comporte 50 mutations, ce qui le rend vraisemblablement plus transmissible et potentiellement plus grave. L’OMS a également souligné le risque accru de réinfection par rapport aux autres variants. La situation peut, en partie, s’expliquer par le faible taux de vaccination en Afrique du Sud ou au Botswana, où respectivement moins de 24 % et 20 % des populations sont totalement vaccinées. Depuis l’apparition du variant Delta en décembre 2020 en Inde, celui-ci s’est rapidement propagé en Europe, en commençant par le Royaume-Uni, avant d’atteindre les États-Unis où il est désormais le variant le plus répandu du SARS CoV 2. Un scénario similaire pourrait vraisemblablement se répéter avec le variant Omicron ce qui place les questions sur l’efficacité des vaccins, des tests et des traitements actuels au cœur des préoccupations.

À l’heure où nous écrivons ces lignes, aucune de ces questions n’a encore trouvé de réponse définitive et il est probable qu’aucune ne le sera avant la mi-décembre. D’où la volatilité des marchés financiers ces dernières semaines. Les producteurs de vaccins à ARNm ont confirmé qu’ils pouvaient produire un nouveau vaccin en quelques mois, mais les milliards de doses nécessaires pour couvrir la demande mondiale ne seront pas disponibles avant l’été. En outre, la protection contre le variant delta reste la première priorité. À titre de précaution temporaire, des restrictions de déplacement ont d’ores et déjà été instaurées, ainsi que de nouvelles restrictions de mobilité et de distanciation sociale.

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Nous avons ajusté les risques pour tenir compte de notre scénario central pour 2022, mais n'avons pas modifié les probabilités.

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
- **Écoblanchiment généralisé et bulle de l'investissement ESG**
- **Instabilité du dollar** et perte progressive de son statut de monnaie de réserve

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 20 %

- **Affrontements accidentels** en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **« Paix froide » États-Unis et Europe vs Chine**
  - Escalade à mesure que les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine
  - 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
- **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

### Mise à jour mensuelle : le feu est passé du vert au orange pour le contexte économique



Retournement effectué



Retournement imminent



Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

#### CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- Après la forte expansion au T3, les taux de croissance économique dans la zone euro devraient rester dynamiques, malgré un ralentissement progressif. Les données de haute fréquence se sont stabilisées en se rapprochant de leurs niveaux d'avant la pandémie, tandis que les enquêtes et les données prospectives ont fait apparaître les effets de plus en plus importants des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur l'activité manufacturière et que la croissance de l'activité dans les services s'est tassée après le fort rebond porté par la réouverture. Le consensus continue de s'ajuster à la baisse dans la zone euro tandis qu'à l'exception de l'Italie, les surprises économiques restent négatives malgré quelques signes très discrets d'une possible réversion à la hausse.
- L'activité économique aux États-Unis s'accélère au T4 après la décélération observée durant la deuxième moitié du T3, en conformité avec l'amélioration progressive en cours des indicateurs avancés et des données prospectives. L'indice CESI est revenu en territoire positif, soutenu par la forte tendance à la hausse des surprises liées aux données prospectives et aux données effectives. Le consensus a continué de s'orienter à la baisse, pour se fixer juste en dessous de la parité.

#### FONDAMENTAUX & VALORISATION

- Les multiples et plusieurs indicateurs ont donné l'alerte en raison des niveaux très élevés, même en tenant compte des taux bas. La liquidité a été le principal moteur des actifs risqués, mais avec le début progressif du processus de normalisation des banques centrales, ce soutien devrait s'estomper quelque peu.
- La valeur relative offre un certain support, mais notre scénario central prévoit que celle-ci soutienne moins le sentiment de risque et que les taux partent à la hausse.



#### FACTEURS TECHNIQUES

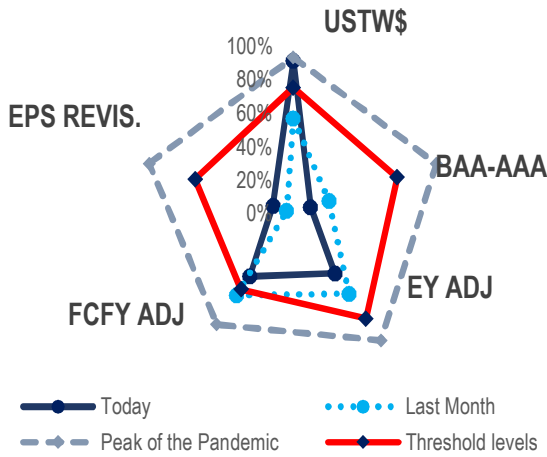
- Le contexte technique reste encore tout aussi contrasté. Malgré une tendance vigoureuse à moyen terme pour les actifs risqués, la dynamique à court terme fait défaut pour la plupart de ces actifs.
- Les indicateurs de type « contrarian » (à contre-courant) montraient en novembre que certains marchés étaient proches des niveaux de surachat (indicateur RSI), mais la récente consolidation a, en partie, effacé ces anomalies.
- À l'heure où nous écrivons, les facteurs techniques restent contrastés, avec un manque de biais directionnel.
- Ceci nous semble cohérent avec la dégradation du contexte économique et le niveau élevé des valorisations/positionnements. Tout ceci augure d'une hausse de la volatilité des marchés.

#### SENTIMENT

- L'inflation est en hausse un peu partout dans le monde et les investisseurs ont commencé à anticiper un durcissement plus marqué des conditions monétaires en dépit de la croissance mondiale. Pourtant, nous ne constatons aucun signe de dégradation structurelle du sentiment de risque sur le marché.
- Malgré une multiplication des inquiétudes, les conditions financières restent souples dans la plupart des régions (certains signes précoces de resserrement ne sont toujours perceptibles dans les ME) et notre indicateur CAST (où le dollar est le seul paramètre pertinent à dépasser le seuil d'alerte) comme notre indicateur Mood ON/Mood OFF peinent à signaler de l'aversion pour le risque.
- Le comportement des investisseurs institutionnels semble cohérent avec cette constatation : ils continuent de faire montre d'un léger appétit pour le risque, notamment en ce qui concerne les obligations et actions liées aux matières premières.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

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



Source : Recherche Amundi, Données au 24 novembre 2021

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque. Les révisions des BPA ont cessé de se détériorer avec une saison de publication des résultats meilleure que prévu pour le T3 et la prime de risque de crédit reste faible compte tenu des conditions financières encore souples. Pourtant, 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 Réévaluation de la politique des banques centrales des marchés développés (MD)**

La Réserve fédérale a bien maîtrisé sa communication, accompagnant les marchés dans le début de son processus de réduction d'achats tout en douceur et en évitant toute volatilité significative des marchés.

- La BCE a tempéré l'accélération récente et les anticipations de hausse des taux directeurs, mais a dû insister plusieurs fois sur son message pour obtenir un effet concret sur les prix.
- La Banque d'Angleterre a induit les intervenants du marché en erreur en ne relevant pas les taux comme prévu et en ne donnant pas d'indications claires pour les mois à venir, ce qui a déclenché une correction importante non seulement sur la courbe des taux britanniques, mais aussi des rendements à court terme des autres pays développés.
- Les décisions de politique monétaire de décembre tiendront compte du nouveau variant Omicron et de son impact sur les perspectives de croissance et d'inflation.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Les marchés intègrent un scénario moins agressif pour le début du cycle de hausse des taux d'intérêt, se rapprochant ainsi davantage de l'opinion d'Amundi. Nous prévoyons à présent deux hausses de taux de la Fed en 2022.
- Les courbes pourraient s'aplatir à mesure que la croissance ralentit, mais nous maintenons notre recommandation pour les durations courtes.

**2 Italie : contexte économique, valorisations et facteurs techniques tous favorables**

- Les nouvelles surprises macroéconomiques positives, le PIB plus élevé que prévu au T3 (après un très bon T2), l'amélioration des perspectives de notation (S&P, DBRS), les facteurs techniques favorables et les valorisations relatives attractives sont autant de courants favorables entraînant la nouvelle vague d'optimisme vis-à-vis de la dette italienne.
- Les actions italiennes offrent également de belles opportunités, grâce à des valorisations attractives (PER 2022 à 11,5x contre 14,5x pour l'Europe), mais aussi grâce au moral particulièrement élevé des consommateurs et des entreprises, au potentiel de croissance relative élevée des BPA et aux révisions favorables des bénéfices pour l'an prochain.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Renforcement de la thèse d'investissement pour les BTP à échéance longue et pour les *spreads* des BTP vs Bund à échéance longue et opinion positive sur le FTSE/MIB.

**3 Marchés d'actions des MD : encore et toujours une affaire de *momentum* et d'appétit pour le risque**

- L'excellente saison de publication des résultats fait oublier les craintes de pression sur les marges grâce à la vigueur de la demande et à un certain pouvoir de fixation des prix.
- La solidité des marchés actions a réussi à compenser un contexte économique difficile (environnement de stagflation en dérivée seconde et détérioration des surprises économiques) et des valorisations chères, grâce pour l'essentiel à des conditions financières favorables et à l'appétit élevé pour le risque.

**Conséquences en matière d'investissement :**

- Allocation régionale basée sur la rentabilité et la dette plutôt que sur les valorisations : nous préférons le Japon et les États-Unis aux ME, à l'Asie-Pacifique hors Japon et à l'Europe.

**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 CEEMEA.
- 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 6 % en 2022 et à 4,3 % en 2023, tandis que l'inflation devrait être supérieure à 4 % en moyenne.

**5 Confirmation de notre opinion positive sur l'USD**

- La vigueur récente du dollar a été déclenchée par les bonnes données macroéconomiques et l'inflation historiquement élevée qui laissent présager une accélération du processus de réduction du soutien et de hausse des taux de la Fed en 2022.
- Le point de vue baissier sur le dollar, qui partait du principe que les prix étaient trop élevés et que la Fed était susceptible de décevoir, s'est avéré faux en 2021 et pourrait l'être à nouveau en 2022. Nous pensons que le billet vert ne s'est pas écarté de son niveau de valorisation à long terme.
- Les prévisions de croissance/portage annoncent une hausse plus faible, mais nous restons positifs sur le dollar à un horizon 12 mois.
- Notre cible pour le T2 2022 pour la paire EUR/USD est maintenant de 1.10 vs. 1.15 pour le consensus de marché et nous confirmons notre objectif de 1,14 à 12 mois (vs. Consensus à 1.17).

## 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 30 novembre 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 2 décembre 2021.

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 - DenysKuvaiev

#### 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

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

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

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

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

#### Conception et support

**BERGER Pia**, 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

**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