

LE THÈME DU MOIS

## Poursuite, au-delà du potentiel, de la reprise en 2021



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



**Silvia DI SILVIO,**  
Macrostratège,  
Recherche Cross Asset



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

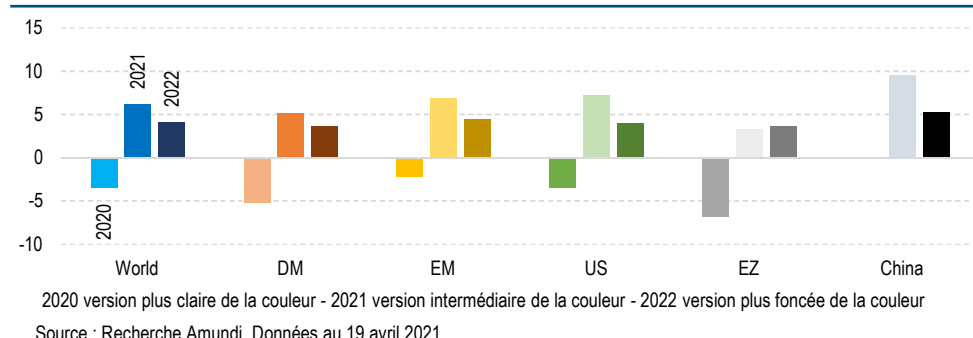
- Le scénario « Boucle d'or » (ni trop chaud, ni trop froid) permet encore de prendre un risque modéré en matière de positionnement. À plus long terme, la croissance reviendra probablement à son potentiel dans un contexte d'inflation normalisée (du moins aux États-Unis).
- Cet environnement permet de maintenir une approche constructive des actifs risqués, alors qu'en termes relatifs, le crédit ne pourrait être mis à mal que plus tard si l'inflation se stabilise au-dessus de 3%. Ce n'est pas notre scénario central, mais une couverture via des obligations indexées sur l'inflation pourrait s'avérer utile.

**Nous confirmons le « régime de rétablissement financier » comme scénario central** (avec une probabilité de 70%) durant les 12 à 18 prochains mois, la croissance et les déterminants macroéconomiques restant primordiaux. Ce scénario part du principe que la stimulation budgétaire mondiale et le soutien monétaire des banques centrales seront suffisants pour atteindre une croissance supérieure à la tendance au cours des 18 prochains mois, soutenant ainsi davantage le développement économique expansionniste sur plusieurs années.

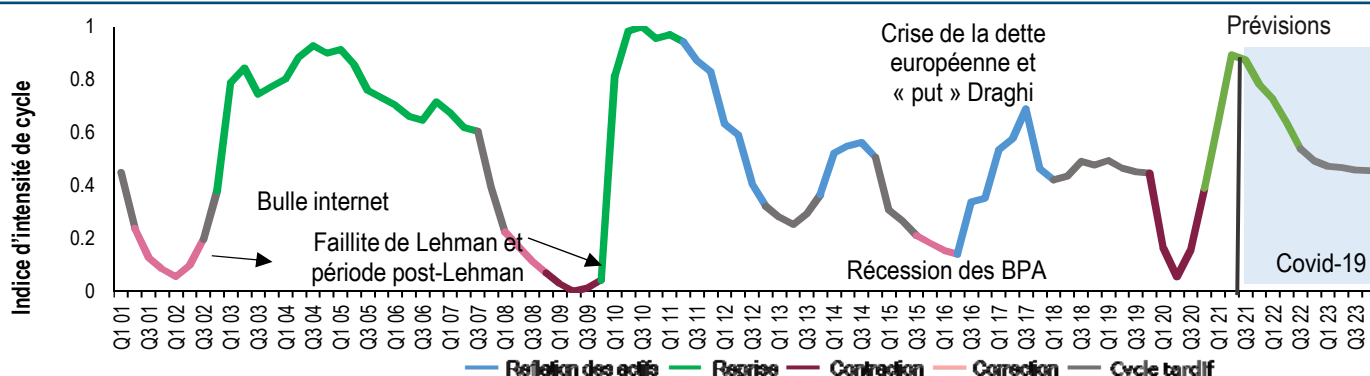
Selon nos estimations, les bénéfices des entreprises feront preuve de résilience et rebondiront en 2021 et 2022 à mesure que l'activité économique redémarrera.

Dans ce scénario, les taux devraient progressivement remonter, les marchés se montrant néanmoins suffisamment complaisants pour digérer la réévaluation des multiples. Les banques centrales joueront un rôle déterminant pour maintenir les anticipations d'inflation et de taux à long terme à des niveaux raisonnablement bas. Les campagnes de vaccination à grande échelle, mais surtout, **le rebond de l'inflation ne devraient pas changer la donne en ce qui concerne les politiques monétaires des banques centrales** et les injections de liquidités devraient rester conséquentes, soutenant la reflation des actifs et préservant des conditions financières et de financement favorables en 2021.

### 1/ Prédiction globale Amundi d'une reprise à plusieurs vitesses



### 2/ Dynamique lissée de l'Investment Phazer



## LE THÈME DU MOIS

**Les politiques de relance soutiennent les actifs risqués, mais complaisants, les marchés intègrent désormais un scénario « Boucle d'or » extrême, là où des valorisations plus justes annoncent des risques baissiers.** Cela

### I - Révision à la hausse de nos prévisions de croissance et d'inflation mondiales pour 2021

Nous avons légèrement revu à la hausse nos perspectives mondiales en matière de croissance pour 2021 (PIB mondial de 5 % à 6 %, en raison de la révision à la hausse des États-Unis en mars). Si la prime de croissance est toujours favorable aux pays émergents, celle-ci a légèrement reculé, car la forte recrudescence épidémique dans les pays émergents affecte la mobilité, même si elle ne donne pas lieu à des restrictions bien plus étendues.

**Par la suite, la prime de croissance devrait se rééquilibrer en faveur des marchés développés, en raison de la dynamique économique positive attendue aux États-Unis, grâce au nouveau dispositif budgétaire et aux progrès des campagnes de vaccination à grande échelle.** La reprise se poursuivra à des rythmes multiples, de manière inégale et hétérogène. Malgré la prédominance des effets de base, le redressement des marchés développés s'appuie en partie sur la révision à la hausse des perspectives américaines, tandis que la zone euro est toujours tiraillée entre les nouvelles vagues épidémiques et les campagnes de vaccination. **Les prévisions de PIB des pays émergents pour 2021 sont restées stables.** Le redressement de la Chine devrait se poursuivre à un rythme soutenu, avec une croissance de 9 à 10 % sur l'ensemble de l'année, mais la prime de croissance du pays par rapport aux États-Unis est appelée à se réduire.

**Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central dans le soutien de la reprise,** notamment dans les économies avancées, dans un contexte déjà marqué par les politiques monétaires favorables. Aux États-Unis, la validation d'un plan de relance budgétaire d'une ampleur inattendue de 1900 milliards de dollars a sensiblement amélioré les perspectives de croissance pour 2021 et début 2022. De plus, à l'heure où nous écrivons ces lignes, l'*American Job Plan* qui vient d'être dévoilé (premier volet

se reflète dans la probabilité que nous attribuons au scénario baissier (10 %), qui envisage une correction du marché supérieure à 10 %, c'est-à-dire en ligne avec la moyenne historique.

d'un plan d'infrastructure sur dix ans, en deux temps, intitulé « Build Back Better ») entame son parcours législatif au Congrès américain et pourrait donner un nouvel élan à la demande intérieure et à la croissance au début de l'année prochaine. Dans la zone euro, la nouvelle vague de Covid-19 qui se propage à travers les pays obligera les gouvernements à élargir leur soutien aux secteurs touchés par les nouvelles restrictions sanitaires, avec un assouplissement budgétaire supplémentaire en attendant que la reprise soit plus solidement ancrée. **Les fragilités et les retards des campagnes de vaccination retarderont la reprise en zone euro sans pour autant la faire dérailler.** Si d'une part, les données de PIB du quatrième trimestre ont démontré un certain degré de résilience et de flexibilité des économies de la zone euro pour s'adapter au Covid-19 le prolongement des restrictions sanitaires au premier trimestre et en partie au deuxième pèsera inévitablement sur l'activité du premier semestre. Pourtant, les campagnes de vaccination progressent et, sauf évolution défavorable du côté des variants, un rebond plus marqué devrait prendre forme à partir de l'été. Ensuite, à partir de 2022, le dispositif Next Generation EU devrait prolonger la dynamique de croissance, soutenant celle-ci au-dessus de son potentiel pendant plusieurs trimestres et en particulier dans les principaux pays vulnérables, créant ainsi un cercle vertueux qui soutiendra l'ensemble de la zone euro. **Dans les marchés émergents, la situation paraît plus hétérogène et les premiers ajustements importants du dosage macroéconomique et des anticipations du marché depuis le début de la crise ont eu lieu en mars.** Les premiers à opter pour une hausse des taux ont dû intervenir parce qu'ils avaient trop baissé leurs taux. En effet, les événements extraordinaires étant

LE THÈME DU MOIS

**Inflation : l'élément clé à prendre en compte**

En 2021, l'inflation et les anticipations d'inflation devraient occuper le devant de la scène.

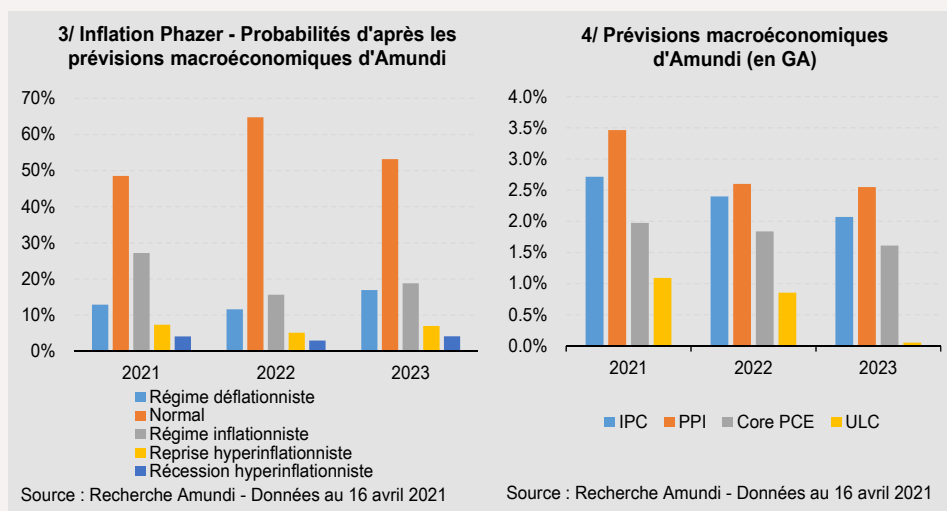
**Inflation Phazer**

L'Inflation Phazer est un outil propriétaire d'Amundi qui s'appuie sur les données de prix depuis 1960 pour identifier cinq régimes d'inflation. L'analyse se fonde sur l'évolution historique des principaux indicateurs d'inflation de l'économie américaine : l'indice des prix à la consommation (IPC), l'indice des prix à la production (IPP), les dépenses de consommation de base des ménages (PCE sous-jacent) et les coûts unitaires de main-d'œuvre (voir tableau ci-dessous).

**Table 1: Régimes**

	Régime déflationniste	Normal	Régime inflationniste	Reprise hyperinflationniste	Récession hyperinflationniste
IPC en g.a. (%)	<2	2-3	3-6	6-10	>10
IPP, en g.a. (%)	<1	2-3	3-6	6-10	>10
PCE sous-jacent, en g.a. (%)	<2	2-3	3-6	6-8	>8
Coûts salariaux unitaires en g.a. (%)	<1	2-3	3-6	6-9	>9

L'Inflation Phazer attribue une probabilité à chaque régime sur une base mensuelle (voir graphique 3), en fonction des valeurs attendues pour chaque indice d'inflation (graphique 4).



Selon les prévisions macroéconomiques actuelles d'Amundi, il y a une probabilité de 70 à 80 % que l'inflation américaine se situe entre le régime normal et le régime inflationniste jusqu'en 2023.

**Transposition de notre évaluation top-down dans l'Advanced Investment Phazer**

Nous avons déjà décrit les composants de notre indicateur de cycle, l'Advanced Investment Phazer, sur lequel se fondent nos estimations à moyen terme. Ce dispositif nous permet de faire le lien entre nos opinions et prévisions macroéconomiques et nos convictions et stratégies d'investissement.

derrière eux et l'inflation étant plus élevée que prévu, il était devenu nécessaire de commencer à lever les mesures d'accommodation exceptionnelles. D'autres banques centrales ont privilégié la stabilité financière ou une gestion très prudente et prévoyante de la politique monétaire, tout en étant confrontées à la faiblesse de leur devise, ce qui complique leur situation en

termes de risque. De manière générale, nous anticipons des politiques un peu plus accommodantes que les marchés qui tablent parfois sur des politiques particulièrement restrictives. En Asie, le cycle de durcissement des politiques monétaires pourrait rythmer le début de l'année 2022, en raison de la dynamique encore modérée de l'inflation et de la résilience des positions extérieures.

## LE THÈME DU MOIS

*Nous sommes convaincus que l'inflation suivra une tendance haussière l'an prochain avec certaines flambées occasionnelles liées essentiellement à des effets de base*

La croissance se redressant plus rapidement, **les perspectives d'inflation annuelle ont été révisées à la hausse dans les marchés développés, sous l'effet conjugué de la hausse des prix des matières premières et de l'énergie, des pressions sur les coûts et, dans quelques pays, de l'amélioration des perspectives de la demande intérieure.** Une grande partie des anticipations d'accélération de l'inflation globale et de dépassement des objectifs cette année est liée à des facteurs transitoires, qui commenceront à s'estomper en 2022, laissant la dynamique de l'inflation sous-jacente déterminer la tendance. À cet égard, bien que nous anticipions des taux d'inflation sous-jacente légèrement supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie en 2022, la stabilisation à moyen terme à un niveau égal ou supérieur à l'objectif de la banque centrale semble être un phénomène propre aux États-Unis. De fait, la dynamique de l'inflation sous-jacente étant largement déterminée par des facteurs intérieurs, **la sous-utilisation de la main-d'œuvre et les capacités inutilisées seront nettement moins importantes aux États-Unis que dans la zone euro, où les niveaux d'avant la pandémie ne seront atteints que bien après les États-Unis.**

**Dans les marchés émergents, l'inflation s'accélère, mais restera modérée en 2021 et globalement ancrée aux objectifs des banques centrales.** En effet, malgré une accélération plus forte que prévu, certains facteurs modérateurs devraient se manifester après le pic (entre le deuxième et le troisième trimestre 2021). **Les principaux moteurs de l'inflation ont été les denrées alimentaires et les prix du pétrole et des matières premières, le tout amplifié par une faiblesse significative des devises depuis début 2021.** Les pays où le risque de persistance de la dynamique de l'inflation est à surveiller sont : le Brésil, le Mexique, les Philippines, la Russie et l'Inde (inflation sous-jacente). La Turquie reste un cas idiosyncrasique.

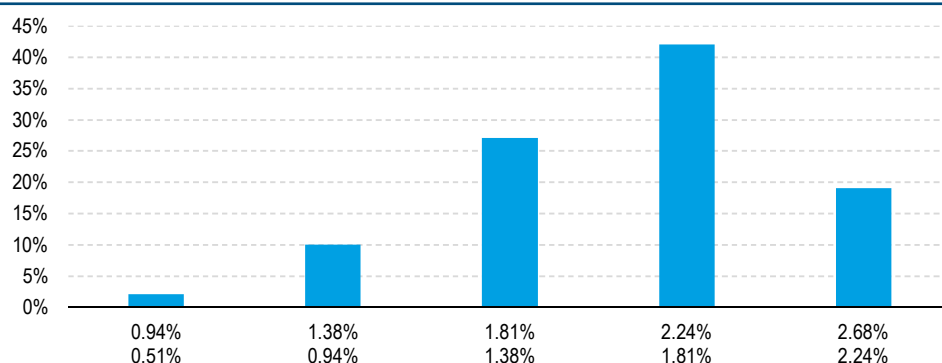
En conclusion, **la reprise est plus assurée dans les pays où le virus est bien maîtrisé (campagnes de vaccination plus rapides et propagation contenue), mais plusieurs pays sont actuellement confrontés à une nouvelle vague de contaminations et de restrictions sanitaires ciblées, de sorte que la reprise économique mondiale est de plus en plus disparate. Cependant, le bout du tunnel approche et l'optimisme gagne du terrain quant aux perspectives de croissance mondiale à partir du second semestre de l'année.**

## 2 - Conséquences en matière d'investissement : hausse des perspectives de croissance, de taux et de rendement

Les taux américains sont un élément important des conditions financières mondiales et ont un impact sur les principales classes d'actifs. Nous avons analysé les historiques des taux pour trouver une cohérence concrète de leur

dynamique par rapport aux reprises passées et ainsi établir des scénarios prospectifs. Nous présentons les résultats de ce travail dans le graphique ci-dessous qui montre la distribution des probabilités pour le 10 ans américain. Les fourchettes

### 5/ Le rendement américain à 10 ans devrait tomber dans une fourchette de 1,81 à 2,24 % selon nos prévisions de régime économique (le régime de « Reprise » est notre scénario central)



Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

## LE THÈME DU MOIS

sont regroupées par régime financier (et par leur probabilité d'occurrence) conformément à nos prévisions<sup>1</sup>. La poursuite du régime financier qualifié de « reprise » jusqu'au premier semestre 2022 implique une probabilité de 42 % que le rendement américain à 10 ans tombe dans une fourchette de 1,81 à 2,24 % (voir graphique 5). De fait, **nous envisageons une fourchette cible pour le 10 ans américain entre 1,8 et 2 % sur les 12 prochains mois.**

**Nous nous attendons à ce que la « reprise » actuelle soit différente de celles observées dans le passé.** Bien que l'économie américaine soit appelée à accélérer à un rythme soutenu, nous nous attendons à ce que la Fed s'abstienne de revenir sur sa politique monétaire ultra-accommodante tant que des progrès tangibles se concrétisent dans l'économie réelle, que le marché du travail retrouve son dynamisme et que l'inflation se normalise autour de l'objectif de la banque centrale. De fait, la Fed a insisté à plusieurs reprises sur le fait que son positionnement serait déterminé en fonction de la conjoncture effective plutôt que sur des projections, en raison notamment de son expérience lors de la dernière expansion, où l'inflation est restée constamment inférieure à ses attentes, mais aussi en raison des niveaux élevés d'incertitude qui rendent les projections peu fiables.

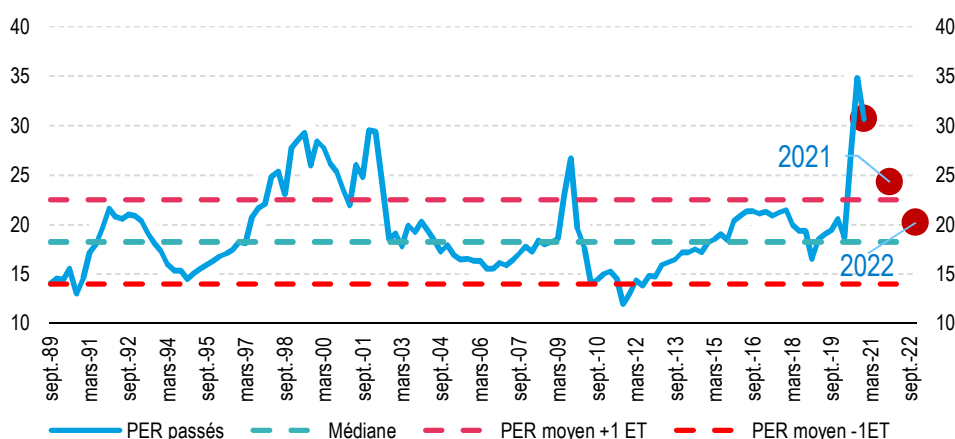
En effet, les perspectives supposent que l'inflation restera maîtrisée et ne s'emballera pas, ce qui obligerait la banque centrale à procéder à un resserrement brutal (voir l'encadré sur

l'Inflation Phazer). Dans ce contexte, **la quête de rendement reste le thème dominant** dans l'univers obligataire. Nous continuons ainsi à privilégier les obligations émergentes pour leur rôle de diversification et leur potentiel de rendement, bien que dans le passé celles-ci aient été vulnérables aux pics de taux américains. Nous renouvelons notre préférence pour les obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations d'État, car les anticipations d'inflation restent ancrées à des niveaux peu élevés, de sorte qu'elles représentent une couverture peu coûteuse en cas de hausse à l'avenir.

**> Nous maintenons notre préférence en termes relatifs pour les actions parmi les actifs risqués, malgré la hausse des taux**

La **reprise attendue des bénéfices des entreprises** est l'argument le plus fort en faveur de la hausse des actions, malgré l'évolution récente des taux et notre scénario central prévoit la résorption de l'écart des indicateurs de valeur relative. L'écart de valorisation a traversé différentes phases au fil du temps (voir les graphiques 6 et 7 ci-dessous) et il est actuellement dans le régime qui a débuté avec la crise de 2008, lorsque les banques centrales ont commencé à déployer des outils de politique monétaire non conventionnels (achats d'actifs entraînant l'élargissement des bilans). Aux alentours de 2 %, la prime de risque des actions commence à être très faible et moins favorable aux actions vis-à-vis des obligations du Trésor. Nous estimons qu'une croissance vigoureuse conjuguée à une inflation modérée à

#### 6/ Les PER anticipés devraient commencer à revenir à des niveaux moins complaisants, soit en dessous d'un écart type de +1 d'ici fin 2022



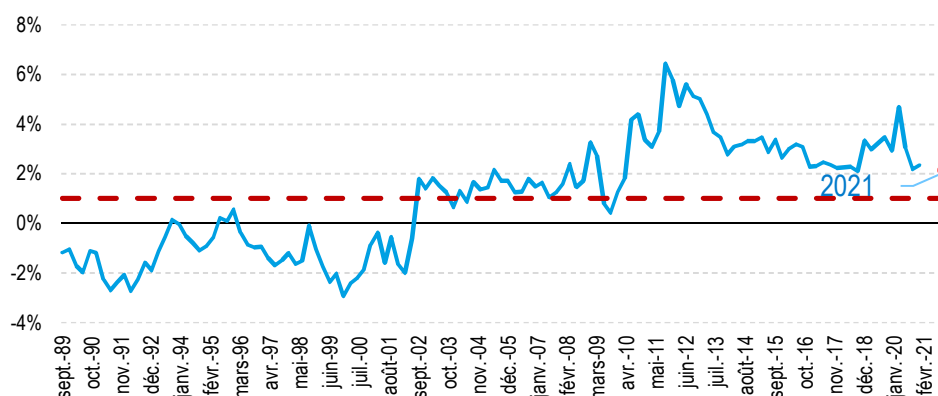
Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

## LE THÈME DU MOIS

long terme suffira à maintenir l'attention sur les anticipations plutôt que sur le niveau élevé des valorisations. C'est là

sans doute une fragilité qui menacera les perspectives des actions au cours des prochains trimestres.

### 7/ La prime de risque actions (rendement des bénéfiques - rendement du 10 ans américain) s'est récemment comprimée, mais devrait rester au-dessus de la moyenne à long terme en 2021



Source : Recherche Amundi - Données au 16 avril 2021

Malgré la hausse des taux et les valorisations chères, nous anticipons la poursuite de la rotation actuelle du crédit à haut rendement vers les actions, du moins dans les marchés développés. Les *spreads* déjà très serrés et nos prévisions ne permettent pas d'envisager des performances du haut rendement qui seraient comparables à celles que les actions peuvent raisonnablement offrir, même en tenant compte de la volatilité.

#### > Réalité de la poursuite et de la durabilité de la rotation

D'après nos analyses, **la rotation des actifs va se poursuivre**. Nous percevons **un potentiel de rotation du HY vers les actions qui est plus élevé dans la zone euro** qu'aux États-Unis où, après un rattrapage récent, ce thème a presque épuisé son attractivité. **Les opportunités d'investissement dans l'univers des actifs risqués émergents subsisteront en 2021, malgré les préoccupations géopolitiques, la hausse des taux et la vigueur à court terme du dollar. La sélection restera bien entendu primordiale.**

Compte tenu de ces considérations, il nous semble opportun de **poursuivre cette rotation, en se concentrant**

**d'avantage sur les classes d'actifs retardataires et en exploitant ce thème de manière transversale pour garantir une bonne diversification des risques.**

Les risques liés aux conditions financières et à la valeur relative continueront d'être surveillés à l'approche de l'été.

#### Conclusion

**Nous pensons que la persistance du scénario « Boucle d'or » autorise un positionnement d'appétit modéré pour le risque, malgré les valorisations élevées des actifs risqués.** Nous pensons que la question clé désormais est de savoir ce qui subsistera après cette « montée en puissance » de l'activité et de l'inflation. Dans ce débat qui s'annonce, nous pensons qu'à moyen terme, la croissance reviendra à son potentiel dans un contexte d'inflation plus élevée (du moins aux États-Unis). Cet environnement sera constructif pour les actifs risqués, mais le crédit pourrait être mis à mal en termes relatifs, si l'inflation se stabilise au-dessus de 3%. Ce n'est pas là notre scénario central, mais une couverture via des obligations indexées sur l'inflation pourrait s'avérer utile.

Achévé de rédiger le 19 avril 2021

<sup>1</sup> Les probabilités à 12 mois proviennent de l'Advanced Investment Phazer. Les cycles économiques et les régimes financiers influençant les marchés financiers, nous en faisons les pierres angulaires de notre dispositif d'allocation d'actifs dynamique basé sur des scénarios. Nous avons regardé la croissance, l'inflation, les agrégats monétaires et la dette mondiale pour explorer 120 ans d'histoire et avons regroupé l'ensemble des données en cinq régimes financiers que nous qualifions de contraction, ralentissement, reprise, fin de cycle et reflation des actifs fondée sur des politiques non conventionnelles. Chaque phase est définie en fonction de sa distance par rapport au facteur de risque macro et se caractérise par la persistance récurrente des flux de rendements. Nous avons identifié des récurrences et des cohérences dans ces régimes qui permettent de dégager un certain nombre de modèles pour les marchés financiers, et ce, non seulement en termes de rendements, de risques et d'objectifs des classes d'actifs, mais également en termes d'interactions entre actifs et d'exposition aux différents acteurs macrofinanciers. Cesarini F, Defend M, Portelli L, « The Advanced Investment Phazer », 2011.

## 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 Forecasts  
Sovereign Bonds High  
ESG Quant Investment Yield Real Estate  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msicibarra.com](http://www.msicibarra.com)).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

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 credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - marcutti

### 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, Stratégie Recherche Cross Asset

**DELBO' Debora**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

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

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

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

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

### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DI SILVIO Silvia**, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

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

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

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

**LEONARDI Michele**, Analyste Recherche Cross Asset

**MIJOT Eric**, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

**PERRIER Tristan**, Global Views

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

**STRENTA Aurélien**, Analyste Marchés émergents

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

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit