

## LE THÈME DU MOIS

## T3 2021 : d'une phase de reprise à une fin de cycle inflationniste

- Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues. Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central.
- Cela se traduit par une exposition modérée aux actions, avec un biais pour les secteurs décotés et de qualité. Nous préférons les taux d'intérêt de l'IG aux govies, tandis que les OII offrent une couverture.



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



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



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

Notre scénario central pour 2022 prévoit une croissance plus faible, une inflation plus élevée et une exposition modérée au risque

**1. Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues**

Ces derniers mois, les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées sous l'effet de plusieurs facteurs, entraînant la révision à la baisse des prévisions de croissance pour la Chine et les États-Unis.

**En Chine,** malgré l'assouplissement des règles de distanciation sociale, une combinaison de facteurs continue de peser sur la reprise économique, parmi lesquels le ralentissement du secteur du logement et le contrôle de la consommation d'énergie par la Commission nationale pour le développement et la réforme (NDRC) qui ont donné lieu à une série de données négatives, les exportations étant la seule exception. Le durcissement des politiques avec le ralentissement de l'immobilier, les restrictions auto-imposées (politique de tolérance zéro face au Covid-19 et baisses de production/rationnement de l'électricité à des fins de décarbonisation) et la pénurie mondiale de puces électroniques sont autant de facteurs ayant contribué à la détérioration des performances économiques au troisième trimestre. Pour la deuxième fois en moins de deux mois, nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance : nous n'anticipons plus de redressement de la croissance à son niveau tendanciel au quatrième trimestre 2021 et nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2021 et 2022.

**Aux États-Unis,** nous avons, une deuxième fois, revu à la baisse nos projections sur la dynamique économique du second semestre 2021, compte tenu de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la consommation. La multiplication des cas sous l'effet du variant delta et la fin de certains dispositifs de soutien du revenu des ménages, dans un contexte d'inflation plus élevée que prévu, ont entraîné un ralentissement plus marqué que prévu de la demande intérieure et du PIB au troisième trimestre, réduisant les perspectives de croissance pour le deuxième semestre 2021, même si nous percevons des signes d'amélioration de l'activité au quatrième trimestre. La **prime de croissance** entre les pays développés et les pays émergents devrait

à nouveau pencher en faveur des premiers pour le moment. En effet, les répercussions de la situation en Chine pèsent en premier lieu sur les pays émergents qui sont fortement exposés à l'économie chinoise en termes de commerce et de matières premières et dont la marge de manœuvre politique est limitée, tandis que dans les pays développés, la dynamique économique devrait s'améliorer dans plusieurs pays l'an prochain grâce à de nouvelles mesures de soutien budgétaire (plan d'infrastructure aux États-Unis, NGEU dans la zone euro) et à la poursuite des campagnes de vaccination massives qui devraient réduire quelque peu la propension des gouvernements à mettre en place des restrictions strictes en cas de nouvelles vagues de Covid. Les disparités de croissance se poursuivront, tant au niveau mondial que régional et seront essentiellement fonction de la vitesse de retrait des dispositifs de soutien.

**Policy mix. Le levier budgétaire continue de jouer un rôle central dans le soutien de la reprise,** en particulier dans les économies avancées, dans un contexte où les politiques monétaires, tout en restant largement accommodantes, devront progressivement entamer un processus de normalisation. C'est particulièrement vrai aux États-Unis, où un plan « Build Back Better » de grande envergure constituerait un risque de hausse significatif par rapport à nos projections de croissance qui, pour l'instant, ne tiennent compte que des éléments inclus dans l'accord bipartisan. Ceci vaut également pour la zone euro, où le rôle des projets financés par le NGEU est l'un des principaux moteurs du rythme de croissance soutenu et supérieur à la tendance que nous anticipons pour les prochaines années. Le risque de mise en œuvre est bien sûr pris en compte, mais les retombées de l'augmentation des investissements et des réformes structurelles restent largement positives, notamment en soutenant une croissance potentielle plus élevée. **Dans les marchés émergents, le dosage macroéconomique semble plus**

LE THÈME DU MOIS

**hétérogène.** D'une manière générale, il s'est quelque peu durci : les politiques monétaires se normalisent plus rapidement que prévu en raison de l'inflation élevée, tandis que les taux réels reviennent lentement à des niveaux plus neutres. En septembre, nous avons revu à la hausse nos prévisions des taux finaux pour certaines économies (Andes et PECO principalement) et avons anticipé un début de relèvement dans d'autres (Colombie). La Fed a dernièrement adopté un ton légèrement plus sévère, mais la réaction des marchés reste modérée et favorable aux pays émergents.

**Inflation. 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.** L'accélération de l'inflation globale et les dépassements des objectifs cette année se sont avérés plus importants qu'anticipés. Les problèmes liés à l'offre, conjugués à la hausse des coûts de l'énergie et des intrants (retards logistiques, augmentation des coûts d'expédition, pour ne citer que quelques goulets d'étranglement), ont ainsi créé un contexte favorable à la persistance d'une inflation plus élevée. Certains de ces facteurs commenceront à s'atténuer vers le milieu de 2022 (goulets d'étranglement de l'offre), tandis que d'autres devraient persister, laissant le

taux d'inflation final à la fin de notre horizon nettement supérieur à celui d'avant la crise, en particulier aux États-Unis. À cet égard, nous surveillons l'augmentation des anticipations d'inflation des prix à la consommation et des marchés, ainsi que leurs implications en termes d'effets de second tour et d'évolution des salaires. Toutefois, pour l'instant, la stabilisation de l'inflation sous-jacente au-dessus de l'objectif de la banque centrale semble être un phénomène plus spécifique aux États-Unis. Dans la zone euro, on ignore encore à quel point le retrait des dispositifs de chômage partiel et de protection des travailleurs impactera le marché du travail et la croissance des salaires.

Dans les pays émergents, en août, l'inflation globale est, dans l'ensemble, restée élevée par rapport aux niveaux souhaités par les banques centrales. La pression sur les coûts s'est maintenue en septembre. L'Asie continue de présenter le tableau le plus favorable en raison d'une dynamique de croissance plus lente. En Amérique latine, nous considérons toujours que la pandémie et les facteurs d'inflation élevée liés à la reprise mondiale sont essentiellement transitoires. La dynamique exceptionnelle et à deux vitesses de l'inflation des services et des biens essentiels rend le régime d'inflation élevée clairement plus robuste et persistant, mais les pressions de la courbe de Phillips (ou son absence) seront une force stabilisatrice lorsque les économies rouvriront et se normaliseront.

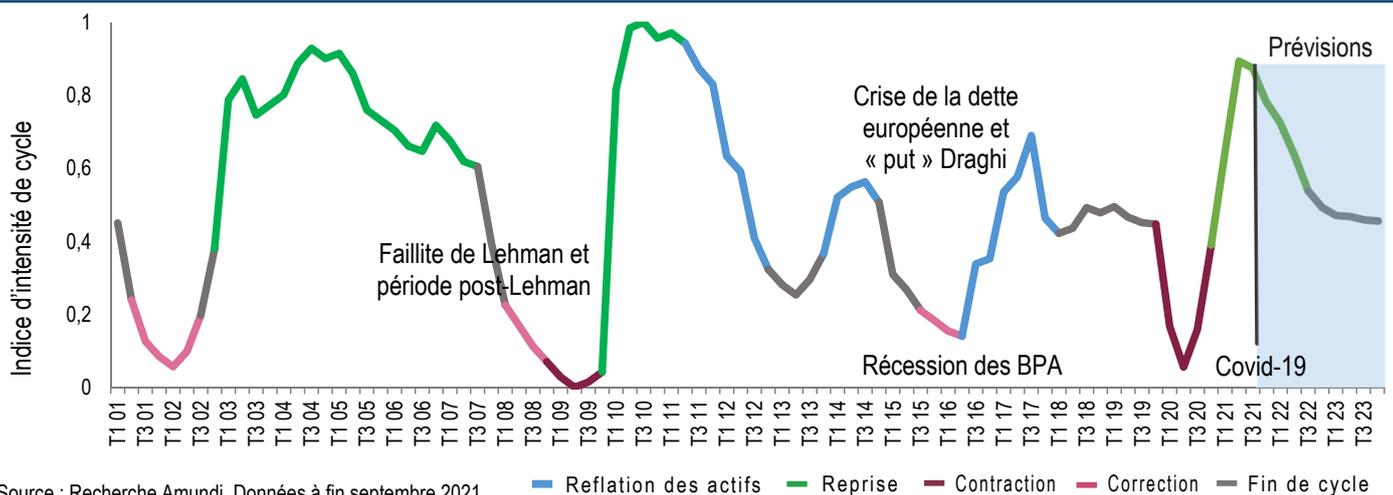
**Perspectives d'investissement à moyen terme**

Sur un horizon à 12 mois, le contexte macro-financier actuel augure d'une poursuite de la phase de reprise en cours jusqu'au premier semestre 2022. À partir du troisième trimestre 2022, un régime de fin de cycle pourrait se dessiner, avant de devenir le régime

prédominant à partir du quatrième trimestre 2022 et pour le reste de notre horizon de prévision, en 2023.

Jusqu'au premier semestre 2022, la phase de redressement sera encore soutenue par :

1/ **Advanced Investment Phazer : occurrence des régimes depuis 2001**



Source : Recherche Amundi. Données à fin septembre 2021.

LE THÈME DU MOIS

*Une fin de cycle inflationniste avec des risques orientés à la baisse est la phase la plus probable*

- le **rythme soutenu de la croissance économique** (même si elle se ralentit) prévu pour l'année en cours et le premier semestre de l'année prochaine, également stimulé dans certaines régions (États-Unis et Union européenne) par une politique budgétaire très favorable
- **l'inflation supérieure à la tendance** (en raison de la dynamique de l'offre et de la demande)
- un cycle mondial de BPA en forte croissance grâce aux niveaux encore élevés de l'activité économique
- des conditions financières très accommodantes.

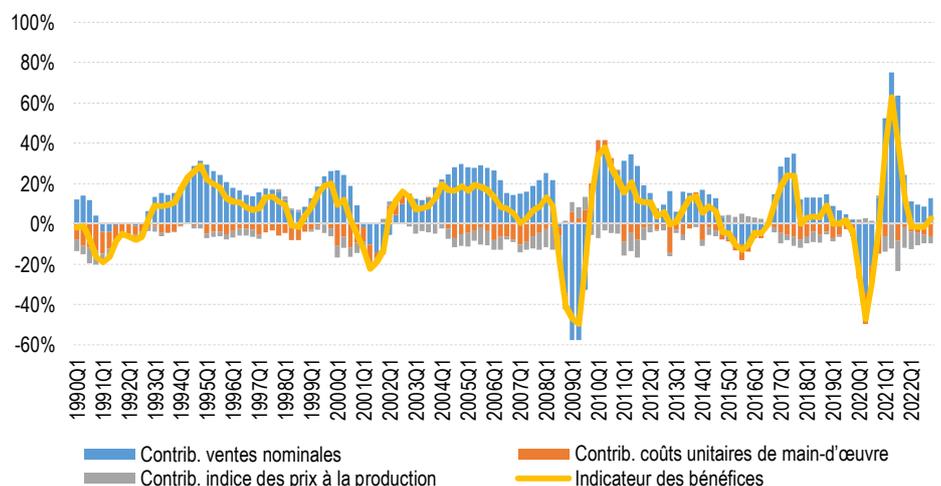
À partir du second semestre de 2022 et jusqu'en 2023, le cycle devrait perdre de sa vigueur et passer à un cycle dit tardif. La croissance se rapprochant des niveaux tendanciels, l'inflation ralentissant à partir des pics de 2021-début 2022, la politique monétaire devenant moins accommodante dans certains pays développés (notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni) et dans les pays émergents et le resserrement des conditions financières qui en résulte par rapport au niveau d'assouplissement record actuel sont autant de facteurs qui contribueront au changement de régime économique, avec des conséquences inévitables sur les actifs financiers.

**2. Conséquences sur les investissements : fin de cycle moins favorable aux actifs risqués en raison des craintes d'inflation**

Historiquement, les phases de fin de cycle sont des phases où les actifs risqués ont généré des performances positives. Cette fois-ci, la fin de cycle devrait être moins favorable en raison de l'inflation plus élevée que la normale, de la réduction des achats de la Fed et de considérations relatives à la valeur absolue et relative. Pour la première fois depuis 2007, les marges sont exposées à une hausse des coûts de production due à des ruptures d'approvisionnement et à des goulets d'étranglement. Les chiffres d'affaires devraient rester suffisamment solides pour éviter une récession des bénéficiaires, pour autant, les risques de baisse ne sont pas négligeables et la visibilité est assez faible. Par conséquent, une allocation d'actifs prudente doit être maintenue à court terme et un biais pour les classes d'actifs favorablement impactées par la hausse

des prix devrait être privilégié dans les actions, les obligations et les devises. Les obligations liées à l'inflation américaine sont les candidats naturels au sein des obligations souveraines, même si elles semblent un peu chères après le récent rallye. Les obligations d'entreprise (principalement en Europe) devraient garantir un portage positif à un risque raisonnable. Les craintes de ralentissement de la croissance et de resserrement des marges incitent à privilégier les entreprises de qualité avec un modèle économique durable dans le segment Value plutôt que l'exposition aux actions de régions spécifiques. Malgré le ralentissement de la croissance vers les niveaux tendanciels, les craintes d'inflation pousseront les taux à la hausse, conformément aux attentes d'inflation à long terme, ce qui exercera une certaine pression sur les banques centrales.

**2/ Marges bénéficiaires vulnérables à la hausse des coûts de production et aux perturbations de l'approvisionnement cette fois-ci**  
**chiffre d'affaires et résultats nets : contributions annuelles**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.

Note méthodologique : L'indicateur des bénéfices est calculé comme suit : chiffre d'affaires (contribution des ventes nominales en glissement annuel) - résultat net (contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre et des prix à la consommation en glissement annuel).

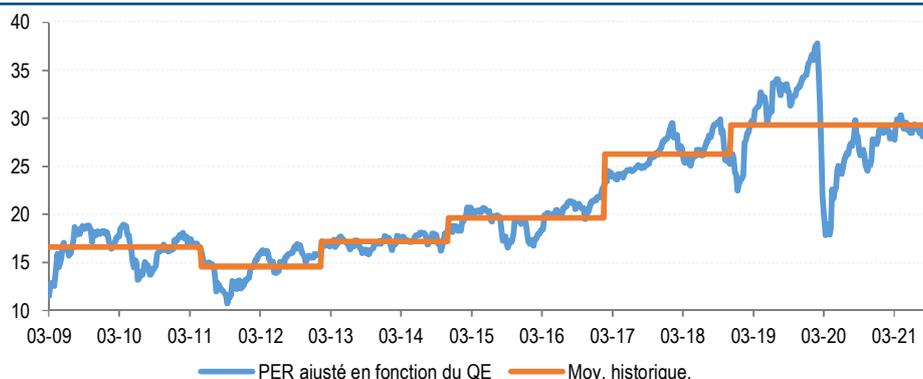
LE THÈME DU MOIS

**La diminution des dispositifs de soutien et la décélération des bénéfices n'augurent pas d'une expansion des multiples**

La politique monétaire de la Fed et les instruments non conventionnels permettant d'injecter des quantités extraordinaires de liquidités ont apporté un formidable soutien à la reprise des actions en 2021, et au fort rebond des bénéfices et de l'économie. Les indicateurs de valorisation ajustés en fonction de la liquidité sont, à quelques exceptions près, restés bon marché jusqu'à présent. La Fed devrait néanmoins rester conciliante et maintenir une politique monétaire accommodante. Par la suite, le processus

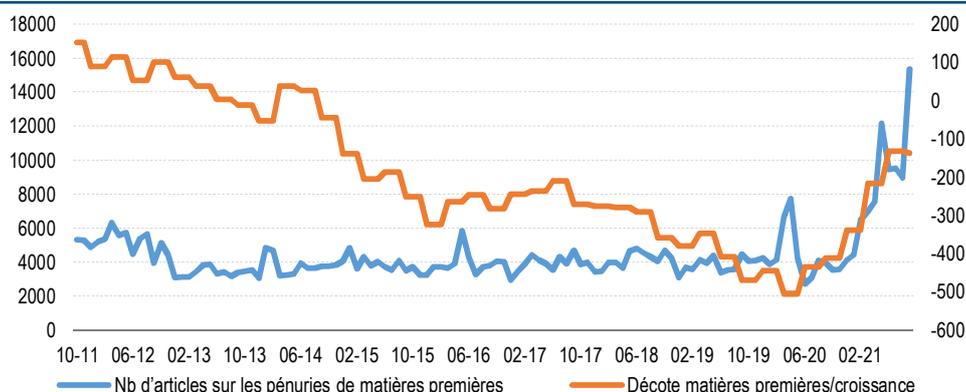
de réduction progressive des dispositifs de soutien devrait réduire l'apport de liquidités sur les marchés, tandis que la décélération des bénéfices par action devrait tempérer la complaisance des investisseurs. Il s'ensuit que les multiples devraient à peine progresser en 2022 voire se contracter. Pour l'heure, la croissance des bénéfices devrait suffire à générer des performances positives, même si tous les risques sont orientés à la baisse (taux, coûts de production, marges et nouveaux variants de Covid).

**3/ Hausse peu probable des multiples à partir des niveaux actuels. Même ceux ajustés en fonction de la liquidité**  
**PER du SP 500 ajusté en fonction de l'expansion du bilan de la FED**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.  
Note méthodologique : Le PER du S&P500 est la moyenne pondérée dans le temps des PER de l'année en cours et des PER de l'année prochaine. Ces PER sont ensuite ajustés (ratio) en fonction d'un multiplicateur de liquidité : Bilan des actifs totaux de la FED (en base 1 au début du QE en mars 2009). Cette moyenne historique est dynamique et tient compte des ruptures historiques pour refléter les changements de régimes monétaires et économiques.

**4/ Le scénario de pénurie fait grimper les prix des matières premières malgré le ralentissement de la croissance**  
**Valorisation des matières premières vs Scénario de pénurie**



Source : Bloomberg, calculs Recherche Amundi. Données au 19 octobre 2021.  
Note méthodologique : La décote matières premières/croissance est calculée comme étant la différence entre le prix mondial des matières premières et l'indice du panier mixte (Principal indice monde de l'OCDE+ PIB nominal des États-Unis, rebasé à juin 1961). Le « scénario de pénurie » est calculé à l'aide de l'outil de tendance de BLG News en utilisant les mots clés « Pénurie » ET « Matières premières ».

**Réalité de la poursuite et de la durabilité du rallye des matières premières**

Après plusieurs années de valorisations déprimées et de retards dans un contexte de marché haussier, les matières premières mondiales bénéficient d'une combinaison

exceptionnelle de facteurs positifs : la reprise en cours stimule la demande, tandis que la transition verte et les problèmes liés au Covid génèrent des goulets d'étranglement

## LE THÈME DU MOIS

à court terme, des perturbations de l'approvisionnement et une pression à long terme sur les matières premières nécessaires à la transition verte. Les matières premières ont ainsi signé l'une des meilleures performances du mois dernier et devraient faire preuve d'une bonne capacité de résistance à l'avenir. Les facteurs saisonniers devraient exacerber les pénuries d'énergie au quatrième trimestre

**Conclusion**

Un environnement stagflationniste, caractérisé par une décélération de la croissance sur fond de pressions inflationnistes soutenues s'est imposé, marquant une évolution vers une allocation d'actifs plus prudente à court terme. Ces derniers mois, les perspectives de croissance mondiale se sont détériorées sous l'effet de plusieurs facteurs, avec dernièrement, entre autres, la révision à la baisse des prévisions de croissance pour la Chine et les États-Unis. 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. À partir du second semestre de 2022 et jusqu'en 2023, le cycle

2021 et au premier trimestre 2022 et les niveaux actuels du gaz naturel et du pétrole devraient se maintenir pendant un certain temps encore. Les matières premières devraient donc être la classe d'actifs privilégiée des portefeuilles équilibrés, contribuant ainsi à atténuer les pertes potentielles dues aux chocs externes induits par les pénuries.

devrait perdre de sa vigueur et passer à un cycle dit tardif. En termes de conséquences sur les investissements, les inquiétudes liées à la décélération mondiale et à la hausse des anticipations d'inflation se traduisent par un recalibrage progressif de la budgétisation des risques dans nos portefeuilles et une réduction de l'exposition globale aux actions, tout en maintenant un biais pour les secteurs décotés et de qualité. Outre le régime d'« Inflation », la politique monétaire devrait s'engager sur la voie de la normalisation. Un tel contexte est moins favorable que le contexte « normal » pour les actifs risqués, car, à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les actions sont préférées au crédit, tandis que les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture.

*Achevé de rédiger le 20 octobre 2021*

## L'inflation aux États-Unis

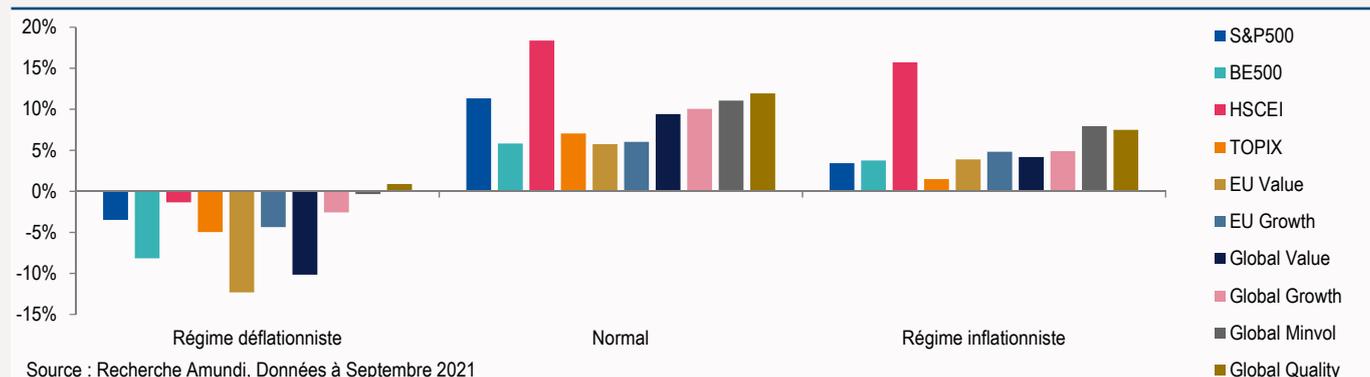
Au cours des 12 à 18 prochains mois, un ensemble dynamique de facteurs maintiendra l'inflation à un niveau élevé aux États-Unis, à mesure que les pressions sur les prix s'étendront à des éléments plus persistants, ce qui aura des répercussions en termes de pression sur les coûts de production, de transmission de l'inflation globale et sous-jacente et, enfin, d'anticipations d'inflation et de coûts du travail.

- Au cours de l'année 2022, plusieurs effets de base qui ont maintenu l'inflation à un niveau peu élevé en 2020 et qui, à l'inverse, ont soutenu l'inflation en 2021 diminueront en variation annuelle. Ceci entraînera une transition notable vers des niveaux d'inflation globale plus faibles en mi-2022. **Ces niveaux seront, quoi qu'il en soit, sensiblement plus élevés que ceux enregistrés avant la crise en raison d'une inflation sous-jacente plus élevée.**
- **Des forces plus « structurelles » joueront un rôle prépondérant dans la définition de la tendance de l'inflation sous-jacente : la dynamique des salaires**, qui devrait s'accroître à mesure que le marché du travail se resserre et **la croissance des loyers**, qui devrait s'accroître au moins jusqu'au début de 2022.
- **Nous devons également reconnaître que, bien qu'elle ralentisse quelque peu, la demande, en particulier pour les produits de base, reste forte et supérieure à la tendance d'avant la crise, ce qui contribue à soutenir les prix dans la mesure où l'offre reste limitée.** Nous pensons que les goulets d'étranglement commenceront à se résorber en 2022, ce qui réduira les pressions sur les prix de production, en revanche, les prix des biens essentiels resteront soutenus au-dessus de leur tendance habituelle au cours du premier semestre de l'année prochaine.
- **En ce qui concerne les risques (hausseurs) à court terme, il convient également d'évoquer l'éventuelle reprise de la tarification de certains services de base liés aux voyages** (qui devrait avoir lieu pendant la période des fêtes de fin d'année, compte tenu de la baisse du nombre d'infections par le variant Delta et de la reprise attendue des voyages).

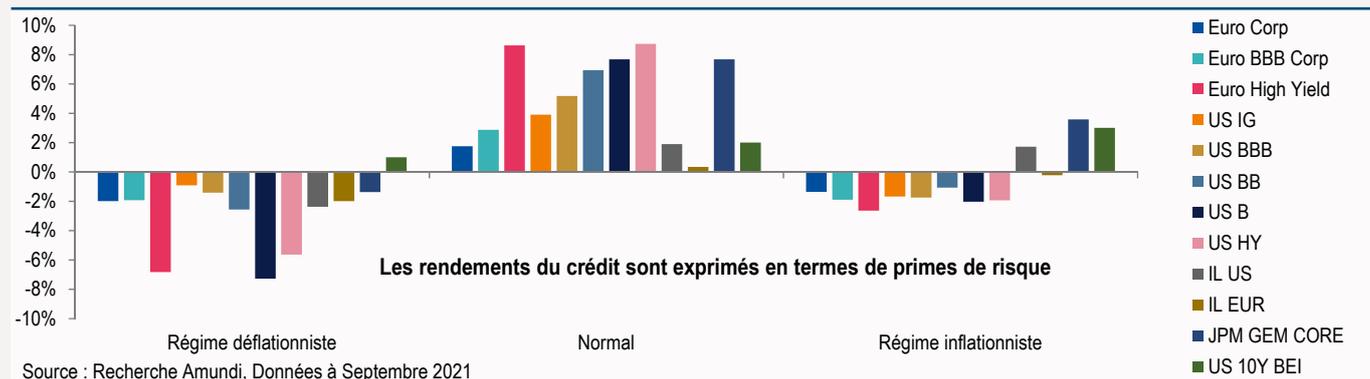
Nous évaluons le régime d'inflation attendu sur l'horizon de prévision en nous appuyant sur l'Inflation Phazer d'Amundi. D'après l'évolution attendue des indices de prix américains inclus dans l'outil, l'IPC, l'IPP et l'IPC sous-jacent devraient enregistrer un niveau annuel conforme (voire supérieur dans le cas de l'IPP) à la fourchette du régime d'inflation (3-6 %) à la fin de 2021. C'est pourquoi l'Inflation Phazer attribue la plus forte probabilité à un tel régime pour l'année en cours. En 2022 et 2023, les trois indicateurs susmentionnés étant attendus en décélération avec une stabilisation dans la fourchette du régime normal (2-3 %), le Phazer attribue la plus forte probabilité à ce régime pour les deux années. Si l'on considère la distribution globale des probabilités, un autre aspect pertinent est l'évolution des deux régimes d'hyperinflation. Leur degré de probabilité cumulé passe en effet de 10 % (niveau moyen auquel les risques d'hyperinflation sont très faibles) à une fourchette de 30-35 % au second semestre 2021. Il est intéressant de noter qu'une conjoncture analogue s'est manifestée en 2008, lorsque le régime d'inflation était assorti d'un risque similaire d'hyperinflation.

En termes de conséquences sur les investissements, les inquiétudes liées à la décélération mondiale et à la hausse des anticipations d'inflation se traduisent par un recalibrage progressif de la budgétisation des risques dans nos portefeuilles et une réduction de l'exposition globale aux actions, tout en maintenant un biais pour les secteurs décotés et le style qualité. Outre le régime d'« Inflation », la politique monétaire devrait s'engager sur la voie de la normalisation. Un tel contexte est moins favorable que le contexte « normal » pour les actifs risqués, car, à mesure que les taux d'intérêt augmentent, les actions sont préférées au crédit, tandis que les obligations indexées sur l'inflation offrent une couverture.

### 1/ Performance des actions (performance totale)



### 2/ Performance du crédit et des obligations indexées sur inflation (performance totale)



## 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 28 octobre 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 novembre 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 - Andrew Ostrovsky

#### 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

**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

#### 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

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

**PERRIER Tristan**, Global Views

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

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

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

#### 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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche