

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

Mise à jour mensuelle

Nous maintenons le contenu et les probabilités de nos scénarios. À noter : 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. Il faudrait une combinaison de plusieurs facteurs de risque pour que le scénario baissier se concrétise. Ce dernier est contrebalancé par un scénario haussier, celui d'une baisse plus rapide qu'attendu de l'inflation due à une détente des prix du gaz et/ou au resserrement combiné des politiques monétaires mondiales, dont l'impact est peut-être sous-estimé.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession mondiale sévère	Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes	Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste
Analyse	Analyse	Analyse
<ul style="list-style-type: none"> Aggravation/expansion de la guerre en Ukraine. Crise énergétique et profonde récession en Europe. Désancrage des anticipations d'inflation, ajustements désordonnés par les BC. Récession en Chine. Retour en force du Covid-19. Récession mondiale avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes. Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME. Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques. Action décisive en matière de répression financière. Report des mesures de transition climatique. 	<ul style="list-style-type: none"> Enlèvement dans la guerre en Ukraine. Choc de confiance dans l'UE, alimenté par les prix élevés de l'énergie. L'inflation ne parvient pas à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024. Le Covid-19 devient endémique. La croissance du PIB nominal mondial atténue l'impact du ralentissement sur les bénéficiaires. Divergences de croissance : Récession en ZE et au R.-U., reprise poussive en Chine, croissance faible attendue aux États-Unis (nettement en deçà du potentiel en 2023). Divergences entre BC : la Fed poursuit son cycle de resserrement mais en adoptant une position accommodante (fin du T4) ; la BoE poursuit un cycle haussier modéré ; la BCE augmente ses taux et finit par activer le TPI ; la PBoC conserve un biais accommodant. Politiques budgétaires divergentes : nette expansion dans l'UE, politique restrictive aux États-Unis en 2022-2023. Le changement climatique perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste. 	<ul style="list-style-type: none"> Fin de la guerre en Ukraine et retrait progressif des sanctions. La Russie maintient ses approvisionnements en gaz, le marché des matières premières se normalise. L'inflation retombe rapidement, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent. Le Covid-19 recule. Diminution de l'incertitude : le surplus d'épargne et le regain de pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises. Les craintes de récession se dissipent et l'inflation reste sous contrôle, ce qui allège la pression sur les BC. Rétablissement progressif de la discipline budgétaire. Les politiques de lutte contre le changement climatique et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.

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

SCÉNARIO BAISSIER
15 %

Effondrement global

Répercussions sur les marchés

- Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum
- Or

SCÉNARIO CENTRAL
70 %

Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes

Répercussions sur les marchés

- Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification maîtrisée de la courbe de rendement des bons du Trésor aux États-Unis, mais aussi en zone euro et dans les ME
- 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
15 %

Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste

Répercussions sur les marchés

- Pentification baissière de la courbe des bons du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et les actions comme couvertures contre l'inflation

PRINCIPAUX RISQUES

Mise à jour mensuelle

Les probabilités pour les trois familles de risques sont inchangées. Les risques sont élevés sur tous les fronts. Les fondamentaux économiques se détériorent au niveau mondial (ce qui est pris en compte dans le scénario central). L'évolution de la guerre en Ukraine et les risques associés peuvent faire basculer le scénario dans un sens ou dans l'autre. Nous considérons les risques liés au Covid-19 (dont les confinements en Chine) comme faisant partie des risques économiques.

Les risques sont séparés en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont bien évidemment souvent étroitement liés entre eux.

RISQUE ÉCONOMIQUE 30 %

- **Récession mondiale** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et de la chute du pouvoir d'achat
- **L'utilisation par les Russes de l'approvisionnement en gaz comme d'une arme** pourrait provoquer une **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
- Ajustements désordonnés par les BC, qui sous-estiment l'inflation induite par l'offre et perdent le contrôle
- **Récession mondiale des bénéfices** déclenchée par le ralentissement mondial conjugué à des pressions persistantes sur le coût des intrants (compression des marges)
- **Récession en Chine**. La politique du zéro Covid combinée à une crise du logement échappe à tout contrôle
- Fin de la grande coïncidence : avec la persistance des 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
- **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

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

- Actifs risqués, AUD, CAD et NZD, dette émergente en devise locale

RISQUE FINANCIER 30 %

- **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
- **La surréaction du dollar** conduit à déstabiliser le marché des changes
- **Guerre des devises** : l'appréciation de la monnaie est un moyen pour les BC de lutter contre les pressions inflationnistes

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

- Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

RISQUE (GÉO)POLITIQUE 30 %

- **Guerre en Ukraine**
 - Combats militaires prolongés menant à un conflit de haute intensité et potentiellement à une confrontation militaire avec l'Occident
 - Les Russes perdent du terrain, ce qui augmente le risque de recours aux armes nucléaires tactiques
 - Risque élevé d'accident dans les installations nucléaires ukrainiennes
 - [Cela dit, il est possible que la situation finisse par se détendre, ouvrant la voie à une résolution/cessez-le-feu]
- **Fragmentation politique de l'UE** ou vote populiste entraînant des dissensions sur la manière de gérer la relation avec la Russie
- **Les États-Unis adoptent une ligne dure avec la Chine** pour bloquer toute tentative d'invasion de Taïwan. Risque d'affrontements accidentels en mer de Chine méridionale ou dans le détroit de Taïwan
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie entraînant des tensions sociales
- Regain d'inquiétude et nouvelles **sanctions liées aux programmes nucléaires** de l'Iran ou de la Corée
- Risque croissant au niveau mondial, de faire reculer une nouvelle fois la **transition énergétique**.
- **Le réchauffement climatique** entraîne un risque accru de conflits causés par les pénuries d'eau et les flux migratoires
- **Cyberattaques ou violations de données** perturbant les systèmes informatiques (sécurité, énergie et services de santé)

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

- Crédit et actions, EMBI

ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Retournement effectué

Retournement imminent

Pas atteint, trop tôt pour se prononcer

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

- La dynamique économique faiblit en raison de la persistance de fortes pressions inflationnistes et de l'affaiblissement de la demande intérieure. Nous continuons d'anticiper un atterrissage en douceur de l'économie américaine, mais les risques de récession subsistent pour mi-2023, car le risque d'erreur politique reste très important. En Europe, nous nous attendons cet hiver à une récession tirée par le coût de la vie et l'inflation. Celle-ci sera plus profonde qu'initialement prévu et sera suivie d'une reprise peu vigoureuse.
- Le sens des modifications apportées aux perspectives d'inflation et de croissance diverge sur fond de dynamique stagflationniste.
- Les tensions prolongées sur le front géopolitique et le bras de fer entre les politiques budgétaire et monétaire contribuent à rendre incertaine l'issue économique finale, exacerbant ainsi la volatilité des données.

FONDAMENTAUX & VALORISATION

- La correction brutale en cours a éliminé les excès de valorisation accumulés après le rallye estival. Il est toujours difficile de distinguer des points d'entrée à court terme.
- Les multiples des actions semblent davantage en phase avec l'environnement inflationniste actuel et les politiques monétaires restrictives, mais n'intègrent pas encore une récession, car les prévisions de bénéfices par action restent favorables.
- Les fondamentaux se dégradent par rapport au mois de septembre et la stagflation devrait alerter sur la rentabilité des entreprises.



FACTEURS TECHNIQUES

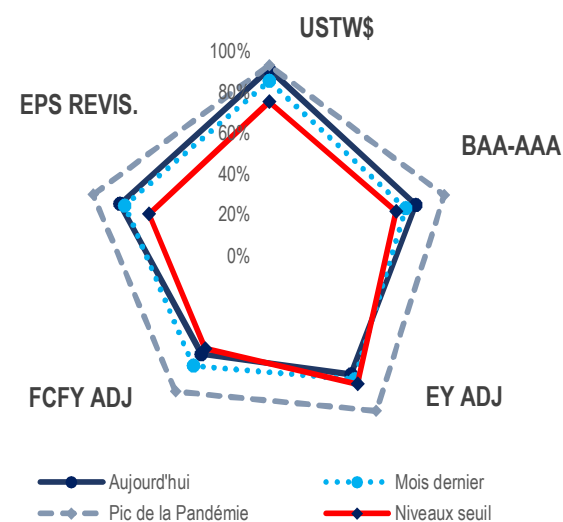
- Les facteurs techniques font ressortir un tableau fragile pour l'ensemble de l'univers multi-actifs. Les tendances des actifs sont très fragmentées et ne présentent aucune perspective de répit durable pour le marché. Les actions, les obligations d'État et le crédit restent peu attractifs en termes de suivi de tendances, mais les indicateurs de type « contrarian » interdisent toute réduction significative du risque et, de temps à autre, déclenchent des « short squeeze » violents.

SENTIMENT

- Le sentiment de risque s'est fortement dégradé en septembre, et nos trois modèles affichent une forte aversion au risque. Les conditions financières se sont resserrées partout après la publication, en septembre, d'un IPC américain moins bon que prévu, tandis que l'USD et les indicateurs de concentration du risque continuent d'alimenter la probabilité d'exacerbation de l'aversion au risque dans nos modèles CAST et Indicateur de sentiment de marché, respectivement. Tout bien pesé, le pilier du sentiment de risque continue de suggérer qu'une allocation d'actifs défensive pourrait s'avérer nécessaire à court terme.

ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds) reste positif



Source : Amundi Institute, Données au 30 septembre 2022

Notre indicateur CAST n'a pas fait apparaître d'augmentation structurelle du risque au T1, mais devient moins favorable depuis le T2. Les révisions des BPA sont passées en négatif en raison des craintes de récession et le dollar reste le principal élément qui appelle haut et fort à l'aversion au risque. La prime de risque crédit reste élevée et supérieure au seuil d'alerte, ce qui, dans l'ensemble, plaide pour un positionnement défensif sur les actifs risqués.

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 Inflation forte aux Etats-Unis, mais qui a probablement passé le pic — la Fed reste ferme

- L'IPC du mois d'août a surpris à la hausse aux États-Unis. Il pourrait avoir passé son pic et nous nous attendons à ce que l'inflation globale américaine ralentisse depuis son sommet de 9 % pour revenir autour de 7,5-7,0 % au quatrième trimestre 2022, tout en restant sur une dynamique forte à court terme.
- Si les deux prochains relevés font état d'une inflation sous-jacente plus résistante que prévu, la Fed pourrait muscler son action pour éviter une remontée de l'inflation par la suite, ce qui augmenterait le risque d'un resserrement excessif.
- Dans un tel contexte, la Fed conservera sa posture restrictive afin de freiner l'inflation. Nous pensons qu'elle continuera à relever les taux de manière agressive pour amener son taux directeur final à 5,0 % en mars 2023.
- Les prévisions de rendement à douze mois des bons du Trésor américain à deux et dix ans ont été portées dans une fourchette de 4,3 à 4,5 % et de 3,9 à 4,1 % respectivement.

Conséquences en matière d'investissement

- Prudence sur les actions.
- Sous-pondération des obligations américaines à dix ans indexées sur l'inflation et des obligations nominales de la zone euro.
- Neutralité sur les points morts d'inflation aux États-Unis.
- Préférence pour le crédit IG face au crédit HY.

2 Entrée en récession de la zone euro fin 2022 sur fond de BCE restrictive

- Notre scénario de base pour les cours du gaz fait peser un risque baissier sur la contraction attendue entre le troisième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023 et sur la reprise attendue à partir du deuxième trimestre 2023 qui pourrait s'avérer plus superficielle. Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB réel pour 2023 à -0,5 %.
- L'impact des mesures mises en place par les gouvernements nationaux pour compenser la crise énergétique sera limité par une politique monétaire stricte. Le soutien budgétaire ne devrait pas entièrement compenser le choc.
- Faute de modifications réglementaires, l'inflation dans la zone euro devrait s'accroître en automne-hiver, le pic n'étant pas encore atteint.
- La BCE a donc fortement durci le ton. Nous anticipons de nouvelles hausses de taux, avec un taux de dépôt final à 2,75 % d'ici mai 2023, sur fond de débats sur le resserrement quantitatif.
- Les rendements core souverains devraient poursuivre leur hausse. Nous avons relevé notre objectif de rendement du Bund à deux ans à 1,8-2,0 % sur un horizon de douze mois et celui du Bund à dix ans à 2,3-2,5 %.

Conséquences en matière d'investissement

- Rester prudent sur les actifs de la zone euro. Nous préférons les États-Unis à la zone euro pour les actions et le crédit.
- Nous restons prudents vis-à-vis des obligations souveraines core.
- Côté devises, nous pensons que le dollar pourrait encore s'apprécier face à l'euro, peut-être jusqu'à 0,94 à court terme.

3 Résultat des élections italiennes légèrement positif pour les marchés

- La coalition de centre droit l'a emporté avec quelque 44 % des voix. Elle disposera de suffisamment de sièges pour former un gouvernement stable, mais pas assez pour voter des amendements constitutionnels, qui requièrent une majorité des deux tiers.
- Le nouveau premier ministre italien devrait être le leader du parti Fratelli d'Italia, Giorgia Meloni. Le gouvernement intérimaire de Mario Draghi va s'atteler à une partie du travail sur la loi budgétaire.
- Le nouveau gouvernement pourrait procéder à l'ajustement de certains chiffres des finances publiques et tenter de négocier une révision du PNRR. Il devrait s'en tenir aux objectifs budgétaires de l'UE et éviter tout conflit avec les institutions européennes en matière de politique économique.
- L'écartement récent des spreads semble dû à des facteurs externes, tels que la forte réévaluation des taux finaux de la BCE et la hausse des rendements core. Les facteurs techniques se sont améliorés et pourraient contribuer à compenser le durcissement de ton de la BCE.
- En ce qui concerne les actions, nous tablons sur un certain répit à court terme. Mais avant toute reprise structurelle, il faudra attendre d'en savoir plus sur la composition du gouvernement, sur la loi de finances 2023 et sur les éventuelles modifications du plan NGEU.

Conséquences en matière d'investissement

- Il faut rester prudent sur la dette italienne, car la volatilité pourrait se maintenir à un niveau élevé.
- Pour ce qui est des actions italiennes, il convient de se concentrer sur les entreprises qui offrent une certaine visibilité sur leur croissance future et qui sont capables de résister en cas de forte inflation. Il faut également conserver une exposition équilibrée aux différents secteurs.

POINTS CLÉS

4 **Marché des changes : risque de rallye technique « short squeeze » et de forte volatilité**

- Les investisseurs spéculatifs et institutionnels ont pris des positions longues sur l'USD depuis mi-2021.
- Les positions longues sur le dollar sont nombreuses, tandis que l'euro, la livre sterling et le yen sont à leurs niveaux les plus bas depuis deux à cinq ans, mais nous sommes encore loin des plus bas historiques.
- Malgré le positionnement tendu sur les devises des pays du G4, un changement de perspective stratégique n'est pas encore à prévoir.

Conséquences en matière d'investissement

- Exploiter tout allègement des positions courtes en devises pour renforcer la position longue sur le dollar américain, notamment face à l'euro, la livre sterling, le dollar canadien, la couronne suédoise et le dollar néo-zélandais.
- Le yen est la seule devise sur laquelle nous ne prendrions pas de position courte et pour laquelle nous percevons un risque haussier en fin 2022.
- Le yuan pourrait poursuivre sa dépréciation, car le ralentissement de la croissance des exportations chinoises, les différentiels de taux négatifs par rapport aux États-Unis et les tensions à Taiwan pourraient l'emporter sur les facteurs positifs, notamment l'anticipation d'un différentiel de croissance positif et la stabilisation des flux de portefeuille.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
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

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 6 octobre 2022. 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: 10 octobre 2022.

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

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Contributeurs Amundi Institute

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*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

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

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

Contributeurs Plateformes d'investissement

LEMONNIER Patrice, *Responsable Actions, Marchés émergents*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
CARULLA Pol, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

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*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HERVÉ Karine, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

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

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

STRIGO Sergei, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

FIOROT Laura, *Responsable Investment Insights & Client Division*
DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*