

## LE THÈME DU MOIS

# Marchés émergents : navigation en terre inconnue

ALESSIA BERARDI, Recherche Macroéconomique  
KARINE HERVE, Recherche Macroéconomique  
SOSI VARTANESYAN, Recherche Macroéconomique

Achevé de rédiger le 20/06/2018

### L'essentiel

- L'environnement financier mondial plus difficile exerce des pressions sur les actifs risqués des marchés émergents (ME), en particulier dans certains segments (dette en devise locale).
- Les ME dépendent toujours dans une large mesure non seulement des conditions financières internationales, mais également de la demande mondiale.
- Les ME durcissent progressivement leur politique monétaire, ce qui crée un frein supplémentaire pour les cycles économiques domestiques.
- Les vulnérabilités externes se réduisent depuis quelques années, mais la situation varie beaucoup d'un pays à l'autre.
- Trois cas de vulnérabilité particuliers : le Brésil, la Turquie et l'Argentine.

Depuis le début de l'année, les actifs risqués des marchés émergents sont de plus en plus volatils. En raison de la forte appréciation du dollar liée à la poursuite de la politique de normalisation de la Fed, certains actifs émergents comme la dette en devise locale ont peu performé (-6,8 % entre janvier et le 21 juin).

Les taux de change flexibles agissent comme amortisseurs et devraient permettre aux économies de s'ajuster à condition que les fondamentaux soient assez robustes pour éviter des développements désordonnés.

Néanmoins, le niveau de tension qui s'est exprimé sur les marchés n'a rien de comparable avec celui des crises précédentes (en termes de sorties de portefeuille et d'écartement des primes de CDS). L'appétit des investisseurs pour les actifs émergents est toujours bel et bien présent car les performances relatives sont toujours attractives, et les fondamentaux sont considérés comme plus solides dans l'ensemble de la classe d'actifs en l'absence d'un nouveau scénario perturbateur (guerre commerciale) et de mesures inattendues ou incontrôlées de la part des principales banques centrales. Cette situation est particulièrement perceptible au niveau des marchés asiatiques. En effet, la bonne orientation actuelle des fondamentaux et des conditions macroéconomiques ne doit pas masquer la grande dépendance qu'ont toujours les pays émergents envers la demande extérieure. La croissance globale des bénéfices des entreprises de ces pays est très étroitement corrélée à la performance de leurs exportations. Une évolution de la dynamique des prix des matières premières ou du cycle de production manufacturière peut donc déplacer la prime de croissance en faveur des entreprises de ces secteurs en opérant une simple redistribution. Quoi qu'il en soit, ce facteur n'amoindrit pas l'influence de la demande extérieure pour les marchés émergents. Ces dernières années, très peu de pays ont été capables de recentrer leur modèle économique sur la demande intérieure dans le cadre d'une gouvernance appropriée et bien équilibrée entre les autorités budgétaires et monétaires, tout en créant une répartition vertueuse et durable entre les bénéfices et les revenus du travail. La Chine est probablement la seule à planifier lentement cette transition et à la réussir.

Outre le fait que la demande extérieure soit menacée par l'évolution actuelle du commerce international, il ne faut pas sous-estimer l'impact de la politique monétaire des marchés émergents, devenue plus restrictive que prévu au début de l'année. Les conditions financières mondiales sont toujours accommodantes, mais elles commencent à se resserrer et certaines banques centrales émergentes réagissent en relevant leurs taux directeurs. La réduction des mesures de soutien de politique monétaire va donc coïncider avec la stabilisation et le ralentissement du cycle économique dans ces pays.

## Vulnérabilités extérieures

Depuis le mois d'avril, le dollar s'apprécie contre l'euro sous l'effet de plusieurs facteurs :

1. l'accélération de la dynamique économique des États-Unis par rapport à celle de la zone euro ;
2. la divergence des trajectoires d'inflation, l'IPC sous-jacent peinant à rebondir dans la zone euro alors que l'inflation se rapproche de l'objectif outre-Atlantique ;
3. la moindre synchronisation des politiques monétaires (la Fed est plus restrictive que la BCE) ;
4. enfin, la perception plus aigüe du risque politique/géopolitique dans l'ensemble du monde.

Depuis le « taper tantrum » de 2013, les vulnérabilités extérieures des pays émergents ont diminué. Les balances des paiements se sont améliorées, à de rares exceptions près. Les cinq pays qualifiés autrefois de fragiles (Brésil, Inde, Indonésie, Turquie et Afrique du Sud) ont pour la plupart réussi à ajuster leurs déséquilibres externes. À cet égard, seule la Turquie (et dans une moindre mesure l'Afrique du Sud) est encore aussi vulnérable qu'en 2013. Dernièrement, le déficit courant des pays importateurs de matières premières tels que la Turquie et l'Inde s'est creusé sous l'effet de la hausse des cours pétroliers.

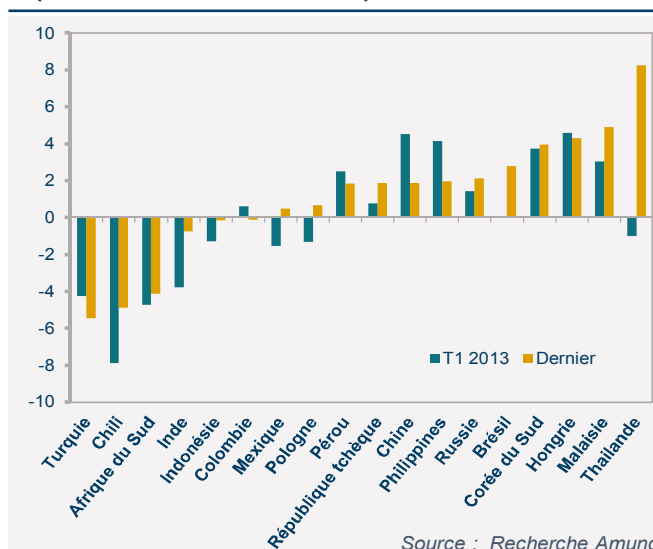
Toutefois, l'augmentation sensible des entrées de capitaux ces dernières années a permis d'accumuler des réserves de change qui servent à absorber les chocs dans les périodes de volatilité accrue. Dans la plupart des cas, plusieurs indicateurs des ratios d'adéquation des réserves de change (comme la couverture des importations et le ratio des réserves sur la dette externe à court terme) sont en amélioration.

Au cours des derniers accès d'agitation sur les marchés, les investisseurs ont d'abord visé les pays les plus vulnérables sur le plan extérieur : l'Argentine et la Turquie (voir encadrés). Le déficit courant de la Turquie s'est creusé, passant de 5,8 % du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre 2013 à 6,3 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2018, tandis que les IDE sont restés stables (0,8 % du PIB) et n'ont donc pas permis de financer convenablement le déficit ; les ratios d'adéquation des réserves du pays sont très faibles, avec 4 mois de couverture des importations et des réserves qui ne représentent que 0,7 % de la dette externe à court terme. L'Argentine, pour sa part, affiche une forte dépendance envers les flux de capitaux étrangers : les investissements de portefeuille ont représenté 8 % du PIB en 2017 pour se contracter à 6,4 % (au 4<sup>e</sup> trimestre 2017), et le déficit courant est passé de 0,9 % du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre 2013 à 4,9 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2017. La pression s'est ensuite accrue sur d'autres pays présentant une grande fragilité, comme le Brésil avec sa situation budgétaire (voir encadré).

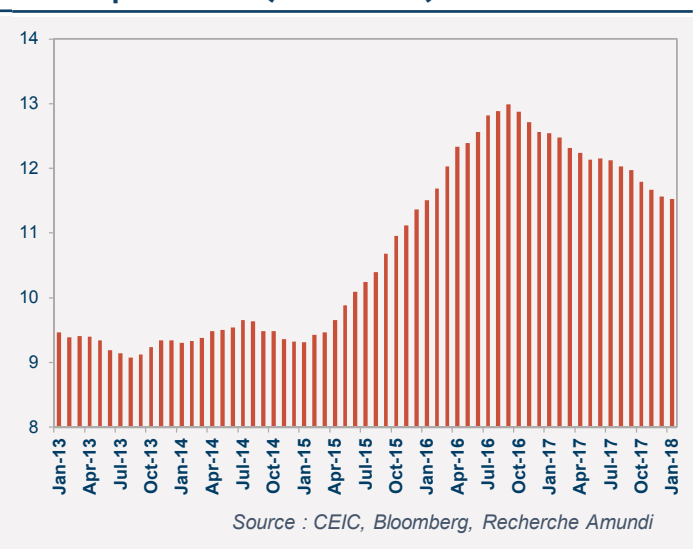
## Vulnérabilité des banques et du secteur financier

Depuis la Crise financière mondiale, le secteur bancaire est devenu beaucoup plus réglementé dans l'ensemble du monde : le levier des bilans a diminué, les exigences de fonds propres ont été relevées et la liquidité est soumise à des normes nettement plus strictes. Contrairement à sa situation dans les crises précédentes, le secteur bancaire des pays émergents est aujourd'hui moins dépendant envers les créances internationales/étrangères et les banques sont plus axées sur l'économie domestique/régionale, ce qui réduit le risque de propagation mondiale en cas d'incident local. En réalité, les banques des marchés émergents ont désormais plus d'importance à l'échelle internationale.

### 1/ Balance de base des marchés émergents (balance courante + IDE)



### 2/ ME Réserves de change en mois d'importations (hors-Chine)



Le risque de « dollarisation » (risque de change) a un peu baissé depuis la grande crise financière, et davantage depuis la dépréciation du CNY entamée en 2015 ; mais il demeure non négligeable. Les bonnes pratiques déployées par les banques ont aidé à réduire sensiblement les crédits aux ménages et à renforcer la couverture de l'activité avec les entreprises grâce aux politiques macro-prudentielles des autorités monétaires de certains pays émergents. De plus, les prêts en devises accordés aux entreprises visent de plus en plus celles qui disposent de revenus en dollars. Toutefois, on peut dire que la dimension réelle du risque de change est incertaine. Notre vision d'un risque atténué provient d'une analyse « bottom-up » conduite au niveau des banques et des entreprises.



### Turquie : les autorités n'ont d'autre choix que de redonner de la crédibilité à leurs politiques économiques !

#### Ratings

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Ba2 / Watch Neg	BB- / Stable	BB+ / Stable

Si la **Turquie** fait figure d'Eldorado avec près de 7,5 % de croissance du PIB réel en 2017 et au premier trimestre de cette année, ne nous y trompons pas **l'économie turque est sur le fil du rasoir**. Le rythme de croissance actuel n'est pas soutenable et nous continuons de prévoir un ralentissement marqué pour cette année, avec une croissance de 4,3 % en moyenne. Les effets de base devraient se tarir. La consommation des ménages et l'investissement privé devraient ralentir. Le crédit, source de financement de la demande privée, a crû de plus de 40 % depuis 2013. Il représente aujourd'hui près de 85 % du PIB et ne peut continuer d'augmenter à un tel rythme. Par ailleurs, pour faire face à la chute de sa monnaie, la banque centrale turque a dû, relever son taux directeur de 800 pb à 17.75 % et ce, en moins de deux mois. **Ce durcissement massif des conditions monétaires devrait donc peser sur la demande interne, d'autant qu'il n'est pas certain qu'il suffise à stabiliser l'inflation dans les mois à venir** et donc éviter une baisse du pouvoir d'achat des ménages.

Enfin, même si les exportations devaient augmenter, les importations restent élevées de sorte qu'au total le commerce extérieur devrait contribuer négativement à la croissance.

Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance sont limitées. Les pressions sur l'inflation et sur la livre ne vont pas disparaître de sitôt et plaident donc en faveur du maintien d'une politique monétaire restrictive. La dette publique est relativement faible (environ 30 % du PIB) mais le déficit public atteint aujourd'hui 3 % du PIB. **Un relâchement supplémentaire de la politique budgétaire serait sans aucun doute mal perçu** par les marchés et s'avère donc peu probable. Les récentes interventions publiques du Président Erdogan n'ont fait qu'accroître le sentiment de défiance des investisseurs internationaux déjà inquiétés par une dérive du déficit courant (6 % du PIB), des réserves de change en baisse — couvrant à peine 5 mois d'importations- et une dette libellée en devises équivalente à 65 % du PIB. Nul doute que **si les autorités turques n'arrivent pas à crédibiliser leurs politiques économiques, les sorties de capitaux, déjà substantielles, ne feront qu'accélérer.**

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.0	4.4
Inflation (en GA, %)	10.4	6.2	7.4	8.2	8.8	8.5	11.9	10.9
Taux de chômage (%)	9.1	8.5	9.1	10.0	10.3	10.9	10.9	10.5
Dette publique (% du PIB)	36.5	32.7	31.4	28.8	27.6	28.3	28.5	27.8
Solde budgétaire (% du PIB)	-0.7	-1.8	-1.5	-1.4	-1.3	-2.3	-2.3	-2.9
Dette privée (% du PIB)	61.5	63.0	72.0	75.0	80.0	85.0	85.0	na
Balance courante (% du PIB)	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.5	-5.4
Dette ext. brute (% du PIB)	36.7	38.8	41.1	43.1	46.2	47.0	na	na
Réserves de change (mois d'importations)	4.4	4.6	5.3	5.5	5.9	6.0	4.7	4.0
Taux directeur de la banque centrale (%)	5.8	5.5	4.5	8.3	7.5	7.5	8.0	8.0
Taux de change ARS / USD	1.56	1.90	1.78	2.15	2.33	2.91	3.54	4.24
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-9.90	2.80	-2.80	-6.10	0.40	-1.90	-14.40	na

Sources : Datastream, Recherche Amundi mis à jour le 20/06/2018



**Brésil :  
les vieilles habitudes pèsent sur la politique budgétaire**

**Ratings**

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Ba2 / Stable	BB- / Stable	BB- / Stable

Tout d'abord, précisons qu'au regard des différents indicateurs que nous suivons, le **Brésil n'est absolument pas vulnérable sur le plan externe**. Le déficit courant brésilien est relativement faible (0,4 % du PIB) comparé à ce qu'il était au moment du « taper tantrum » (3,2 %). Quant à la dette externe, son niveau est toujours assez modeste, à près de 15 % du PIB, et les ratios d'adéquation des réserves sont robustes (la couverture des importations représente à peu près 30 mois).

À la suite des perturbations causées par l'appréciation du dollar, nous sommes convaincus qu'**une conjonction de facteurs domestiques a placé le Brésil sous le feu des projecteurs aux côtés d'autres pays émergents jugés vulnérables notamment sur le plan externe**.

- 1. Détérioration des conditions économiques.** Après les dernières publications de chiffres du premier trimestre, les anticipations optimistes à l'égard de la croissance du PIB sur l'ensemble de 2018 ont été nettement revues à la baisse. En raison du ralentissement de la croissance des salaires réels, la consommation des ménages reste faible. De plus, l'activité économique du mois de mai a été affectée par une grève des chauffeurs de poids lourds. L'inflation atteint des niveaux historiquement faibles : le pic des cours pétroliers ne s'est pas répercuté sur les consommateurs en raison de la politique de gel des tarifs de Petrobras. Les risques pour l'économie sont orientés à la baisse.
- 2. L'absence d'avancées sur le front des réformes de la sécurité sociale et la privatisation de la dette d'Eletrobras** qui s'ajoutent à la résurgence de vieilles habitudes en matière de fixation des prix du pétrole (ayant abouti à la démission du DG de Petrobras) pèsent lourdement sur les comptes du pays et limitent la possibilité de rendre la politique budgétaire plus soutenable. **Le déficit budgétaire est compris entre 5 % et 10 %, tandis que la dette publique se rapproche des 90 % du PIB.** Les discussions entre Petrobras et le gouvernement se sont intensifiées afin d'organiser les enchères de gisements pétroliers prévues par les contrats de transfert de droits avec pour objectif d'augmenter les recettes budgétaires de l'exercice en cours.
- 3. Après un cycle d'assouplissement prolongé, le marché s'attendait à un *statu quo* de la banque centrale brésilienne pendant quelque temps, à la faveur d'une inflation très modeste.** Toutefois, l'appréciation récente du dollar et le sentiment d'une certaine capitulation concernant la position budgétaire, dans un environnement politique qui s'annonce très incertain, ont frappé de plein fouet le réal et contraint la BCB à intervenir. **La dernière réunion du comité de politique monétaire a reflété une approche flexible et très pragmatique de la part de la banque centrale, qui adopte une position neutre vis-à-vis de l'objectif d'inflation tout en demeurant attentive à l'impact de la dépréciation du réal sur l'évolution des prix.**

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.6	-3.5	1.0	1.7
Inflation (en GA, %)	6.5	5.8	5.9	6.4	10.7	6.3	3.5	3.2
Taux de chômage (%)	8.0	7.4	7.1	6.8	8.5	11.5	12.7	12.6
Dette publique (% du PIB)	61.2	62.2	60.2	62.3	72.6	77.6	83.1	87.3
Solde budgétaire (% du PIB)	-2.5	-2.5	-3.0	-5.4	-10.3	-9.0	-7.8	-8.3
Dette privée (% du PIB)	65.0	68.1	72.3	71.5	76.8	71.5	68.6	na
Balance courante (% du PIB)	-2.9	-3.0	-3.0	-4.2	-3.3	-1.3	-0.5	na
Dette ext. brute (% du PIB)	11.8	13.3	12.7	14.4	18.6	18.2	15.4	na
Réserves de change (mois d'importations)	17.8	19.8	18.2	19.1	25.2	31.2	29.3	na
Taux directeur de la banque centrale (%)	11.0	7.3	10.0	11.8	14.3	13.8	7.0	6.5
Taux de change ARS / USD	1.65	1.87	2.05	2.36	2.66	3.96	3.25	na
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-4.8	-9.2	-5.7	-0.4	-20.2	24.6	-4.3	

Sources : Datastream, Recherche Amundi mis à jour le 20/06/2018


**Argentine :  
des temps difficiles encore à venir**
**Ratings**

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
B2 / Stable	B+ / Stable	B / Stable

**Contexte**

Après l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en 2015 et le règlement de la dette externe avec les « créanciers réfractaires », les marchés étaient positifs vis-à-vis des actifs argentins. Néanmoins, l'ajustement de l'économie s'est fait « trop progressivement », creusant les déficits jumeaux et nuisant à la crédibilité des politiques conduites par le gouvernement. Par faute du creusement du déficit budgétaire, l'inflation a dépassé l'objectif, entamant son accélération au second semestre 2017. L'aggravation du déficit de la balance courante a rendu les besoins de financement externe encore plus grands. L'anxiété des investisseurs locaux et étrangers, qui s'est accompagnée d'une fuite de capitaux, a porté un coup au taux de change et aux réserves. En mai, la banque centrale a dû relever son taux directeur à 40 %. Dans la difficulté, l'Argentine s'est vue contrainte de demander de l'aide au FMI, et a signé une lettre d'intention pour un accord de crédit stand-by de 50 Mds \$ sur 3 ans, dont les conditions sont toujours en cours de négociation. Des prêts multilatéraux devraient également fournir 5,7 Mds \$ de liquidités supplémentaires. Malgré cette enveloppe, nous pensons que l'Argentine va au-devant de graves difficultés macroéconomiques, sociales et politiques. La mauvaise situation de l'économie a déjà des conséquences politiques, puisqu'elle a causé la démission du gouverneur de la banque centrale Federico Sturzenegger et de son équipe, avant son remplacement par l'ancien ministre des Finances Luis Caputo. Les mesures d'austérité requises pour satisfaire les conditions du prêt du FMI vont probablement soulever des pressions sociales et politiques. La population n'a pas oublié le souvenir amer des précédents plans d'aide du FMI. De plus, nous anticipons des difficultés surtout au regard du contexte macroéconomique mondial actuel.

**Perspectives macroéconomiques**

Les perspectives macroéconomiques sont loin d'être idéales. La croissance du PIB devrait être inférieure à 1 % en 2018, affaiblie par les taux d'intérêt élevés, les efforts de consolidation budgétaire et la mauvaise production agricole liée à la sécheresse. La devise continue de se déprécier : l'ARS a déjà perdu plus de 30 % de sa valeur contre l'\$ cette année. En raison de cette dépréciation, l'inflation va probablement encore accélérer, alors qu'elle s'établit déjà à 27 % (contre un objectif de 15 %). L'objectif d'inflation du FMI pour fin 2019 est fixé à 17 %.

**Comptes externes**

Compte tenu de la hausse des paiements des intérêts de la dette externe, de la situation de plus en plus négative de la balance des services et de la position de la balance commerciale, maintenant déficitaire, le déficit courant se creuse. Celui-ci pourrait atteindre 28 Mds \$ en 2018, soit 5 % du PIB. Les réserves de change s'élèvent désormais à tout juste 49 Mds \$ (moins de 8 % du PIB) en raison des sorties de capitaux du compte financier et des rachats de dollars effectués par les investisseurs locaux. Les besoins de financements externes bruts au cours des 12 prochains mois sont estimés à plus de 100 Mds \$, y compris le remboursement de dette externe, soit bien plus que le prêt du FMI (50 Mds \$) déployé sur 3 ans.

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	6.0	-1.0	2.4	-2.5	2.7	-1.8	2.9	0.8
Inflation (en GA, %)	9.5	10.8	10.9	23.9	na	na	24.8	28.0
Taux de chômage (%)	7.2	7.2	7.1	7.3	6.7	8.4	8.4	8.0
Dette publique (% du PIB)	37.5	38.9	41.7	43.6	55.1	53.3	52.6	65.0
Solde budgétaire (% du PIB)	-2.7	-3.0	-3.3	-4.3	-5.8	-6.4	-6.5	-5.5
Dette privée (% du PIB)	18.4	19.2	19.8	17.2	18.7	18.2	19.8	
Balance courante (% du PIB)	-1.0	-0.4	-2.1	-1.6	-2.7	-2.7	-4.8	-5.0
Dette ext. brute (% du PIB)	26.4	23.6	24.0	25.8	27.0	34.4	36.0	45.0
Réserves de change (mois d'importations)	8.5	8.4	6.1	5.6	6.5	7.3	7.0	6.0
Taux directeur de la banque centrale (%)	-	-	-	-	33.0	24.7	28.7	40.0
Taux de change ARS / USD	3.9	4.3	4.9	6.5	8.4	12.9	15.8	33.0
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-4.8	6.4	-4.9	-12.6	18.8	-28.4	-6.1	

Sources : Datastream, Recherche Amundi, mis à jour le 20/06/2018



# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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 bénéficiaires) et autres. ([www.msclbarra.com](http://www.msclbarra.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).

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 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)

Crédit photo: iStock by Getty Images — Courtneyk

**Directeur de la publication****BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche