

### 3 Donald Trump : une politique de dollar fort, malgré lui

DIDIER BOROWSKI, *Recherche, Stratégie et Analyse*

BASTIEN DRUT, ROBERTA FORTES, *Stratégie et Recherche Économique*

Suite à l'élection de Donald Trump, le dollar s'est apprécié atteignant son plus haut niveau depuis 2003, avant de retomber quelque peu depuis le début de l'année (le taux de change effectif est actuellement 2,4 % au-dessus de son niveau de début novembre). Dans quelle mesure la politique fiscale américaine va-t-elle soutenir le billet vert ? Cette question est cruciale non seulement pour l'économie américaine (selon le modèle de la Fed une hausse de 10 % du dollar équivaut à une remontée des taux de la Fed d'environ 100pb) mais aussi pour les économies émergentes dans la mesure où l'appréciation du dollar fragilise les économies endettées en dollar.

**L'histoire montre que les épisodes de relance budgétaire américaine correspondent à un dollar fort.** Les deux épisodes de surréaction à la hausse du dollar observés au cours des 40 dernières années coïncident avec deux épisodes marquants d'allègement de la fiscalité (sous Reagan au début des années 1980 et sous Bush en 2001-2003). Ces deux épisodes sont néanmoins de nature très différente :

- **Sous Ronald Reagan**, la politique monétaire très restrictive de la Fed, visant à briser l'inflation (alors proche de 14 %), a joué un rôle déterminant. C'est la combinaison d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire expansionniste qui explique l'appréciation du dollar.
- **Sous George W. Bush**, en revanche, le dollar s'est apprécié alors même que les taux d'intérêt (taux directeurs et taux longs) diminuaient. Les baisses d'impôts ne sont d'ailleurs pas à l'origine du mouvement de hausse du dollar (ce dernier avait commencé bien avant) ; mais elles ont probablement nourri le mouvement de surréaction (via les anticipations sur la croissance).

**La situation actuelle est néanmoins unique à plus d'un titre** (inflation, dynamique de la dette, positionnement de l'économie dans le cycle). En l'occurrence, c'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein emploi. La comparaison avec les années Reagan ne tient pas la route (cf. article « *Trump peut-il être le nouveau Reagan ?* », D. Borowski, Cross Asset Investment Strategy, décembre 2016). En 2017, nous faisons l'hypothèse d'un vote d'un paquet de mesures fiscales (baisses d'impôts pour les entreprises et les ménages) voté à la mi-2017 qui devrait permettre de prolonger le cycle à l'horizon 2018<sup>1</sup>. Dans un discours prononcé le 19 janvier (« *The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy* »), Janet Yellen continuait certes de plaider pour une remontée graduelle des taux directeurs. Mais on comprend, en creux, que les décisions de politique budgétaire vont jouer, cette année, un rôle déterminant dans la conduite de la politique monétaire.

**En 2017, le dollar devrait bénéficier d'un ou plusieurs facteurs spécifiques :**

1. **Le décalage de cycle (en faveur des États-Unis) va continuer de soutenir le dollar.** Les États-Unis sont au plein-emploi ce qui n'est pas le cas de leurs principaux partenaires commerciaux. Une stimulation fiscale exacerberait inévitablement les pressions inflationnistes et pourrait forcer la Fed à remonter davantage ses taux pour ancrer les anticipations d'inflation. Les autres banques centrales ne sont pas dans ce cas de figure :

<sup>1</sup> Les parlementaires républicains, dans leur majorité, sont hostiles à une expansion budgétaire car très opposés à une dérive supplémentaire de la dette. Dans ces conditions, l'augmentation du déficit budgétaire devrait être contenue (inférieure à 1 % du PIB ex ante). Néanmoins, la manière de compenser les baisses d'impôts (hausse de la base fiscale via un ajustement fiscal à la frontière par exemple ou baisse de dépenses (santé, éducation etc.)) fait encore l'objet de débats dans le camp républicain. Les investisseurs, à l'instar de la Fed, attendent des éclaircissements de l'administration Trump.

#### L'essentiel

**Le dollar est à son plus haut niveau depuis 2003. Dans quelle mesure la politique fiscale américaine va-t-elle soutenir le billet vert ?** Cette question est cruciale non seulement pour l'économie américaine mais aussi pour les économies émergentes, très endettées en dollar.

**L'histoire montre que les épisodes de relance budgétaire américaine correspondent à un dollar fort.** Mais c'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein emploi. Les décisions de politique budgétaire vont donc jouer, cette année, un rôle déterminant dans la conduite de la politique monétaire. **En 2017, le dollar devrait bénéficier d'un ou plusieurs facteurs spécifiques :** décalage de cycle, possible ajustement fiscal à la frontière, baisse du taux d'imposition sur les profits rapatriés.

**Dans ces conditions, il ne faut pas exclure un mouvement de surréaction à la hausse du dollar. Mais ce dernier ne serait sans doute pas amené à durer très longtemps.** Car le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde (d'environ 10 %), ce qui préoccupe d'ailleurs la nouvelle administration. **Et toutes les devises ne réagiraient sans doute pas de la même façon...**



C'est la première fois qu'un programme de relance budgétaire et fiscale est discuté alors que l'économie est proche du plein-emploi

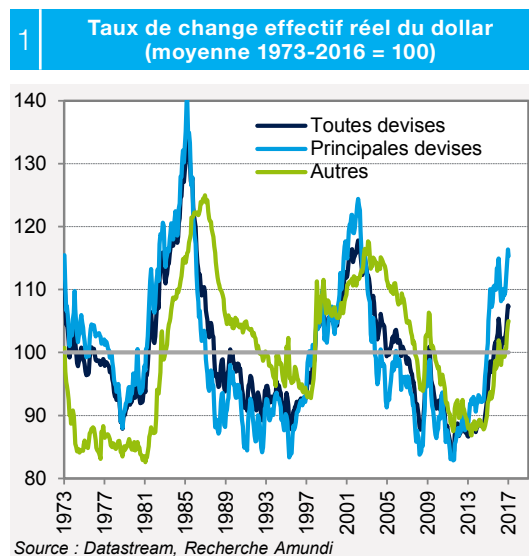


Février 2017

- a. **Au sein de la zone euro**, les facteurs cycliques expliquent la faiblesse de l'inflation sous-jacente. En dehors d'Allemagne, les économies sont encore loin du plein-emploi. L'inflation sous-jacente ne devrait pas accélérer et la BCE abandonner son QE. Ce dernier est par ailleurs nécessaire pour endiguer une éventuelle contagion de la remontée des taux américains<sup>2</sup>.
- b. **Au Royaume-Uni**, en dépit des pressions inflationnistes liées à la baisse de la livre, la BoE reste accommodante, en raison des risques induits par les négociations sur le Brexit (qui s'annoncent longues et difficiles).
- c. **Au Japon**, il n'est pas question à ce stade pour la BoJ d'abandonner sa politique de ciblage des taux longs (l'objectif est de maintenir le taux 10 ans à zéro).
- d. Enfin **en Chine**, la PBoC est contrainte de poursuivre une politique monétaire accommodante pour stabiliser l'économie<sup>3</sup>.

**Dans ces conditions, une politique de stimulation fiscale creuserait les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grandes zones**, qui se sont nettement creusés après les élections. En décembre, l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne était au plus haut depuis 1989 et l'écart de taux 2 ans au plus haut depuis 2000. Il convient toutefois d'être prudent dans le cas particulier de la zone euro (cf. « *Points morts d'inflation et taux nominaux: analyse des pressions haussières actuelles et à venir* »), puisque les taux allemands restent à des niveaux très bas, notamment avec des points morts d'inflation qui restent à des niveaux très déprimés<sup>4</sup>.

**2. Un ajustement fiscal à la frontière (« Border Adjustment Tax ») apprécierait le dollar.** Même si Donald Trump a récemment rejeté cette option jugée « trop compliquée » à ses yeux, il semble qu'elle soit toujours sur la table du côté des Républicains du Congrès. En théorie, **les ajustements fiscaux à la frontière sont neutres pour la compétitivité.** Ex ante, un tel ajustement a les mêmes effets sur le commerce extérieur qu'une dévaluation (hausse du prix des importations, baisse du prix des exportations). **La monnaie du pays qui procède à un tel ajustement est censée s'apprécier immédiatement** par le jeu des variations attendues de l'offre et la demande de devises. On démontre que l'appréciation de la devise du pays qui procède à un ajustement de ce type vient compenser le gain de compétitivité procuré *ex ante*. Ainsi pour une taxe de 20 % à la frontière (le montant proposé par la chambre des représentants<sup>5</sup>), le dollar devrait s'apprécier de 25 %, laissant le prix relatif inchangé. Ce mécanisme de marché n'a cependant rien



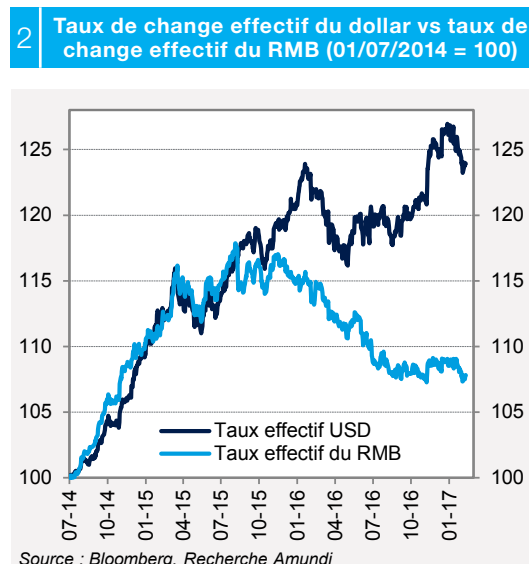
“ Une politique de stimulation fiscale creuserait les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grandes zones ”

<sup>2</sup> En fait, la montée des taux nominaux qui fait suite à une remontée des anticipations d'inflation en zone euro est certainement bienvenue pour la BCE. Ce qui, en revanche, ne le serait pas, serait une remontée des taux nominaux déconnectée des fondamentaux de la zone euro (induite par exemple par une hausse des anticipations d'inflation propre aux États-Unis). On peut a priori compter sur la communication ou l'action de la BCE pour endiguer une éventuelle contagion de ce type. La BCE pourrait aussi intervenir pour éviter que le risque électoral en zone euro ne génère des primes de risque trop élevées susceptibles de peser sur la reprise.

<sup>3</sup> La récente remontée des taux de la PBoC n'est pas le prélude à un durcissement significatif des conditions monétaires locales. Elle vise probablement à retirer un excès d'accommodation monétaire (car les prix à la production sont tournés en territoire positif) et probablement aussi à envoyer un message de bonne volonté à l'administration américaine : la PBoC ne cherche pas à déprécier sa devise.

<sup>4</sup> La remontée pour de bon de l'inflation totale au-delà de 1 % (la dernière fois que cela s'est produit était en octobre 2013) devrait jouer positivement à la fois sur les anticipations d'inflation et sur la prime de risque d'inflation, et tirer les taux allemands un peu plus haut. A contrario, la persistance d'une inflation sous-jacente modérée (aux alentours de 1 % en glissement annuel en fin d'année dans la zone euro dans notre scénario central) ne milite pas en faveur d'une remontée brutale des taux d'intérêt.

<sup>5</sup> Certains membres de l'équipe Trump ont laissé entendre qu'une mise en place progressive de cette taxe était envisageable. Par exemple, en créant une taxe de 10 %. Il s'agit sans doute de rassurer les secteurs importateurs, d'éviter de déstabiliser les chaînes de production et/ou de provoquer une appréciation du dollar trop importante.



Février 2017

d'automatique. Une appréciation de cette ampleur est très improbable. L'expérience britannique sous Margaret Thatcher est mise en avant.

**3. L'impôt sur les profits rapatriés serait abaissé à 10 %.** On estime à quelque 2500 Mds \$ le montant des profits accumulés par les entreprises américaines en dehors des États-Unis en raison d'une fiscalité trop lourde. Cette trésorerie est probablement déjà en grande partie détenue en dollar de sorte que l'effet direct des rapatriements sur la monnaie américaine serait moindre. Mais les rapatriements pourraient donner lieu à une nouvelle vague de rachats d'actions américaines, ce qui ne manquerait pas d'attirer les investisseurs internationaux, en dépit de valorisations boursières excessives. Le mouvement pourrait même être renforcé à court terme par les anticipations de hausse du dollar.

**4. Les mesures protectionnistes seraient probablement positives pour le dollar, au moins dans un premier temps.**

- a. La montée du protectionnisme exacerberait les pressions inflationnistes. Or c'est naturellement d'abord dans les pays proches du plein emploi que les banques centrales réagiraient le plus vite ;
- b. L'économie américaine étant assez fermée, elle serait relativement épargnée par l'affaissement du commerce mondial ;
- c. En revanche, à moyen terme, le recours à des mesures protectionnistes affaiblirait le rôle dollar comme devise dominante dans les échanges internationaux, portant un coup à son statut de devise de réserve.

**En définitive, plusieurs éléments sont en faveur du dollar. Une politique budgétaire de plus grande ampleur que ce qui est anticipé le pousseraient encore davantage à la hausse. Auquel cas il s'agirait d'un mouvement de surréaction qui ne serait pas amené à durer longtemps. Car il faut avoir en tête que le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde (voir graphique 4).** En janvier, nos modèles de valorisation arrivaient à la conclusion que le taux de change réel effectif américain était surévalué de quasiment 10 %. Le modèle FEER de William Cline du Peterson Institute (mentionné par la nouvelle administration américaine) estimait, pour sa part, que le dollar était surévalué d'environ 11 % mi-novembre. À la lumière de ces estimations, **il apparaît clairement que l'évolution du dollar sera un thème extrêmement sensible pour la nouvelle administration américaine.** C'est vraisemblablement pour cette raison que le président Trump multiplie les déclarations sur le fait que le dollar est trop fort et sur la supposée manipulation du taux de change par la Chine, le Japon ou encore l'Allemagne.

**Évidemment, toutes les devises ne réagiront pas de la même façon aux politiques de la nouvelle administration américaine.** Avec la politique de ciblage de taux 10 ans à zéro de la BoJ, toute montée des taux américains élargirait l'écart de taux et jouerait à la hausse sur la parité USD/JPY. Le yen souffrirait donc vraisemblablement d'une politique budgétaire agressive aux États-Unis. Cela est un peu moins vrai dans le cas de l'Europe où il existe des raisons de voir les taux longs remonter mais où il faut aussi compter avec un risque politique élevé avec les élections qui arrivent. De leur côté, le **dollar canadien** et le **peso mexicain** resteront sous pression un bon moment avec les vellétés de revoir le traité de libre-échange nord-américain (ALENA). Mais ce n'est pas le seul facteur. Concernant le Canada, la morosité de l'économie et la faiblesse de l'inflation pourraient inciter la banque centrale à se montrer encore plus accommodante, ce qui devrait renforcer le décalage cyclique avec les États-Unis. Quant au Mexique, des difficultés propres comme le recul de la production pétrolière et la hausse des pressions inflationnistes associée à une baisse de la croissance, exerceront aussi des pressions baissières sur la devise.

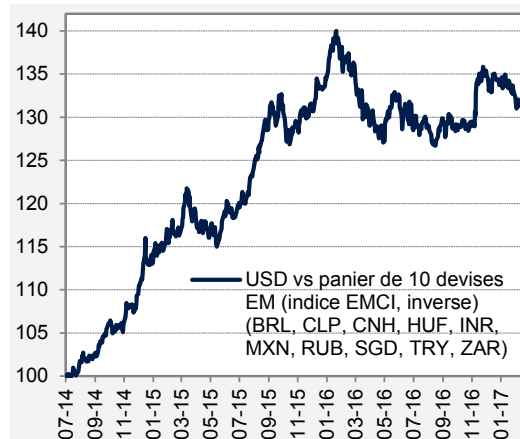
**Concernant les pays émergents, ce sont les devises asiatiques qui devraient le plus souffrir de l'administration Trump,** car l'Asie concentre les économies les plus exposées aux échanges commerciaux, qui justement exportent des produits manufacturés. Depuis le début de son mandat, Donald Trump montre que le protectionnisme n'est pas seulement un argument de campagne, mais le cœur même de son programme politique : en abandonnant



Le dollar est déjà l'une des devises les plus surévaluées du monde



**3 USD vs panier de devises émergentes (01/07/2014 = 100)**



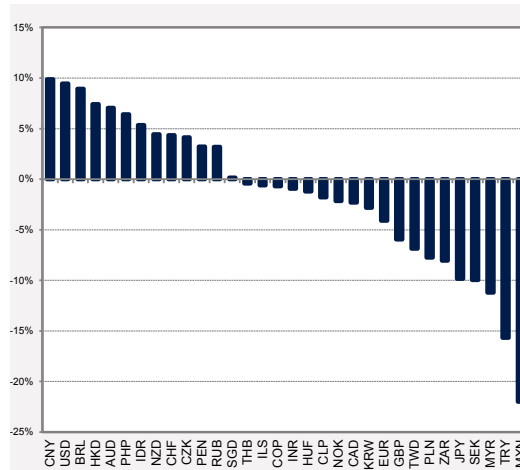
Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Le dollar canadien et le peso mexicain resteront sous pression un bon moment



**4 Sur/sous-évaluation de devises selon les modèles Amundi**



Source : Recherche Amundi

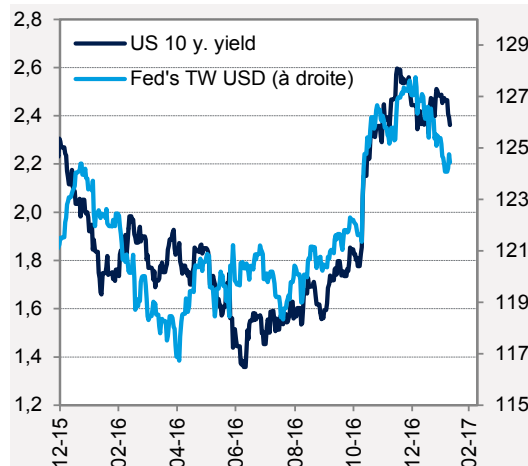
Février 2017

l'accord du Partenariat transpacifique (TPP) dès sa prise de fonction, puis en évoquant la renégociation de l'ALÉNA, Donald Trump a clairement montré au monde entier qu'il fera en sorte que le commerce mondial s'affaiblisse. Cette perspective n'est clairement pas favorable aux marchés asiatiques, car depuis longtemps la demande extérieure est leur principal moteur de croissance. Par conséquent, ces économies devraient moins bénéficier de la croissance américaine. Même si l'ensemble de la région peut être malmené, nous pensons que **le won coréen (KRW)** pourrait être l'une des devises les plus pénalisées, car Donald Trump a expressément critiqué l'accord bilatéral de libre-échange entre la Corée du Sud et les États-Unis. Compte tenu de ses récentes interventions, il faut s'attendre à ce que cet accord soit modifié. Tel pourrait être le cas, même si nos modèles montrent que le KRW est sous-évalué, peut-être en partie en raison de la crise politique qu'a connue le pays en 2016. Nous avons également une vision négative du **peso philippin (PHP)** et du **baht thaïlandais (THB)**, car le pays est fortement exposé aux États-Unis (voir graphique 6).

La Chine est l'un des principaux partenaires commerciaux des États-Unis ; par conséquent, si des restrictions commerciales sont mises en place, elles devraient affecter toute la région en raison des liens commerciaux étroits entre la Chine et les économies asiatiques. De plus, une diminution des échanges commerciaux entraînerait de nouvelles pressions baissières sur le CNY qui est, selon nos modèles, la devise la plus surévaluée parmi les principales économies. Les autorités chinoises ont réussi à éviter que leur devise ne connaisse des mouvements brutaux malgré d'importantes sorties de capitaux en 2016 (des mesures comme des contrôles de capitaux et le recours aux réserves de change ont été largement utilisées). Mais sous la présidence de Donald Trump, les risques baissiers ont certainement augmenté pour le CNY en raison d'éventuels différends dans la relation commerciale des deux pays, mais aussi de l'évocation de la manipulation de la devise. Par conséquent, **les risques baissiers du CNY nous semblent élevés**. Et une dépréciation désordonnée du renminbi serait sans aucun doute très néfaste pour les devises asiatiques. Mais pas seulement. Pour l'ensemble des devises émergentes. Ces 20 dernières années, l'importance de la Chine dans les relations commerciales des marchés émergents a fortement augmenté et elle s'étend maintenant bien au-delà du groupe des pays asiatiques. Comme nous l'avons récemment montré (« *Le renminbi, nouvelle pierre angulaire des devises émergentes* », B. Drut, R. Fortes, Cross Asset Investment Strategy, juillet 2016), depuis la dévaluation d'août 2015, le CNY est devenu la principale devise de référence pour plusieurs devises émergentes. Autrement dit, la moindre fluctuation du CNY a depuis un plus fort impact sur la trajectoire de ces devises.

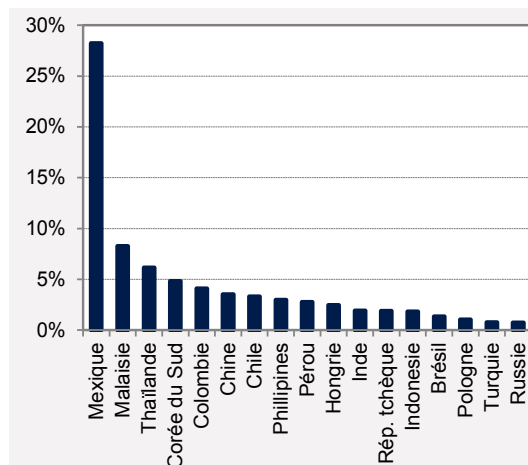
**Cela renforce sans aucun doute les risques baissiers pesant sur un scénario déjà compliqué pour les devises émergentes :** 1) ces économies pourraient s'adapter à un nouvel environnement marqué par un repli (possible) des échanges commerciaux mondiaux, surtout celles axées sur la production manufacturière ; 2) étant donné le degré élevé d'incertitude politique et géopolitique, ce qui est peu favorable aux actifs risqués et 3) le durcissement de la politique monétaire aux États-Unis pourrait entraîner des sorties de capitaux de ces économies, notamment celles dont la balance extérieure est moins solide (telles que le peso colombien (COP), le rand Sud-Africain (ZAR) et la lira Turquie (TRY)) (voir graphique 7) et dont la devise est déjà chère, comme le réal brésilien (BRL). Cela dit, il est important de souligner que compte tenu de la baisse des perspectives d'inflation pour le Brésil, son taux d'intérêt réel est particulièrement attractif, ce qui constitue un facteur de soutien pour la devise. C'est également le cas pour la Russie. De plus, une activité économique robuste et des prix du pétrole plus élevés rendent le rouble (RUB) intéressant. Dans l'ensemble, nous continuons de penser que la tendance des devises émergentes dépendra en grande partie des caractéristiques individuelles de chaque pays et, notamment, de leurs fondamentaux macroéconomiques.

**5 US 10 y. yield vs Fed's TW USD**



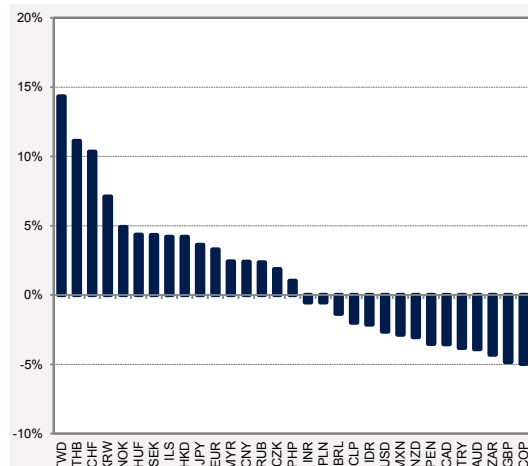
Source: Bloomberg, Recherche Amundi

**6 Exportations aux États-Unis (en % du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi

**7 Compte courant (% du PIB)**



Source : Datastream, Recherche Amundi





**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**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**  
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**  
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**  
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**  
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**  
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**  
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

### Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**  
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**  
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,  
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

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, Société anonyme au capital de 746262615 € - 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 - mfiatt / batdelfuego99 / aiblec