

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Juillet 2019

**France: les réformes continuent
malgré les risques**

Research
& Macro
Strategy

France: les réformes continuent malgré les risques



TRISTAN PERRIER
Économiste Senior
Recherche macroéconomique

Achevé de rédiger le 21/07/2019

L'essentiel

- Au cours des 18 premiers mois de son mandat, Emmanuel Macron a mené un ensemble très conséquent de réformes inspirées par une politique de l'offre et le modèle de la flexi-sécurité nordique.
- Si les réalisations les plus marquantes ont porté sur la fiscalité et le marché du travail, les efforts ont aussi visé les marchés de biens et de services, les minima sociaux et l'organisation de certains grands régimes de solidarité.
- Cette politique a été saluée par les organisations internationales, certains classements faisant apparaître la France comme celui des grands pays développés ayant conduit le plus de réformes favorables à la croissance de long terme au cours des dernières années, une situation en net contraste avec celle des pays voisins.
- L'amélioration graduelle des comptes publics s'est également poursuivie.
- La crise des Gilets Jaunes a ensuite contraint le gouvernement à dévier de sa ligne initiale, en faveur de mesures de soutien à la demande et d'un ralentissement de la consolidation budgétaire.
- La dynamique pro-offre reste cependant bien engagée, avec, encore, des étapes majeures réalisées ou prévues en 2019 et au-delà.
- Malgré la crise des Gilets Jaunes et le test politique mitigé des élections européennes, les équilibres politiques restent favorables à la poursuite des réformes.
- Le principal test sera la réforme des retraites, à présent prévue pour le T1 2020.
- Les cibles budgétaires du gouvernement sont, pour leur part, probablement trop ambitieuses.
- A court terme, le risque principal vient davantage d'une résurgence des tensions sociales que de l'opposition politique traditionnelle, très affaiblie.
- L'effet cumulé des réformes sera positif et perceptible sur la croissance potentielle et le chômage structurel, améliorant la position relative de l'économie française par rapport à celles des pays voisins.
- Il faudra toutefois davantage que cette seule amélioration macroéconomique pour répondre aux importants mécontentements générés, en France comme dans les autres pays développés, par les transformations structurelles de l'économie.

“ Les réalisations les plus marquantes ont porté sur la fiscalité et le marché du travail.”

Au cours des 18 premiers mois de son mandat, le Président français a mené à bien un ensemble conséquent de réformes inspirées par une politique de l'offre et la flexi-sécurité nordique, en ne rencontrant que peu d'opposition.

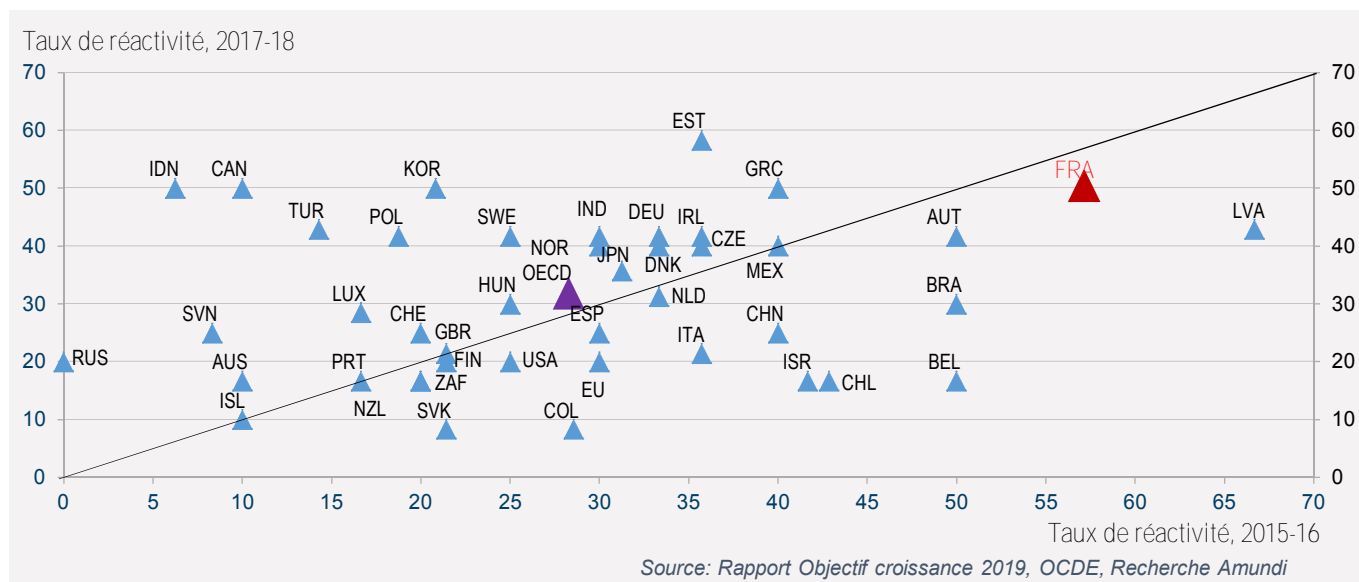
- **E. Macron a, en 2017 et 2018, réalisé plusieurs réformes économiques généralement conformes aux recommandations d'organisations comme l'OCDE ou la Commission Européenne.** Ces décisions peuvent être décrites comme répondant aux principes à la fois d'une politique de l'offre et du modèle flexi-sécuritaire nordique: recherche d'un environnement d'affaires favorisant les entreprises et mettant l'accent sur l'innovation,

la concurrence et les nouveaux entrants, réduction de la protection des positions acquises sur les marchés du travail, des biens et des services, accent mis sur la mobilité et la formation, réformes de certains grands dispositifs sociaux pour les simplifier et en améliorer le pilotage, parfois en les centralisant, plutôt que pour en réduire drastiquement l'ampleur. Les résistances à ces réformes ont été limitées en raison de la faiblesse des partis politiques traditionnels, assommés par leur lourde défaite électorale de 2017, et des importantes divergences de vues entre syndicats.

- Les principales étapes de cette politique ont été :
 - # **Une refonte de la fiscalité** en faveur des entreprises et des salariés, et en défaveur des retraités aisés, du tabac et du carburant.
 - # **Des réformes du marché du travail, de l'apprentissage et de la formation professionnelle** visant à introduire plus de flexibilité et, dans certains cas, à réduire le rôle des syndicats dans les négociations professionnelles et l'administration financière des régimes sociaux.
 - # **Une réforme de la SNCF** visant notamment à mettre fin, pour les futurs salariés, au statut professionnel spécifique des cheminots.
 - # **Des efforts en faveur de l'éducation**, notamment dans les zones défavorisées.
 - # **Un relèvement de certains minima sociaux** (allocation adulte handicapé -AAH et allocation de solidarité aux personnes âgées – ASPA)
 - # **Diverses mesures visant à réduire les blocages réglementaires contraignant l'offre** sur les marchés de produits et services (dont les très importants marchés de l'immobilier et des services médicaux).
 - # **Le lancement d'un plan d'investissement** de 57 Mds € (environ 2,5 % du PIB) sur 5 ans.
- **Ces efforts ont été salués par les organisations internationales** : dans son rapport sur la France d'avril 2019, l'OCDE estime ainsi à **3,2 % après 10 ans l'effet positif sur le PIB** des seuls changements déjà effectifs portant sur la fiscalité, le marché du travail et la simplification administrative pour les entreprises. La même organisation classe également la France, dans son rapport *Objectif Croissance 2019*, comme étant **le grand pays développé ayant fait le plus de réformes favorables à la croissance de long terme en 2017 et 2018** (à égalité avec le Canada) après, déjà, une 1^{re} place en 2015-2016 (la 2^{de} moitié du mandat de F. Hollande ayant également donné lieu, déjà, à d'importantes réformes pro-offre).

“Les efforts de la France ont été salués par les organisations internationales.”

1/ Taux de réactivité aux recommandations du programme *Objectif Croissance* de l'OCDE



Blocages structurels de l'économie française : le diagnostic des organisations internationales

Les problèmes structurels de l'économie française sont largement documentés par les organisations internationales dites « pro-marchés » qui, dans l'ensemble, convergent dans leurs analyses.

Ainsi, par exemple, le FMI identifiait en juin 2019, dans la conclusion de sa revue annuelle (*Article IV*) sur la France, plusieurs « défis de longue date ». Étaient soulignés, notamment, le niveau élevé de l'endettement public et le ratio dépense publique / PIB le plus élevé d'Europe. Du point de vue social, tout en reconnaissant une meilleure situation en France que dans les pays comparables en termes d'inégalités et de pauvreté, le FMI soulignait la faible hausse du niveau de vie, la persistance d'importantes inégalités des chances et le niveau élevé du chômage structurel, notamment pour les groupes vulnérables. Le niveau de plus en plus élevé de l'endettement privé* attirait aussi l'attention.

De même, dans *Étude Économique* sur la France d'avril 2019, l'OCDE insistait sur le poids excessif de la dépense publique, le taux de chômage très élevé de certains segments de la population, les rigidités des marchés du travail, des produits et des services et l'inadaptation de la fiscalité actuelle pour inciter à une croissance respectueuse de l'environnement.

* D'après les chiffres de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) la dette des ménages français a augmenté de 49% à 59% du PIB entre fin 2008 et fin 2018. Celle des entreprises non financières, pour sa part, a progressé de 117% à 139% du PIB. Cette évolution distingue nettement la France des autres grands pays de la zone euro (Allemagne, Italie et Espagne) où l'endettement des ménages et des entreprises a décru, rapporté au PIB, durant la même période (à l'exception de l'endettement des ménages italiens, resté pratiquement stable). La croissance économique française au cours des 10 dernières années s'explique donc, davantage que dans les économies comparables, par une hausse de l'endettement du secteur privé.

- **Le début du mandat a également été marqué par la poursuite de l'amélioration du solde budgétaire**, avec un déficit public de 2,5 % du PIB en 2018 (après 2,8 % en 2017) obtenu via une légère réduction du poids de la dépense publique et une baisse plus modérée encore de celui des prélèvements obligatoires. Le déficit structurel s'est également amélioré à -2,3 % du PIB (après -2,4 % en 2017).

Cependant, après cette période relativement facile, la surprise de la crise des Gilets Jaunes, à partir de novembre 2018, a contraint le gouvernement à des concessions significatives, faisant davantage de place au soutien de la demande et entraînant un ralentissement de la consolidation budgétaire.

- # **En tout, plus de 15 Mds € (ou 0,7 % de PIB) de mesures budgétaires ont été annoncées** entre décembre 2018 et avril 2019, dont l'annulation de hausses de taxes prévues sur l'essence, des réductions de cotisations sociales et d'impôts pour les retraités et salariés modestes, la ré-indexation de certaines retraites sur l'inflation, la défiscalisation d'heures supplémentaires et de certaines primes et l'augmentation de la prime d'activité en faveur des travailleurs à bas revenus. **L'un des effets de ces décisions devrait être de porter le déficit public français temporairement au-dessus de 3 % du PIB en 2019** (sachant qu'une remontée temporaire du déficit à 2,9 % en 2019 était déjà prévue avant la crise des Gilets Jaunes, en raison du cumul exceptionnel, cette année, d'un crédit d'impôt sur les entreprises et des baisses de charges sociales qui le remplaceront à l'avenir). Une partie de ces efforts sera toutefois financée par le report de baisses d'impôts prévues pour les entreprises et la limitation de certaines niches fiscales.
- # **Le gouvernement a aussi tenté de rassurer les populations des zones périphériques, et de donner aux politiques menées une image moins élitiste**, via d'autres promesses spécifiques: engagement à ne pas fermer d'école ni d'hôpital d'ici la fin du mandat et fermeture de l'ENA, souvent perçue comme un symbole de la formation de hauts fonctionnaires coupés des réalités vécues par la population.

“La crise des Gilets Jaunes a contraint le gouvernement à des concessions significatives.”

- # Ces évolutions sont venues faire craindre un coup d'arrêt à la dynamique des réformes. De même, la crise des Gilets Jaunes, dont les images spectaculaires ont été très diffusées à l'étranger, a écorné la crédibilité internationale du Président français qui s'était fait le champion du renforcement des institutions européennes. Concernant le volet européen, notons que les résultats obtenus n'étaient, de toute façon, que mitigés. La France a, certes, pu obtenir une avancée significative avec la mise en place d'un budget de la zone euro (restreint toutefois à des missions d'investissement et de soutien à la convergence, et non pas de stabilisation de la conjoncture). Cependant, la méfiance à l'égard des initiatives du Président français est restée de mise dans les pays du Nord (manifestée notamment par la successeur d'A. Merkel à la tête du parti CDU allemand, A. Kramp-Karrenbauer). Les dirigeants italiens, dont le gouvernement « anti-système » se situe, par de nombreux aspects, aux antipodes politiques de celui d'E. Macron, ont, de leur côté, tenté d'exploiter politiquement les difficultés internes du gouvernement français.
- # Le mouvement des Gilets Jaunes s'est toutefois nettement apaisé au printemps 2019. La cote de popularité du Président est remontée (30 % en juin 2019, soit ce qu'elle était avant la crise des Gilets Jaunes, au cours de laquelle elle était descendue jusqu'à 18 %). Le résultat des élections européennes de mai 2019, premier grand verdict des urnes depuis 2017, s'il n'a apporté à son parti que 22,4 % des électeurs, soit un peu moins qu'au premier tour de l'élection présidentielle et moins que le score du Rassemblement National, a tout de même été perçu avec soulagement au regard de ce qui était craint quelques mois auparavant.

Grands chiffres macroéconomiques, comparaison			
	France	Allemagne	Zone euro
Croissance du PIB réel, %, prév. CE pour 2019	1.3	0.5	1.2
Croissance du PIB réel, moy. ann. 2015-2018	1.5	1.9	2.1
Taux de chômage, 2018, %	9.1	3.4	8.2
Solde budgétaire général, 2018, % du PIB	-2.5	1.7	-0.5
Dette publique brute, 2018, % du PIB	98.9	60.9	88.0
Solde extérieur courant, 2018, % du PIB	-0.7	7.4	3.0

Source: Eurostat, FMI

Malgré un contexte politique et social désormais nettement moins favorable qu'au début du mandat présidentiel, l'accalmie actuelle n'ayant pas fait disparaître le risque de nouvelles tensions, le gouvernement affiche résolument sa volonté de poursuivre les réformes pro-offre.

- Trois grands chantiers ont déjà avancé depuis la crise des Gilets Jaunes ou doivent être finalisés d'ici début 2020 :
 - # Une réforme de la fonction publique, votée fin mai à l'Assemblée. Ce texte vise à rendre les carrières des fonctionnaires moins rigides, à réduire le pouvoir qu'exercent sur elles les syndicats et à diversifier le recrutement des administrations.
 - # Une nouvelle étape de la réforme de l'assurance-chômage, dont les principes ont été annoncés mi-juin. Elle vise notamment à réduire l'utilisation abusive des contrats courts alternant avec des périodes d'indemnisation, phénomène coûteux et souvent considéré comme une cause importante du haut niveau du chômage structurel en France. Une réduction de l'indemnisation des hauts salaires, l'une des plus généreuses du monde, est également prévue.

“ Le gouvernement affiche résolument sa volonté de poursuivre les réformes pro-offre.”

- # **Surtout, une très ambitieuse réforme des retraites**, dont les principes (probables) ont été annoncés mi-juillet pour une approbation parlementaire au S1 2020. Elle consiste principalement à regrouper la quarantaine de régimes existant en un dispositif commun, effectif en 2025, et, via un système de points, à établir une correspondance entre cotisations versées et droits à la retraite. Initialement présentée dans le programme présidentiel comme une transformation de structure, budgétairement neutre à court terme, cette réforme devrait tout de même intégrer des mesures incitant les travailleurs à partir plus tardivement en retraite.
- **La visibilité sur les réalisations prévues au cours des dernières années du mandat est moindre, mais l'action gouvernementale devrait être poursuivie dans au moins trois grandes directions :**
 - # **De nouvelles mesures sectorielles pro-offre sur les marchés de biens et de services** (augmentation de la concurrence et soutien à l'innovation via la poursuite du déploiement du plan d'investissement).
 - # **Une avancée supplémentaire dans la direction de la flexi-sécurité** via la fusion de plusieurs dispositifs sociaux afin de créer un revenu universel d'activité.
 - # **Une accentuation des efforts de consolidation budgétaire via des économies de dépense publique.** Alors que la réduction du déficit structurel devrait être limitée en 2019 et 2020 (passage de 2,3 % à 2,2 % de PIB en deux ans, concessions aux Gilets Jaunes oblige), il est prévu de reprendre ensuite les efforts pour l'abaisser à 1,5 % en 2022.

Prévisions officielles de finances publiques (en % du PIB)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Solde budgétaire général	-2.8	-2.5	-3.1	-2.1	-1.7	-1.3
Solde structurel (% du PIB potentiel)	-2.4	-2.3	-2.2	-2.2	-1.8	-1.5
Dépense publique	55	54.4	53.8	53.2	52.7	52.1
Taux de prélèvements obligatoires	45.2	45	43.8	43.9	43.9	43.8
Dette publique	98.4	98.4	98.9	98.9	98.3	97

Source: Rapport sur l'évolution de l'économie nationale et sur les orientations des finances publiques, 2 juillet 2019

Le plus probable est qu'au moins une partie de ces projets deviendront réalité et que la dynamique des réformes en France n'est donc pas épuisée, malgré des risques et des projections budgétaires trop ambitieuses.

- **Les équilibres politiques actuels restent favorables au gouvernement.** Si E. Macron n'a pas élargi sa base électorale, les élections européennes ne l'ont pas moins fait apparaître comme seul défenseur crédible des institutions face à la droite « anti-système » en consacrant l'extrême affaiblissement des grands partis traditionnels. En effet, alors que les élections de 2017 avaient déjà vu le parti Socialiste passer en dessous du seuil de 10 % des votes, il en a été de même pour la première fois, aux Européennes, avec les Républicains (droite modérée). Le Président peut, dès lors, relativement facilement faire valoir que personne d'autre que lui n'est en mesure de faire face au Rassemblement National (arrivé en tête avec 23,3 % des suffrages), dont les thèses restent rejetées par une majorité de la population.
- **En plus de cette légitimité par défaut, le Président peut compter sur le maintien de sa très forte majorité parlementaire**, sur les divisions des syndicats et sur leur incapacité, démontrée durant la crise des Gilets Jaunes, à faire la jonction avec le mécontentement populaire.

“ Le test principal pour la poursuite des réformes sera la bonne réalisation de celle des retraites début 2020.”

- **Le test principal pour la poursuite des réformes sera la bonne réalisation de celle des retraites début 2020.** Elle constitue en effet une prise de risque non négligeable pour le gouvernement alors que les enquêtes montrent que l'opinion publique y est moins favorable qu'il y a quelques mois (47 % d'avis négatifs d'après un sondage paru début juillet, il est vrai avant que le gouvernement renonce à accompagner la réforme structurelle de mesures d'économie). Il n'est pas sûr, toutefois, que les oppositions à cette réforme parviennent à se fédérer, tant le sujet est technique et il est difficile, pour une grande partie des personnes concernées, d'en saisir les implications pour elles-mêmes. De plus, certains syndicats de salariés y sont favorables (quoiqu'avec des nuances) et elle ne concerne ni les retraités actuels, ni les personnes devant prendre leur retraite d'ici 5 ans.
- **Les réformes des marchés de produits et services se heurteront, comme toujours, à l'opposition des intérêts établis des professions concernées, mais pourraient tout de même aboutir à d'importantes réalisations si le gouvernement fait preuve de ténacité.** Les résistances pourraient, d'ailleurs, avoir moins de relais politiques que par le passé, notamment en raison de l'affaiblissement de la droite traditionnelle, historiquement attentive à l'intérêt des professions libérales, dont certaines sont souvent considérées par les organisations internationales comme excessivement protégées de la concurrence par la réglementation.
- **En revanche, la capacité du gouvernement à poursuivre vigoureusement la réduction du déficit structurel est très incertaine.** La crainte d'attiser de nouvelles tensions sociales, le calendrier électoral (élections municipales au printemps 2020, puis approche de la campagne pour la présidentielle de 2022) et la volonté de sauvegarder la dynamique des réformes ne sont pas propices à la réalisation des économies annoncées de dépenses publiques. De plus, si la France est, aujourd'hui, en raison de la taille réduite de son secteur industriel, moins directement touchée par les tensions commerciales internationales que l'Allemagne ou l'Italie, la prévision de croissance de 1,4 % sur laquelle sont construites les hypothèses du gouvernement pourrait vite s'avérer un peu optimiste en cas d'à-coup sur la croissance de l'ensemble de la zone euro. Toutefois, l'extrême faiblesse des taux d'intérêt pourrait apporter aux finances publiques un ballon d'oxygène plus important que prévu.
- **Enfin, la visibilité reste faible sur la capacité de la France à mobiliser ses partenaires autour de nouvelles initiatives européennes,** dans un contexte où l'Allemagne, qui doit gérer sa propre transition politique alors que s'achève l'ère Merkel, pourrait avoir du mal à lui fournir un appui affirmé. De plus, la montée en puissance de la Chine, évolution majeure des relations internationales, si elle peut être un motif de mobilisation commune, peut aussi rendre la coordination européenne encore plus délicate. En effet les enjeux et risques liés au renforcement chinois peuvent présenter des aspects spécifiques pour la France, géopolitiquement très exposée en Afrique, dans l'Océan Indien et dans le Pacifique, situation que les autres pays de la zone euro ne partagent pas ou peu.
- **À court terme, le risque principal est, cependant, celui de nouvelles tensions sociales, répétition des événements de fin 2018 et début 2019, notamment au vu de la réforme prévue des retraites.** Notons aussi que les élections municipales de 2020 (et leur prolongation au Sénat) pourraient être l'occasion, pour le parti du Président, de gagner de solides positions dans ces instances dont il est encore largement absent, victoires à double tranchant qui pourraient donner à certains segments de la population une impression de concentration excessive des pouvoirs.

“À court terme, le risque principal est celui de nouvelles tensions sociales notamment au vu de la réforme prévue des retraites.”

Estimation par l'OCDE de l'effet d'une partie des réformes de 2017-18 sur le PIB par habitant après 10 ans

	PIB par habitant	Via l'emploi	Via la productivité
Réformes du marché du travail 2017-18			
Formation professionnelle	0.6	0.4	0.1
Moindre extension administrative des accords de branche	0.7	0.7	0
Réduction de l'incertitude du coût du licenciement	0.3	0.2	0.1
Changements portant sur la fiscalité			
Baisses de charges sociales	0.2	0.2	0
Baisse de l'imposition du capital	0.8	0	0.8
Augmentation de la prime d'activité	0.5	0.5	0
Simplification administrative et marché des produits	0.4	0.2	0.2
Total	3.2	2.1	1.1

Source: Rapport de l'OCDE sur la France, avril 2019

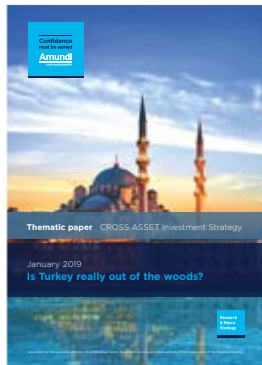
Malgré les résistances et les risques, nous jugeons que la dynamique des réformes structurelles en France, forte jusqu'à présent, n'est pas encore épuisée. Les résultats de ces réformes, en termes de hausse de la croissance potentielle et de baisse du taux de chômage structurel, devraient être visibles d'ici quelques années (une partie des effets des réformes menées lors de la seconde partie du mandat de F. Hollande étant déjà perceptible aujourd'hui). Ces résultats pourraient être, au final, supérieurs aux estimations de l'OCDE mentionnées plus haut, qui ne prennent en compte qu'un nombre limité de réalisations.

À cet égard, la situation française tranche avec celle des grands pays voisins, où les contextes politiques ne sont actuellement pas propices à de telles réformes. Nous attendons donc au moins une amélioration des performances économiques du pays, relativement au reste de la zone euro, au cours des prochaines années.

Il serait toutefois excessif de conclure que cette simple amélioration macroéconomique, si elle a bien lieu, et même si elle s'avère importante, suffise à apaiser définitivement les mécontentements qui se sont récemment illustrés de façon spectaculaire en France. Ceux-ci, présents sous des aspects divers dans de nombreux pays développés, sont en effet en général analysés comme trouvant leur origine dans les mutations structurelles du marché du travail et de l'organisation sociale générées par la mondialisation et les évolutions techniques. Au vu de tels défis, les quelques points de croissance en plus ou de chômage en moins envisageables du fait des réformes actuelles, droit tirées de la « boîte à outils » standard d'organisations comme l'OCDE ou la Commission Européenne, pourraient ne calmer en rien l'hostilité d'une partie de la population aux institutions en place. Notons tout au plus que, si personne n'a de remède-miracle à ces mécontentements, la crise des Gilets Jaunes a montré, en France, qu'une partie du désarroi de la population avait un fort aspect territorial (captation par les grandes villes de l'essentiel des effets positifs de la mondialisation, au détriment du reste du territoire). Résoudre ces fractures nécessiterait probablement au moins des chocs positifs d'offre en matière de logement, d'infrastructures et d'aménagement du territoire plus ambitieux que ceux envisagées aujourd'hui.

Last publications

THEMATIC PAPERS



France: les réformes continuent malgré les risques

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

Perspectives économiques 2020

Recherche Macroéconomique

Maroc: des risques économiques modérés

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

Pays d'Europe centrale: Horizon 2020

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

Résultats des entreprises en 2019: un net ralentissement est à prévoir!

Ibra WANE — Stratégie Actions

La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État ?

Valérie LETORT — Stratégie Taux

Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français ?

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,

Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite

France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

À la croisée des chemins_panorama des marchés de taux

Valentine AINOUS, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit

Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

Brexit: comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique

Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change Eric

MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions

Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Juillet 2019 | Thematic paper

Avertissement

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

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — benslimanhassan

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Conception et support

Berger Pia, équipe de Recherche

Poncet Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com