

LE THÈME DU MOIS

Impact de la politique budgétaire américaine sur la croissance, les marchés obligataires et le dollar

VALENTINE AINOUS, SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit
ROBERTA FORTES, SILVIA DI SILVIO, Stratégie Taux et Change
ANNALISA USARDI, Recherche Macroéconomique

Achévé de rédiger le 8/03/2018

L'essentiel

La politique budgétaire américaine soulève de nombreuses questions quant à son impact (économique, sur la politique monétaire, sur les taux d'intérêt à long terme, le dollar et plus généralement sur la classe d'actif obligataire). Les autorités américaines ont en effet décidé de stimuler une économie qui est proche du plein-emploi, ce qui ne s'est jamais vu dans l'histoire américaine. Cela va doper la croissance et l'inflation (à court terme) et se traduire simultanément par une augmentation de l'offre de papier, et ce au moment même où la Fed augmente ses taux directeurs et diminue la taille de son bilan. Nous revenons ici sur les différents scénarios envisageables sur le plan économique. En définitive, nous trouvons que l'impact économique sera substantiel mais temporaire et qu'il aura un impact limité sur la courbe, mitigé sur le crédit et pourrait en définitive peser sur le dollar.

Introduction

Après la grande réforme de la fiscalité approuvée juste avant la fin 2017 (*Tax Cuts and Jobs Act* ou TCJA) et prévoyant d'importantes réductions d'impôts pour les entreprises et les particuliers, le gouvernement américain a voté début février le *Bipartisan Budget Act* de 2018 (Loi budgétaire), qui fixe une augmentation des dépenses publiques. Juste après, la Maison Blanche a présenté le Budget de l'exercice 2019 (Budget du Président), qui prévoit, entre autres, un accroissement des dépenses d'infrastructure. Toutes ces mesures renforcent donc les risques haussiers entourant notre scénario central de croissance et d'inflation.

Le policy mix en bref

D'après les estimations, le TCJA gonflera le budget d'environ 1456 milliards USD entre 2018 et 2027 (ou 1071 milliards USD en tenant compte des effets positifs attendus sur l'économie); le déficit fédéral se creuserait pour sa part de 136 et 280 milliards US respectivement en 2018 et 2019 (104 et 246 milliards en estimation dynamique).¹ Selon les mêmes estimations, la Loi budgétaire ajoutera au déficit environ 60 et 140 milliards USD respectivement en 2018 et 2019 (calculs du CBO) en creusant l'écart entre recettes et dépenses et en relevant les plafonds des autorisations budgétaires².

Le Budget du Président a été préparé avant la Loi budgétaire et publié avec un supplément visant à tenir compte, entre autres, de certains écarts autorisés par cette dernière au niveau des dépenses intérieures. Il met l'accent sur une autre promesse de campagne importante de Donald Trump, à savoir son grand plan de rénovation des infrastructures. Après de nombreux débats et critiques, parfois soulevés par le Président lui-même, ce plan représente une pierre angulaire de son mandat et devrait prendre la forme de 200 milliards USD de dépenses fédérales étalées sur 10 ans, complétées par d'autres fonds privés et publics pour aboutir aux 1500 milliards USD promis. La Loi budgétaire comprend déjà environ 20 milliards USD de dépenses totales sur 2018 et 2019, soit la moitié des dépenses fédérales prévues dans le Budget du Président³.

¹ <https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5055>

² <https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/bipartisanbudgetactof2018.pdf>

³ <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/budget-fy2019.pdf>

Quel impact macroéconomique ?

Scénario central : Concernant l'économie, notre scénario central intègre déjà l'estimation de l'impact du TCJA. Grâce à l'élan donné aux bénéfices des entreprises et au revenu disponible des ménages, ainsi qu'à l'augmentation des dépenses discrétionnaires du gouvernement (que nous anticipions déjà avant la publication de la Loi budgétaire), la croissance devrait demeurer supérieure au potentiel pendant les huit prochains trimestres, et donc rapprocher l'inflation sous-jacente de l'objectif de la Fed. Le retrait progressif de la politique monétaire accommodante devrait donner lieu à une gestion attentive des impacts sur l'économie pour éviter à la fois une surchauffe de l'activité et un resserrement excessif des conditions financières. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance moyenne de 2,7 % en base annuelle en 2018, avec un IPC de 2,3 % et un PCE sous-jacent de 1,8 % en moyenne.

Tableau 1 / Scénarios de dépenses publiques

Milliards \$							
	Dépenses supplémentaires en plus des dépenses fédérales	Exercice 2018	Exercice 2019	Exercice 2020	Exercice 2021	Exercice 2022	Total (2018/2023)
Scénario 1	Dépenses estimées par le CBO	56	171	64	15	5	310
Scénario 2	Estimation du total des autorisations budgétaires	143	153				296
Scénario 3	Estimation des autorisations + dépenses d'infrastructure	193	203				396

Source: CBO, Recherche Macroéconomique Amundi

Évaluation des risques : Afin d'estimer les risques économiques de la mise en œuvre de la Loi budgétaire et du plan d'infrastructures du Budget du Président, nous avons évalué l'impact de plusieurs scénarios de dépenses publiques dans notre modèle économique. Les situations prises en compte dans ces scénarios vont de la mise en œuvre progressive sur plusieurs années, comme prévu par le CBO (scénario 1) à un rythme d'application plus soutenu (concentré en 2018 et 2019) dans lequel les autorisations budgétaires sont consommées en totalité pendant ces deux années (scénario 2), et enfin un scénario 3 dans lequel le plan d'infrastructure n'est mis en place que partiellement. Pour 2018, les trois scénarios représentent des niveaux de dépenses accrus, et permettent donc d'estimer toute une fourchette de réactions au niveau de l'économie.

Nous attribuons la plus forte probabilité (70 %) au scénario 1 et une probabilité moindre et égale (15 %) aux deux autres. Le Tableau 2 présente dans le détail l'impact estimé sur la croissance et le compare aux prévisions du scénario central.

Tableau 2 / Impact sur les prévisions économiques

Prévisions macroéconomiques pour les États-Unis		Scénario central		Scénario 1 ex ante		Scénario 2 ex ante		Scénario 3 ex ante		Scénario 1 ex post	
Année calendaire	2017	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
De T4 à T4	2,5	2,5	2,3	2,9	2,4	3,1	2,3	3,3	2,3	2,7	2,4
PIB et composantes											
PIB (glissement trimestriel annualisé)	2,3	2,7	2,2	2,9	2,4	3,1	2,5	3,2	2,6	2,8	2,4
Dépenses de consommation personnelle	2,8	2,6	2,4	2,7	2,6	2,9	2,7	2,9	2,6	2,7	2,6
Dépenses publiques	0,1	1,4	1,7	2,2	3,2	3,6	3,3	4,0	3,3	2,2	3,2
Investissements en capital fixe	4,1	4,8	2,7	4,8	2,0	4,5	1,8	4,5	1,7	4,4	1,8
Non résidentiels	4,7	5,6	3,1	5,5	2,4	5,2	2,1	5,1	2,0	5,0	2,2
Résidentiels	1,7	2,0	1,0	2,0	0,4	2,1	0,3	2,1	0,3	1,8	0,1
Exportations	3,4	4,6	4,2	4,3	4,0	4,2	3,9	4,2	3,9	4,8	4,3
Importations	3,9	4,9	3,4	5,0	3,6	5,4	3,7	5,5	3,7	4,5	3,5
Contributions au PIB											
Exportations nettes	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
Variation des stocks	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Variables de tendance (ga moyen)											
Indice des prix à la consommation	2,1	2,3	2,2	2,5	2,2	2,6	2,2	2,6	2,2	2,5	2,2
Déflateur prix conso sous-jacent (core PCE)	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0
PIB nominal	4,4	5,0	4,4	5,4	4,5	5,6	4,6	5,7	4,8	5,3	4,6

Prévisions incluant les modifications de la Loi budgétaire approuvée par le Congrès américain en décembre 2017.

Comme prévu, l'augmentation des dépenses publiques donnerait un élan supplémentaire à la croissance en renforçant la demande intérieure, ce qui donnera probablement lieu à des ajustements au niveau de l'offre; comme le taux d'utilisation des capacités progressera, contribuant à un resserrement supplémentaire du marché du travail, le rythme de l'inflation accélèrera dans un contexte de croissance toujours supérieure au potentiel. En revanche, alors que la demande intérieure et le PIB seront soutenus par ces nouvelles dépenses publiques, les moteurs de croissance sous-jacents (consommation, investissements et balance commerciale) adopteront des dynamiques différentes en fonction des scénarios.

Dans le scénario 1, nous avons également calculé l'effet de rétroaction, ou « ex-post » de l'ajustement des taux d'intérêt, des taux de change et du marché actions face aux nouvelles prévisions de croissance et de déficit. La hausse des taux d'intérêt et la dépréciation de l'USD pèseraient légèrement sur le potentiel de croissance, mais moins sur le risque d'inflation (en raison du moindre impact de l'USD).

Mais la situation n'est pas aussi rose qu'il n'y paraît : l'écart plus grand entre les recettes et les dépenses fédérales, faiblement compensé par l'amélioration de la dynamique de croissance, devrait provoquer un creusement du déficit du budget fédéral (estimé à plus de 5 % du PIB en 2019). La hausse de la demande intérieure risque d'entraîner une forte accélération des importations, ce qui contribuera à accentuer le déficit commercial. Le retrait de la politique monétaire accommodante via la normalisation du bilan de la Fed et le relèvement des taux directeurs dans un contexte d'inflation en hausse conduira à une remontée des taux d'intérêt à long terme qui renchéra le service de la dette, entraînant en plus une dégradation de la balance courante.

Certaines de ces conséquences se voient déjà dans la résurgence du thème des déficits jumeaux, qui devrait demeurer un sujet brûlant au cours des prochains mois.

Quel impact sur les marchés obligataires et sur le dollar ?

Afin d'évaluer l'impact de la réforme fiscale et du plan de dépenses d'infrastructure au niveau des marchés, nous devons considérer deux facteurs importants : (1) la fin du QE mondial et (2) la maturité du cycle économique américain dans le cadre de la poursuite de la croissance mondiale synchronisée.

I – La fin du QE mondial va transformer le paysage des marchés obligataires au cours des prochaines années.

Après la crise financière, les banques centrales des pays développés ont largement soutenu le marché obligataire au moyen de deux principaux canaux :

(1.) Les politiques monétaires non conventionnelles. Ces mesures visaient à stimuler l'activité et l'inflation dans un contexte où les taux directeurs étaient proches de leur limite basse. Elles se composaient de lignes de crédit bancaire et de plans d'achats d'actifs. En conséquence :

- **Les grandes banques centrales internationales ont acheté massivement des emprunts d'État.** Une grande partie de la dette publique est aujourd'hui détenue par les banques centrales des pays concernés : les États-Unis (20 %, soit 2432 milliards USD), l'Europe (20 %, soit 1913 milliards EUR) et le Japon (30 %, soit 10460 milliards JPY).
- **La BCE est également devenue un acteur majeur du marché des obligations d'entreprise en EUR.**

(2.) La « recherche mondiale de rendement ». Les politiques monétaires ont largement contribué à compresser les rendements souverains, en particulier en Europe et au Japon, où les banques centrales ont recouru à des taux négatifs pour stabiliser les économies. Les États-Unis ont été les premiers à sortir de la crise et à relever leurs taux directeurs. Depuis, le marché obligataire américain fait figure d'oasis dans le désert. 10 % du marché obligataire mondial présentent toujours un rendement négatif a donné lieu à des tendances de poids. Et notamment :

- **Forte demande d'actifs américains de la part d'investisseurs domestiques et étrangers.** L'encours d'obligations d'entreprise en USD détenues par des résidents étrangers a progressé de 45 % depuis 2012 et représente actuellement 40 % du total du marché du crédit privé en USD.
- **Forte demande en obligations *investment grade*.** Les investisseurs en quête de rendement ont fini par considérer le crédit IG comme un produit de taux.

Dans le contexte d'une inflation faible et de conditions monétaires très accommodantes, les spreads des obligations d'entreprise et les rendements souverains se sont contractés jusqu'à des niveaux records. Le taux de change effectif du dollar a bondi de 25 % entre 2014 et 2016.

2018 a marqué un tournant important, car l'économie mondiale affiche un net rebond synchronisé. Les banques centrales des pays développés retirent maintenant ensemble leurs dispositifs d'assouplissement monétaire.

(1.) **Aux États-Unis, la Fed commence à réduire progressivement la taille de son bilan** en ne réinvestissant pas le produit de certains titres arrivés à maturité, et en relevant ses taux d'intérêt.

(2.) **Dans la zone euro, la BCE devrait mettre un terme à son QE en septembre prochain.** La BCE a déjà réduit le rythme de ses achats d'actifs à 30 milliards EUR par mois, soit deux fois moins qu'en 2017.

(3.) **Au Japon, la BoJ continue d'augmenter la taille de son bilan,** mais moins vite. Dans la pratique, ses achats représentent aujourd'hui 50 000 milliards JPY par an, contre 80 000 jusqu'alors.

Le pic de liquidité est derrière nous. La taille des bilans de la Fed, de la BCE et de la BoJ augmentera de 220 milliards USD cette année, contre 1,1 tr en 2017, 1,5 en 2016 et 1,2 tr en 2015. Au niveau mondial, les volumes nets d'émissions d'emprunts d'État ne seront plus absorbés par les achats des banques centrales comme c'était le cas ces trois dernières années.

Le rebond des anticipations de croissance mondiale et le resserrement des politiques monétaires accommodantes ont déjà provoqué une révision à la hausse des prévisions relatives aux Fed Funds, à une remontée des rendements souverains, à quelques décollectes sur le marché du crédit et à une baisse du taux de change effectif du dollar.

II- Impact sur les taux, le dollar et le crédit

Taux : les taux longs pourraient remonter aux alentours de 3 %, peu de changement sur la courbe

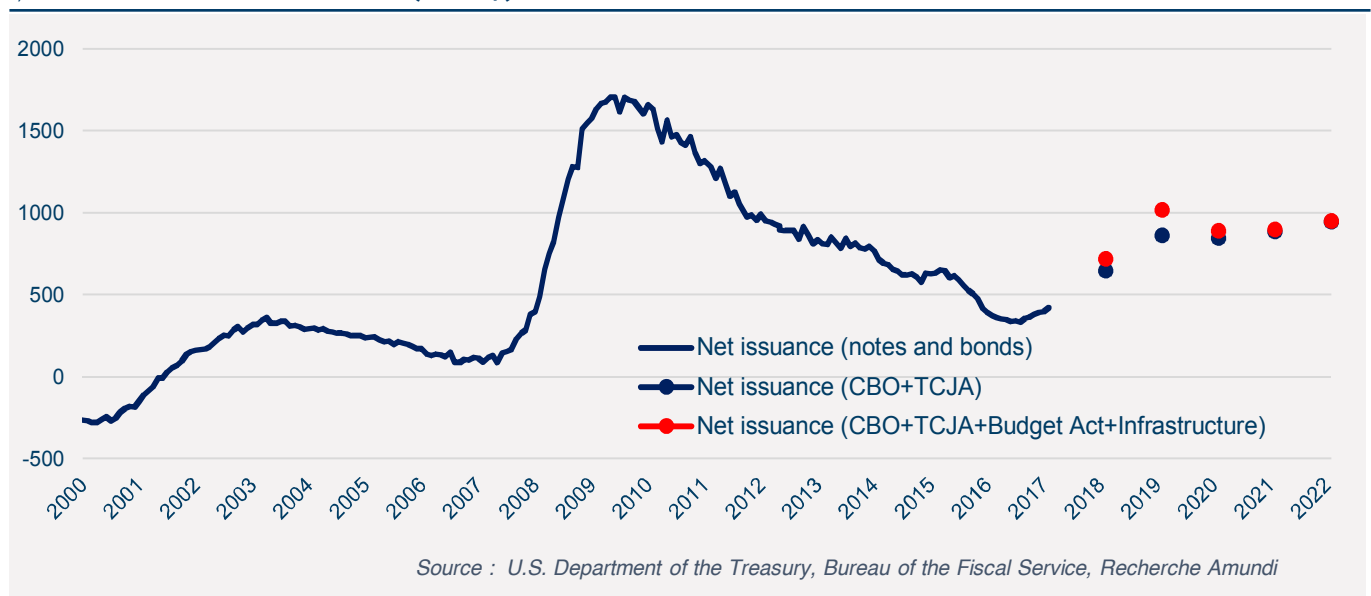
La révision à la hausse des prévisions de déficit dans le cadre du budget pose la question de l'évolution des besoins de financement des États-Unis au cours des prochaines années. Une fois appliquée, la réforme fiscale votée à la fin de l'année dernière (TCJA) va porter les émissions nettes de bons du Trésor à long terme à 649 milliards USD en 2018 et 867 milliards USD en 2019. Il faudrait ajouter à ce scénario l'impact de la Loi budgétaire et du plan d'infrastructures, qui gonflerait les émissions nettes à 724 milliards USD en 2018 et 1 022 milliards en 2019. Cet ensemble de prévisions tient compte des remboursements du portefeuille d'opérations d'*open market* de la Fed (SOMA) indiqués dans le calendrier officiel et estimés par Amundi.

(1.) Même si ces montants sont nettement plus importants qu'en 2016 et 2017, **les autres investisseurs ont prouvé dans le passé proche qu'ils pouvaient absorber des volumes similaires** (les achats nets des investisseurs hors Fed ont représenté 1 000 milliards USD en 2012).

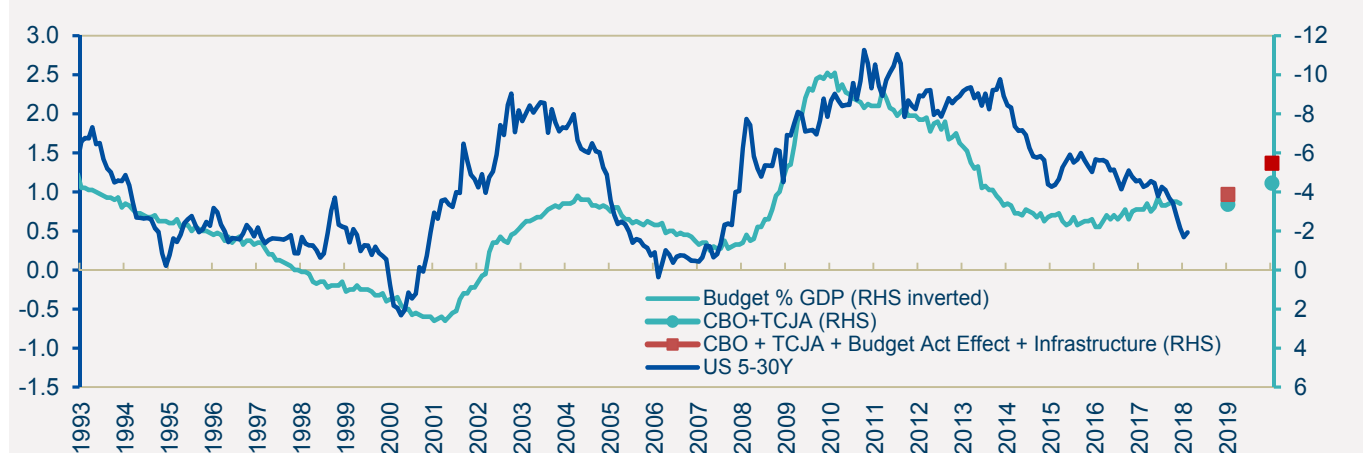
(2.) **Historiquement, la courbe des taux américaine a coutume de se pentifier quand le déficit budgétaire se creuse, car la partie longue anticipe une hausse de la prime de terme.** Un scénario tenant compte du TCJA impliquerait un déficit de 3,36 % du PIB en 2018 et 4,45 % en 2019, ce qui, toutes choses demeurant égales par ailleurs, risque de créer des tensions sur la pentification de la courbe.

(3.) Toutefois, cette augmentation du déficit surviendra dans des circonstances inhabituelles, à savoir en fin de cycle, pendant que la Fed normalise ses taux. Par conséquent, **l'effet de pentification peut être atténué par la hausse des taux de la partie courte,** qui continueraient d'anticiper un resserrement supplémentaire de la part de la banque centrale.

1/ Émissions nettes de titres (Mds \$)

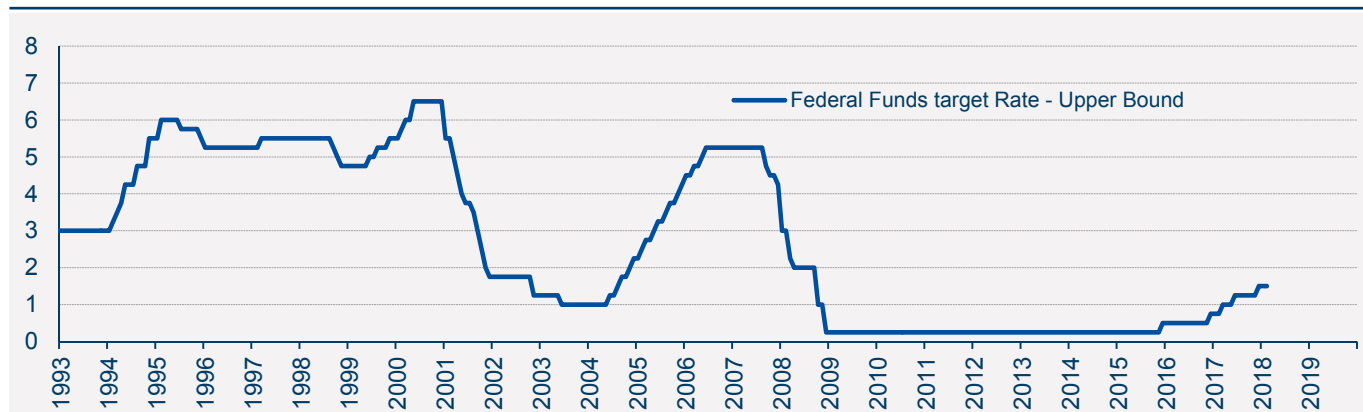


2/ Déficit du budget fédéral en % du PIB vs pente de la courbe des taux



Source : Bloomberg, Recherche Amundi Research, Données au 28/02/2018

3/ Taux des fed funds

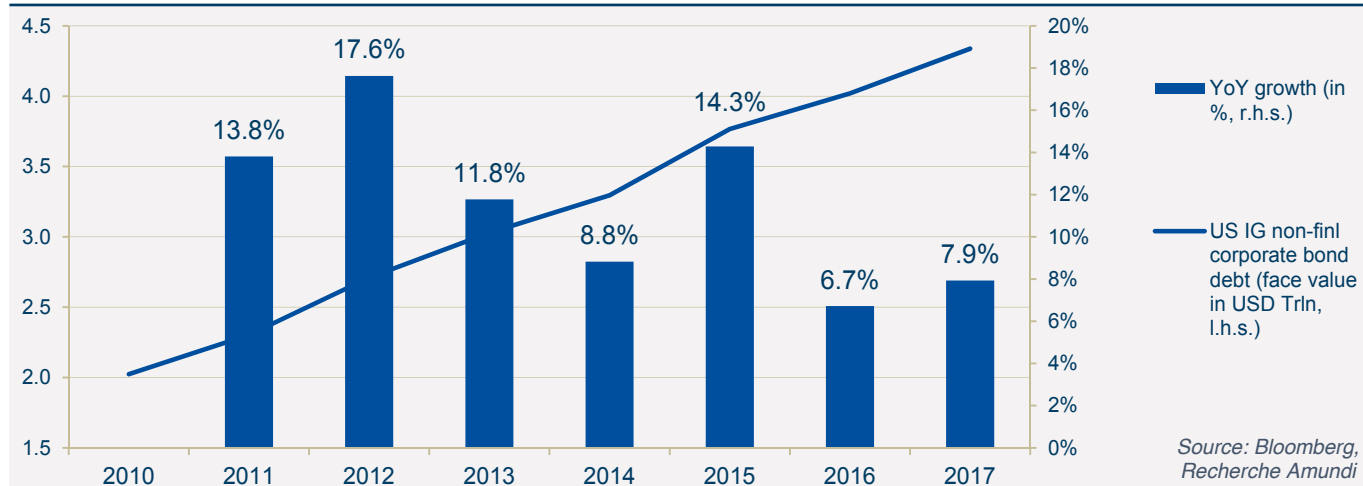


Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 28/02/2018

Crédit: les fondamentaux s'améliorent, mais les facteurs techniques semblent plus compromis à moyen terme.

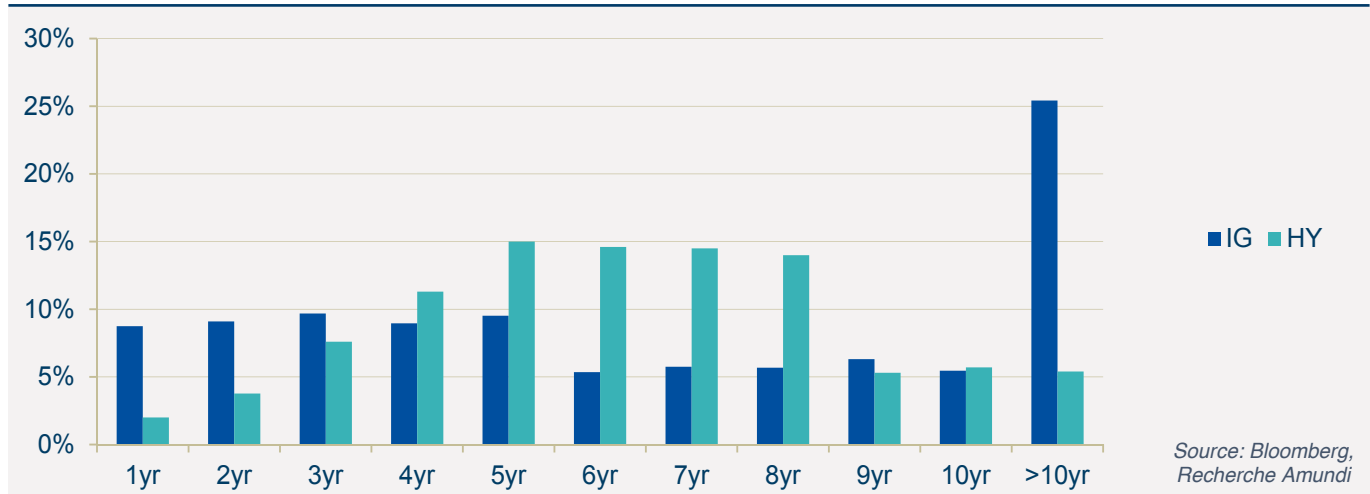
Les fondamentaux s'améliorent grâce au rebond de l'économie mondiale et à l'attitude plus prudente des émetteurs. Le levier des entreprises américaines se stabilise, voire diminue, dans certains cas, et cette tendance va probablement s'accroître avec la réforme fiscale. La hausse des chiffres d'affaires et des bénéfices va s'accompagner d'un moindre recours au financement par la dette parmi les différents canaux disponibles.

4/ La taille du marché US IG a doublé ces dernières années



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5/ Pas de mur d'échéances



Néanmoins, les facteurs techniques semblent plus compromis à moyen terme. Après plusieurs années de besoins de financement faibles et d'appétit pour le risque élevé de la part des investisseurs, le levier des entreprises américaines est proche de plus hauts records, et les besoins de refinancement de ces émetteurs vont nettement s'accroître au cours des prochaines années. Dans le même temps :

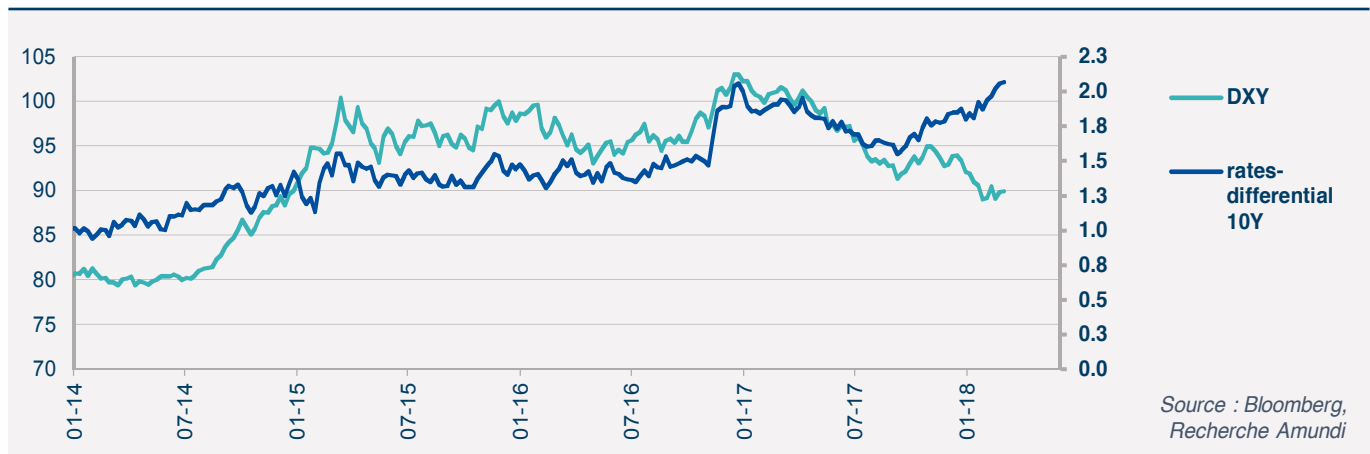
- L'accroissement des volumes d'offre nette sur le marché de la dette publique peut produire un effet « d'éviction ».
- Il se peut en effet que la quête de rendement devienne moins prononcée si les taux des bons du Trésor continuent de s'orienter à la hausse et ternissent l'attrait des obligations d'entreprise, et si la situation devient identique dans les autres pays sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires.

Nos perspectives sont toujours bonnes pour le crédit IG en USD. À court terme, des facteurs positifs devraient empêcher l'offre d'accélérer trop vite: rapatriement de liquidités, baisse de l'activité de fusions acquisitions et dépenses consacrées aux rachats d'actions. Les difficultés sur le plan des facteurs techniques et des fondamentaux s'annoncent plutôt après 2018. Les risques continuent de s'orienter vers une hausse de l'inflation/des rendements obligataires et leur impact sur la réallocation des positions en crédit en faveur d'emprunts d'État et/ou d'actions.

USD- les écarts de taux d'intérêt sont clé

En 2017, le dollar américain a abandonné 10 % contre l'ensemble des autres devises (2 % depuis janvier). Cette dépréciation a même été plus prononcée contre l'euro, ce qui est étonnant, car le différentiel de taux entre les deux marchés continue de se creuser. Il atteint en effet 260 pb à 2 ans et 200 pb à 10 ans, alors que jusqu'à présent l'USD et le différentiel de taux à 10 ans ont généralement affiché une corrélation positive (voir graphique). Alors que s'est-il passé ?

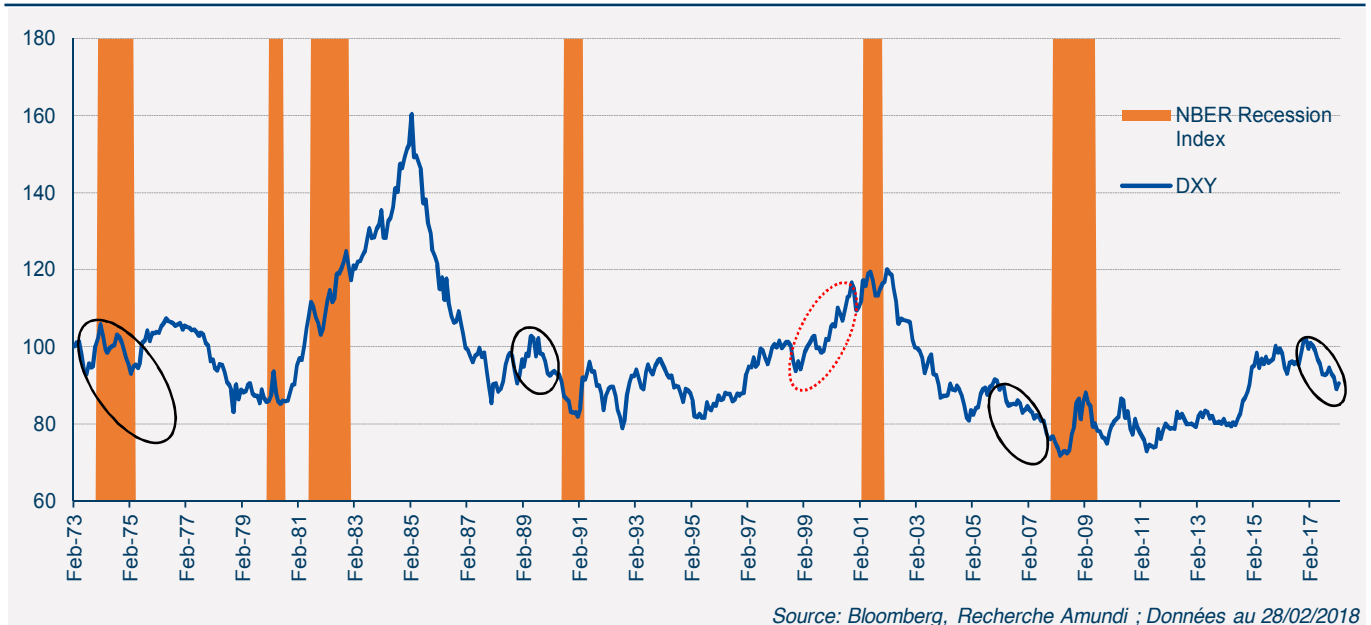
6/ Dollar (DXY) vs écart de taux à 10 ans



(1.) L'écart de croissance n'est plus aussi favorable aux États-Unis qu'auparavant. L'économie mondiale se redresse, notamment au Japon et en Europe, où la révision de la croissance a été nettement plus marquée qu'aux États-Unis (dont le cycle est déjà très mature). Les surprises en matière de politique monétaire sont

donc plus susceptibles de provenir d'Europe ou du Japon que des États-Unis. Les autres banques centrales que la Fed sont actuellement sur la voie de la normalisation de leur politique monétaire. Par conséquent, la correction sensible de l'USD n'est pas surprenante après la forte hausse enregistrée entre 2014 et 2016.

7/Évolution du dollar (DXY) selon le cycle



(2.) S'agissant des facteurs techniques, soulignons que le coût de couverture a augmenté, et donc qu'il n'est plus intéressant pour les investisseurs nippons ou européens d'investir dans des titres du Trésor américain avec une couverture de change, car la couverture du dollar est devenue chère. De plus, l'aplatissement de la courbe américaine réduit aussi l'attrait des titres du Trésor. Il est très intéressant de noter que le nombre d'investisseurs étrangers qui détiennent des titres du Trésor a de nouveau baissé depuis fin 2017.

(3.) Le financement des nouvelles mesures de relance budgétaire risque de peser sur le dollar. Certains avancent que la faiblesse actuelle de l'USD pourrait avoir un lien avec les déficits jumeaux, mais cette corrélation demeure difficile à prouver. Elle pourrait cependant s'expliquer par la singularité du dollar, qui est à la fois la plus grande devise de réserve et un investissement « refuge ». Néanmoins, les investisseurs redoutent maintenant l'impact d'un élan budgétaire aussi fort insufflé en fin de cycle, qui risque d'accroître les tensions inflationnistes et de pousser la Fed à réagir fermement.

L'année 2018 marque un tournant. L'économie mondiale bénéficie d'une reprise synchronisée permettant aux banques centrales DM de se retirer collectivement mais à des vitesses différentes. Le pic de liquidité est derrière nous. Les facteurs techniques du marché obligataire seront moins favorables dans les années à venir. Dans ce contexte, les importants plans de relance budgétaire et de dépenses d'infrastructure des États-Unis soulèvent des questions. En effet, un stimulus fiscal est tout à fait inhabituel à la fin du cycle. Nous pensons que la réforme fiscale :

- **aura un impact positif sur la croissance à court terme.** Nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance et d'inflation aux États-Unis (croissance du PIB réel : 2,7 % pour 2018 et 2,2 % pour 2019, inflation IPC : 2,3 % 2018 et 2,2 % 2019). Nous ne prévoyons pas que ce plan entraînera une pression inflationniste suffisante pour forcer la Fed à relever ses taux de façon plus marquée.
- **aura un impact limité sur la courbe des taux américaine.** Historiquement, la pente de la courbe des États-Unis s'est accentuée en raison des déficits budgétaires croissants, étant donné que le segment long de la courbe a tendance à fixer le prix d'une prime à plus long terme. Mais la pentification pourrait être atténuée par la vente de la partie courte de la courbe.
- **aura un impact mitigé sur le crédit.** Les aspects techniques semblent plus difficiles à moyen terme mais les fondamentaux s'améliorent grâce à la reprise économique mondiale.
- **pourrait peser sur le dollar.** Mais nous pensons que l'évolution du dollar restera guidée par les différentiels de taux d'intérêt. Si nous n'anticipons pas de changement significatif dans la trajectoire de hausse des taux de la Fed, les surprises de politique monétaire peuvent venir plus de l'Europe ou du Japon que des États-Unis.

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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield****Directeur de la publication : BLANQUÉ Pascal****Rédacteur en chef : ITHURBIDE Philippe**

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 bénéfices) et autres. (www.msicbarra.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.

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 – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images — neneos, piola666

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**, Recherche, Stratégie et Analyse**PONCET Benoit**, Recherche, Stratégie et Analyse