

The Day After

2 | mai 2020

*“ Apprenez les
règles comme
un pro, vous
pourrez les
enfreindre
comme un
artiste ”*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

*Apprenez les règles comme un pro,
Vous pourrez les enfreindre comme un artiste*

Citation attribuée à Pablo Picasso

Les auteurs



Pascal BLANQUÉ
Directeur des
investissements Groupe



Vincent Mortier
Directeur adjoint des
investissements Groupe



**Jean-Jacques
BARBÉRIS**
Directeur de la
clientèle institutionnelle
et entreprises



Bastien Drut
Stratégiste senior chez
CPR AM



**Théophile
Pouget-Abadie**
Business Solutions
and Innovation



Laura FIOROT
Responsable adjointe de
Investment Insightf Unit

« Historiquement, les pandémies ont forcé les humains à rompre avec le passé et à repenser leur monde. Celle-ci n'est pas différente, C'est un seuil, un passage entre un monde et le suivant. »

Arundhati Roy

Romancier et militant politique indien
Financial Times, 3 avril 2020

Sans aucun doute, le coronavirus secoue l'industrie financière comme jamais auparavant. Ce n'est pas la première fois que le monde est confronté à une pandémie de cette ampleur, et ce n'est pas non plus la première fois que les décideurs politiques, les chefs d'entreprise et les experts se demandent : « Est-ce différent cette fois-ci ? Sommes-nous à un tournant ? »

Après le premier article « [Covid-19, la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70](#) », qui a servi d'introduction à certains des thèmes clés auxquels les investisseurs seront confrontés au lendemain de la crise du Covid-19, ce deuxième article de la série « The Day After » vise à mettre en exergue une conséquence cruciale de cette crise : La disparition - et probablement pour longtemps - de la plupart des règles économiques établies, dans lesquelles les démocraties libérales vivaient depuis l'avènement du « consensus de Washington » et de la révolution idéologique des années 1980.

Les crises économiques entraînent souvent un remaniement du corpus idéologique, économique et politique. La Grande Dépression a donné naissance à l'État providence moderne, caractéristique de la plupart des démocraties libérales jusqu'aux chocs pétroliers de la fin des années 1970. La crise de 2008 a démontré les limites des politiques traditionnelles des banques centrales, ouvrant la voie à la révision progressive de leur indépendance. Dans de tels moments historiques, les règles autrefois jugées immuables sont abandonnées. La crise du coronavirus ne fait pas exception. La brutalité et la profondeur du choc économique causé par le coronavirus remettent en cause les règles qui sous-tendent le fonctionnement de nos économies et de nos sociétés et leurs interactions.

On pourrait même avancer que le coronavirus a fait voler en éclats, en moins d'un mois, notre corpus dominant plus fortement qu'en 2008. Ceci est particulièrement le cas au niveau européen.

Si nous voulons concevoir quelques perspectives à court, moyen et long terme sur le « Jour d'après » la crise, nous devons d'abord comprendre comment ce corpus est remis en cause, au moins d'un point de vue du style, afin de faire un point général sur les impacts de la pandémie. Nous ne sous-entendons pas qu'elles s'appliquent (ou ne s'appliquent pas) de la même manière à toutes les parties prenantes à travers le monde.

Règle n° 1

Les gouvernements devraient se soucier de l'ampleur des déficits, même lorsqu'ils viennent au secours de leur économie

En Europe, les règles budgétaires, inscrites dans le pacte de stabilité et de croissance, ont subi le feu des critiques au cours de la dernière décennie. La ténacité avec laquelle les pays du nord de l'Europe ont défendu les règles budgétaires a longtemps laissé entendre qu'ils resteraient rigides en toutes circonstances. Aux États-Unis, les faucons budgétaires ont souvent empêché le gouvernement fédéral d'adopter des mesures budgétaires suffisamment importantes pour sauver l'économie.

Les gouvernements ont cependant mis en place des mesures fiscales sans précédent afin de soutenir les systèmes de santé, les entreprises et l'emploi. Aux États-Unis, la croissance du PIB est ressortie inférieure aux anticipations du consensus. Le Congrès a approuvé un plan de relance de 2100 milliards de dollars (environ 10 % du PIB), et ira probablement plus loin. Le 23 mars, le Conseil européen a activé la « clause d'échappatoire générale » du cadre budgétaire de l'Union européenne (UE), permettant aux pays européens de mettre en œuvre des mesures massives de soutien budgétaire. La suspension des règles budgétaires donne aux gouvernements « la flexibilité nécessaire pour prendre toutes les mesures jugées utiles pour soutenir nos systèmes de santé et de protection civile et protéger nos économies, y compris par de nouvelles mesures discrétionnaires de relance et des actions coordonnées ». Des mesures supplémentaires du Conseil européen sont attendues. Le 23 avril, le Conseil européen est parvenu à un accord sur une enveloppe de 540 Mds € : 100 milliards pour une mesure temporaire de « Soutien à l'atténuation des risques de chômage en cas d'urgence » (SURE), 200 milliards de prêts garantis par la Banque européenne d'investissement (BEI) et 240 milliards

de lignes de crédit fournies par le Mécanisme européen de stabilité. Les dirigeants européens ont également accepté de travailler sur un « fonds de redressement », qui pourrait s'élever à 1500 milliards d'euros. En Allemagne, défenseur de l'orthodoxie budgétaire sur le continent, le Bundestag a approuvé un budget supplémentaire de 156 Mds € permettant des dépenses supplémentaires pour l'année 2020 (4,5 % du PIB) et le gouvernement garantira des prêts aux entreprises. Aux États-Unis, en Chine et ailleurs, des plans de relance budgétaire similaires sont en cours d'impémentation. Fin mars, les gouvernements du G20 se sont engagés à injecter plus de 5000 milliards de dollars (environ 6 % du PIB mondial) dans l'économie mondiale, « dans le cadre de politiques budgétaires ciblées, de mesures économiques et de systèmes de garantie, pour contrecarrer les impacts sociaux, économiques et financiers de la pandémie ».

A tout le moins à court terme, il est clair que les gouvernements ne se considèrent plus comme liés à une quelconque règle budgétaire, et la question de la soutenabilité de la dette publique n'est plus prioritaire.

« La suspension des règles budgétaires donne aux gouvernements la flexibilité nécessaire pour prendre toutes les mesures jugées utiles pour soutenir nos systèmes de santé et de protection civile et protéger nos économies, y compris par de nouvelles mesures discrétionnaires de relance et des actions coordonnées »

1. Source : Déclaration des dirigeants du G20, Sommet extraordinaire des dirigeants du G20 sur COVID-19, 26 mars 2020

IMPLICATIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Un impact sur l'évaluation du risque souverain et un défi posé aux investissements sans risque et à la domination du dollar sur le long terme.

À court terme, la suppression de règles budgétaires s'accompagne d'interventions sans précédent de la part des banques centrales (voir règle n° 4). En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a accru la puissance de feu de son programme d'assouplissement quantitatif, rendant tous les pays, y compris la Grèce, éligibles à ses achats d'actifs, avec de fortes interventions pour acheter de la dette des pays les plus vulnérables dans cette phase. Cela dit, nous considérons bien plus probable un scénario où la BCE intègre le rôle du Trésor, plutôt qu'une mutualisation des émissions de dette (à nouveau en raison de la forte résistance de l'Allemagne et des pays d'Europe du Nord).

L'ancien paradigme « ne luttez pas contre les banques centrales » guidera les marchés financiers dans cette phase, ne faisant que repousser leur évaluations de la fragilité et de la solvabilité de la dette souveraine. Une fois la crise terminée, certaines des mesures extraordinaires seront assouplies, redonnant leur pouvoir aux marchés de capitaux dans le processus de formation des prix. La soutenabilité de la dette sera de nouveau au centre des préoccupations, à moins que le débat ne passe à l'annulation de la dette dans les bilans des banques centrales, la frontière ultime. Du point de vue des investisseurs, cette nouvelle priorité nécessitera une évaluation interne et des recherches sur la dynamique et la soutenabilité de la dette, en amont du travail des agences de notation.

Du côté américain, les conséquences de l'expansion budgétaire liée à la crise risquent de pousser les agences de notation à réévaluer la dette du trésor US, le ratio dette/PIB devant atteindre de nouveaux sommets historiques, supérieurs même au ratio dette/PIB de 106 % touché après la Seconde Guerre mondiale. Cela peut avoir un double effet. D'une part, le statut d'actif refuge non risqué des bons du Trésor pourrait être remis en question, au moins en partie, car la note la dette souveraine américaine pourrait être à l'avenir menacée. En outre, cela pourrait avoir des conséquences sur le rôle du dollar en tant que principale monnaie de réserve. Le dollar était récemment survalorisé par rapport aux autres grandes devises. Le manque d'alternatives (l'euro étant remis en question en raison d'un déficit de réponse coordonnée à la crise, et le Yuan n'étant pas encore reconnu comme une devise mondiale de premier plan) pourrait protéger le billet vert pendant un certain temps. Toutefois, à long terme, la situation pourrait changer si l'Europe s'avérait plus coordonnée et plus forte dans sa réponse qu'elle ne l'est actuellement, ou si la Chine était suffisamment crédible pour continuer à élargir sa zone d'influence.

Dette fédérale détenue par le public (en % du PIB)



Source : Amundi analysis based on Congressional Budget Office data, 21 avril 2020

Règle n° 2

L'intervention publique dans l'économie devrait être aussi limitée que possible

La théorie du « consensus de Washington » et ses adaptations ont brouillé le rôle des Etats dans les économies modernes, fondé sur des principes de non-intervention, ou au moins « le minimum possible de non-intervention ». Depuis les années 1980, les gouvernements ont vu leur intervention directe dans les économies diminuer progressivement, par le biais de programmes de privatisation, de règles interdisant le soutien direct à certaines entreprises ou au secteur privé en général et, plus globalement, d'une croyance dans l'efficacité des marchés pour allouer des ressources à la production de biens publics. Récemment, une nouvelle théorie en vogue plaçait même la contribution des entreprises à la production de biens publics mondiaux au cœur de leur mission. A court terme au moins, la crise du coronavirus a remis en cause toutes ces hypothèses.

En premier lieu, presque tous les gouvernements ont brisé un « tabou » en décidant clairement la nationalisation des dettes privées, à travers des programmes massifs de garantie pour les prêts privés (la nationalisation intervenant lorsque les défauts ont inévitablement lieu). Plusieurs gouvernements envisagent également d'investir dans des sociétés stratégiques, qui pourraient être détenues par l'État pendant une période relativement prolongée. Il est donc assez probable qu'une période de nationalisations partielles s'ouvre, faisant écho à des événements similaires qui ont suivi la plupart des crises systémiques du XXe siècle. C'est le cas des entreprises affrontant de grandes difficultés, dans le secteur des transports par exemple (les compagnies aériennes). À l'avenir, nous ne devrions pas exclure la possibilité que les banques elles-mêmes soient nationalisées.

Ensuite, il semble évident que la crise du coronavirus entraînera un retour de l'état dans la production et la gestion des biens publics. Ainsi, la pandémie a mis en lumière la faiblesse des systèmes de santé à travers le monde : sous-financés, avec des inégalités d'accès. Ce point n'est nulle part plus pregnant qu'aux États-Unis, où l'assurance maladie universelle a été un sujet d'actualité, et dont les conséquences sont susceptibles d'être plus sévères qu'en Europe.

Enfin, compte tenu du soutien sans précédent de l'État aux entreprises, grandes et petites, dans tous les secteurs, certains réclament un nouveau pacte social une fois la crise du coronavirus terminée : celui dans lequel les entreprises devront mettre le bien public au cœur de leur raison d'être. D'une certaine manière, la crise du coronavirus pourrait renforcer une évolution déjà présente auparavant. La Social Market Foundation, une ONG basée au Royaume-Uni, a publié un rapport appelant à un tel changement². Laurent Berger, le dirigeant syndical français, fait partie des nombreuses voix qui demandent aux entreprises d'être plus responsables, en contrepartie de la bouée de sauvetage lancée par les gouvernements³. Un exemple de ce nouveau paradigme lié à la crise, serait l'attention accrue portée au partage de la valeur ajoutée par les entreprises.

« Il est donc assez probable qu'une période de nationalisations partielles s'ouvrira, faisant écho à des événements similaires qui ont suivi la plupart des crises systémiques du 20ème siècle. »

2. Le retour en grâce : Un nouveau contrat social pour les entreprises, Fondation du marché social, 2020

3. Union Boss calls for new social pact, Financial Times, 06/04/2020

IMPLICATIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Un impact sur la structure du marché avec l'accroissement du nombre d'Entreprises d'État dans les pays développés contre une possible ouverture accrue du système financier et économique chinois (convergence Ouest contre Est sur les marchés de capitaux). Des changements de réglementation pour aider les secteurs sous pression, avec une hausse probable de la réglementation poussant vers les meilleures pratiques ESG

Les interventions publiques risquent d'affecter davantage les entreprises occidentales (en particulier les pays européens qui semblent s'orienter vers l'idée de nationalisation dans l'intérêt national des entreprises en difficulté) que les entreprises chinoises, pour lesquelles la tendance reste celle d'une ouverture accrue des marchés malgré la crise. En outre, le soutien de l'Etat va sans doute s'accompagner de conditions afin que le sauvetage puisse profiter à l'ensemble de la population. Au niveau sectoriel, ces conditions pourraient prendre la forme de nouvelles réglementations afin de promouvoir les meilleures pratiques dans la lutte contre le changement climatique, par exemple, ou plus généralement dans le domaine des objectifs de développement social. La transparence et la gouvernance seront également au centre des préoccupations, car toute dépense de l'État en cette période de crise, et aussi par la suite, devra démontrer un impact positif direct sur la richesse de l'ensemble de la population et pas seulement des actionnaires.

Les débats sur les dividendes ou les niveaux de rémunération ont déjà commencé et devraient ouvrir la voie à une nouvelle organisation du partage des bénéfices, notamment par le biais d'une intervention publique (progressivité des systèmes fiscaux, hausse de l'impôt sur les sociétés...). Cela impacte déjà la structure des marchés.

Dans l'ensemble, nous pourrions assister à une accélération de l'intégration par les entreprises de normes ESG plus élevées. Du côté des investisseurs, il sera de plus en plus nécessaire de tenir compte de la matérialité de ces facteurs ESG dans l'évaluation de chaque idée d'investissement.

Règle n° 3

Le libre-échange et l'optimisation des chaînes de valeur sont le meilleur moyen d'allouer les ressources mondiales

La troisième phase de la mondialisation depuis les années 1980 repose sur l'hypothèse générale selon laquelle l'optimisation mondiale des chaînes de valeur est au centre de toute économie moderne. Les échanges sans entraves de biens, de technologies et de personnes ont été considérés comme une politique publique saine, permettant à des millions de personnes d'échapper à la pauvreté.

La crise actuelle a le potentiel de porter un coup mortel à cette ligne de pensée. En effet, la mondialisation était déjà sur la sellette avant la crise du coronavirus. Donald Trump a été en partie élu en 2016 en raison de sa plateforme « America First » et depuis 2018, son administration a lancé des « guerres commerciales » contre plusieurs partenaires, principalement la Chine. De plus, certains secteurs avaient déjà commencé à « relocaliser » les chaînes d'approvisionnement, notamment dans l'industrie textile, pour rapprocher la production de la demande. Le volume du commerce mondial s'est légèrement contracté depuis.

La crise du coronavirus a mis en lumière la dépendance excessive de nombreux secteurs, notamment stratégiques comme la santé, à l'égard des chaînes d'approvisionnement internes. Par exemple, de nombreux médicaments ou leurs principales matières premières sont produits presque exclusivement en Chine et en Inde. Cela est devenu de plus en plus inacceptable pour les citoyens des pays occidentaux. Le président français Emmanuel Macron a déclaré que « le paradigme des chaînes d'approvisionnement atomisées au niveau mondial, en particulier en Chine, sans filet de sécurité » doit changer. Certains secteurs ayant le plus bénéficié de la faiblesse des coûts de production en Asie seront soumis à une pression publique de plus en plus forte et devront se relocaliser, éventuellement sous la contrainte.

Nous basculerons probablement vers des relocalisations et des chaînes d'approvisionnement plus courtes, du moins pour certains pans de l'économie. Il est probable que certains états mènent des politiques vigoureuses afin de faciliter, accélérer ou déclencher le rapatriement de la production sur le sol national. La principale question ici n'est pas de savoir si le processus de délocalisation se produira ou non, mais quel sera son ampleur et sa rapidité. Cela suscitera sûrement des débats sur le juste prix des biens et sur le juste niveau des salaires dans les pays développés au sortir de la crise du coronavirus et cela pourrait affecter l'inflation.

« Nous basculerons probablement vers des délocalisations et des chaînes d'approvisionnement plus courtes, du moins pour certains secteurs de l'économie. Il est probable que certains états mènent des politiques vigoureuses afin de faciliter, accélérer ou déclencher le rapatriement de la production sur le sol national. »

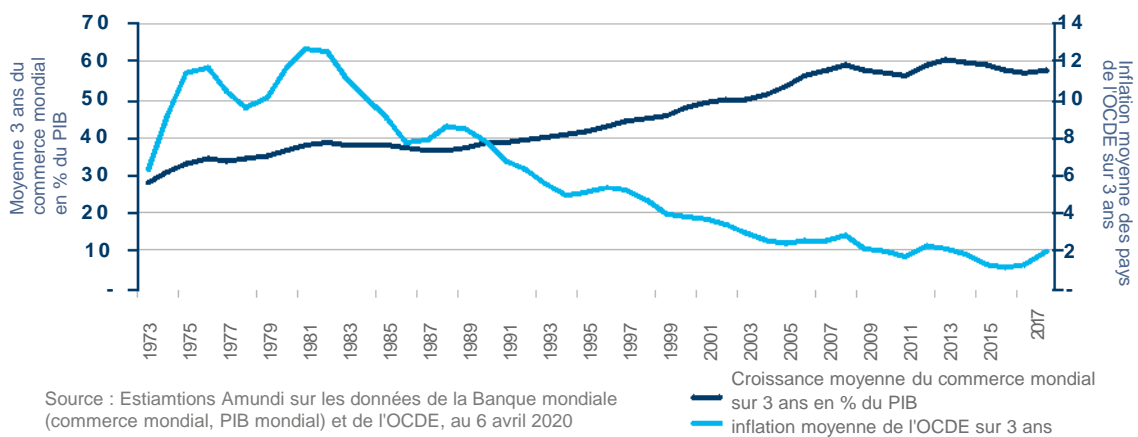
IMPLICATIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Impact sur l'attrait des acteurs régionaux/locaux par rapport aux acteurs mondiaux (du moins dans certains secteurs) et implications à long terme sur l'inflation

La fin de la croissance mondiale tirée par le commerce mondial aura des implications pertinentes pour les investisseurs. En particulier, les acteurs mondiaux de certaines industries qui seront probablement remis en cause par la montée en puissance de nouveaux champions régionaux ou locaux, alors que les chaînes d'approvisionnement se réadaptent à la nouvelle réalité. C'est le cas de l'Asie, où l'attrait de l'initiative One Belt One Road pourrait être renforcé par la proximité régionale et par le rôle clé que jouera la Chine dans le financement des entreprises locales. De nouvelles forces nationalistes pourraient se traduire par un regain de protectionnisme, notamment contre les responsables de la crise (à savoir les Etats-Unis contre la Chine, si Trump remporte un second mandat).

Le réajustement du système aura également des implications importantes sur un nouveau combat qui s'ouvre entre forces inflationnistes et désinflationnistes. En effet, si à court terme l'effondrement de la demande mondiale favorise le camp désinflationniste, le remède économique à la crise (création de dette avec monétisation de celle-ci, régionalisation contre mondialisation de la dynamique commerciale) pourrait s'avérer inflationniste.

Commerce mondial vs PIB et dynamique de l'inflation dans les pays de l'OCDE



Règle n° 4

Les banques centrales ont épuisé leur marge de manœuvre et doivent travailler dans le cadre de mandats étroitement définis de soutien à la stabilité financière

Avant la pandémie de coronavirus, l'idée que la marge de manœuvre des banques centrales était très limitée prévalait dans les milieux financiers. La théorie de l'indépendance des banques centrales prévalait encore, notamment afin d'éviter la monétisation de la dette publique, qui s'opposerait à l'objectif principal donné aux banques centrales : la gestion de l'inflation et des prévisions d'inflation. Il s'agissait là d'une caractéristique essentielle du corpus classique. La pandémie de coronavirus a conduit les banques centrales à s'engager dans un nouveau régime : un soutien illimité, avec un nouvel objectif central, la préservation des capacités économiques à court et moyen terme.

Dans le cas de la Banque centrale européenne (BCE) - au moment de la publication de cet article -, la capacité d'acheter des titres de dette souveraine était limitée par la règle auto-imposée selon laquelle l'Eurosystème ne peut détenir plus de 33 % de la dette obligataire d'un pays, et en raison de la règle limitant les achats d'actifs aux titres de qualité « investment grade ». Ces deux « limites » ont été supprimées avec le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), un programme d'achat d'actifs de 750 Md €, car :

- L'Eurosystème va acheter des obligations souveraines grecques (la note de la Grèce n'est pas « investment grade »), ce qui n'est plus arrivé depuis que la BCE a commencé ses opérations d'assouplissement quantitatif en mars 2015 ;
- La BCE suivra la règle de clé de répartition du capital avec une approche flexible afin d'éviter les dislocations sur les marchés de la dette souveraine (comprenez qu'elle ne permettra pas un élargissement trop important des spreads souverains) ; et
- La règle de la « limite de détention d'un émetteur » ne s'appliquera pas aux achats effectués dans le cadre du PEPP.

S'agissant également des autres programmes, l'Eurosystème achètera environ 1050 Mds d'euros d'actifs (près de 9 % du PIB) d'avril à décembre, ce qui est clairement sans précédent. Le même type de questions sur les capacités de la Fed avait été récemment soulevé⁴.

Toutefois, les mesures annoncées par la Fed pour faire face à la crise du coronavirus sont spectaculaires :

- Elle a acheté 1195 Md \$ de bons du Trésor en quatre semaines (du 16 mars au 16 avril), un montant supérieur au déficit fédéral des douze derniers mois, et ses achats pourraient être aussi

importants que nécessaire afin d'assurer une transmission efficace de la politique monétaire ; et

- Conjointement avec le Trésor américain, la Fed a mis en place plusieurs véhicules/structures d'investissement capables d'acheter des titres privés pour plusieurs trillions de dollars. Grâce au CARES Act, le Trésor peut débloquer jusqu'à 454 milliards de dollars, qui peuvent être utilisés comme fonds propres pour des structures communes d'investissement Fed/Trésor (les « facilities »). Grâce à ces structures, la Fed achètera pour la première fois des obligations d'entreprises et des ETFs, y compris des obligations à haut rendement. La Fed va également acheter jusqu'à 949 Milliards de dollars de prêts aux PME.

Que les banques centrales pratiquent ou non des politiques de « monnaie hélicoptère » devient un débat sémantique (les banques centrales achètent des obligations souveraines directement émises afin de prêter directement aux entreprises ou d'envoyer des chèques aux ménages). Nous sommes entrés dans un monde nouveau du point de vue de la théorie monétaire, où l'objectif principal des banques centrales n'est plus l'inflation et, où la monétisation de la dette publique est une nouvelle frontière. Il faut noter deux corollaires de l'augmentation des bilans de la Banque centrale. Premièrement, le rôle des marchés, dans la fixation des prix et l'allocation des ressources, est soumis à une pression croissante, les actions de la Banque centrale ayant d'énormes répercussions sur le fonctionnement des « marchés libres ». Deuxièmement, les mécanismes de transmission, le processus par lequel la politique monétaire influe sur l'économie et le niveau des prix, sont très probablement faussés.

4. En janvier 2020, un article du Financial Times était intitulé Les économistes craignent que les États-Unis ne se rapprochent de la limite de la politique monétaire <https://www.ft.com/content/e82bfb10-3136-11ea-a329-0bcf87a328f2>

IMPLICATIONS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Impact sur la distorsion des marchés souverains et du crédit dans le cadre des programmes d'achat et nécessité d'être sélectif.

L'importance accrue du rôle des banques centrales sur les marchés obligataires est inévitablement en train d'affaiblir et de modifier les structures des marchés de capitaux. Par exemple, une partie du segment high yield pourrait bénéficier (même indirectement) des actions de la Réserve fédérale lors de la première vague d'interventions, mais être sous pression lors d'une seconde vague de normalisation. De même, pour les actions, une certaine réaction excessive à court terme pourrait générer des opportunités intéressantes à long terme. Cela se produit dans des secteurs actuellement sous pression, comme celui des compagnies aériennes, où les entreprises ont été touchées presque sans discernement, mais où celles dotées de bilans solides pourront mieux s'en sortir. L'éligibilité aux programmes des banques centrales fera la différence, laissant la partie non éligible des marchés plus exposée au défaut et vulnérable. Il peut y avoir des opportunités également au sein de ces entreprises, celles qui seront en mesure de résister à la crise, mais une analyse crédit approfondie sera nécessaire pour les repérer.

Dans l'ensemble, la forte augmentation du bilan des Banques Centrales, et de leurs avoirs dans tous les secteurs économiques, aura d'énormes implications pour le fonctionnement des « forces pures du marché libre », en termes d'effets d'éviction, d'attitudes mimétiques, d'aléa moral, de bulles rationnelles et d'allocation du capital faussée, entre autres.

En conclusion, nous avons vu qu'après le Covid-19, de nombreuses anciennes règles ont été contestées et ont laissé place à de nouvelles règles. Dans ce nouveau monde, les politiques des banques centrales joueront un rôle clé dans la conception du futur régime.

La manière dont le rôle et les actions des banques centrales évoluent au lendemain de la crise, et quelles en sont les implications pour les investisseurs, seront au centre de notre prochain article de la série « Day After ».



Dans l'Union européenne, le présent document n'est destiné qu'aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIFID »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et selon le cas dans chaque réglementation locale et, en ce qui concerne l'offre en Suisse, à un « investisseur qualifié » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (LPCC), de l'ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire 08/8 de la FINMA sur la publicité publique en vertu de la législation sur les placements collectifs de capitaux du 20 novembre 2008. En aucun cas, ce document ne peut être distribué dans l'Union européenne à des investisseurs non « professionnels » tels que définis dans le MI-FID ou dans chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » telle que définie dans la législation et la réglementation applicables.

Ce document n'est pas destiné aux citoyens ou résidents des États-Unis d'Amérique ni à un quelconque « U.S. ». 0 Person « , tel que ce terme est défini dans la Regulation S de la SEC en vertu des États-Unis. Loi sur les valeurs mobilières de 1933. Ce document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente d'un produit et ne doit pas être considéré comme une sollicitation illégale ou un conseil en investissement. Amundi décline toute responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation des informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenu responsable d'une décision ou d'un investissement pris sur la base d'informations contenues dans le présent document. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées de manière confidentielle et ne seront pas copiées, reproduites, modifiées, traduites ou distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à une tierce personne ou entité d'un pays ou d'une juridiction qui assujettirait Amundi ou l'un quelconque des « Fonds », à toute obligation d'enregistrement dans ces juridictions ou lorsque cela pourrait être considéré comme illégal. Par conséquent, le présent document est destiné à être distribué uniquement dans les juridictions où cela est permis et aux personnes qui peuvent le recevoir sans enfreindre les exigences légales ou réglementaires applicables. Les informations contenues dans ce document sont considérées comme exactes à la date de publication figurant à la première page de ce document. Les données, les opinions et les estimations peuvent être modifiées sans préavis. Vous avez le droit de recevoir des informations sur les renseignements personnels que nous détenons sur vous. Vous pouvez obtenir une copie des informations que nous détenons sur vous en envoyant un e-mail à info@amundi.com. Si vous craignez que l'une quelconque des informations que nous détenons sur vous soit incorrecte, veuillez nous contacter à l'adresse info@amundi.com.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Crédit photo : © Getty Images - Mise en place : Art6